



Brüssel, den 23.9.2020
COM(2020) 574 final

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

nach 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, geändert durch die Verordnung (EU) 2019/834, zur Bewertung, ob gangbare technische Lösungen für die Übertragung barer und unbarer Sicherheiten als Nachschussleistungen durch Altersversorgungssysteme entwickelt wurden und ob Maßnahmen zur Erleichterung solcher gangbaren technischen Lösungen erforderlich sind

BERICHT DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT UND DEN RAT

nach 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, geändert durch die Verordnung (EU) 2019/834, zur Bewertung, ob gangbare technische Lösungen für die Übertragung barer und unbarer Sicherheiten als Nachschussleistungen durch Altersversorgungssysteme entwickelt wurden und ob Maßnahmen zur Erleichterung solcher gangbaren technischen Lösungen erforderlich sind

1. EINLEITUNG

Die Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (EMIR)¹, mit der im Jahr 2012 die G20-Reformen zu außerbörslich gehandelten Derivatekontrakten (OTC-Derivate) in der EU umgesetzt wurden, sieht für Einrichtungen, die Altersversorgungssysteme betreiben, in Bezug auf bestimmte Kategorien von OTC-Derivaten eine befristete Befreiung von der zentralen Clearingpflicht vor.²

Gemäß der Verordnung gelten als Altersversorgungssysteme Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung im Sinne von Artikel 6 Buchstabe a der Richtlinie 2003/41/EG, Geschäfte der betrieblichen Altersversorgung von Einrichtungen gemäß Artikel 3 derselben Richtlinie, unter die Richtlinie 2002/83/EG fallende Geschäfte der betrieblichen Altersversorgung von Lebensversicherungsunternehmen (sofern alle dem jeweiligen Geschäft entsprechenden Vermögenswerte und Verbindlichkeiten getrennt von den anderen Tätigkeiten des jeweiligen Versicherungsunternehmens verwaltet und organisiert werden), sowie sonstige zugelassene und beaufsichtigte Einrichtungen oder Systeme, die auf nationaler Ebene tätig sind, sofern ihr primärer Zweck in der Bereitstellung von Altersversorgungsleistungen besteht.

Die befristete Befreiung wurde gewährt, um die besonderen Merkmale des Geschäftsmodells dieser Einrichtungen und die möglichen Auswirkungen einer Clearingpflicht auf die Altersversorgung zu berücksichtigen: Wie in Erwägungsgrund 26 der EMIR-Verordnung dargelegt, halten Einrichtungen, die Altersversorgungssysteme betreiben, „in der Regel ihre Barmittel so niedrig wie möglich, um ihren Versicherungsnehmern ein Höchstmaß an Rentabilität und Ertrag zu verschaffen. Würde diesen Einrichtungen daher vorgeschrieben, ihre OTC-Derivatekontrakte zentral zu clearen, müssten sie einen erheblichen Teil ihrer Vermögenswerte in bar vorhalten, um die laufenden Einschussanforderungen von CCPs

¹ Verordnung (EU) Nr. 648/2012.

² Die Befreiung findet Anwendung auf OTC-Derivatekontrakte, die objektiv messbar die Anlagerisiken reduzieren, welche unmittelbar mit der Zahlungsfähigkeit von Altersversorgungssystemen verbunden sind, und auf Einrichtungen, die zu dem Zweck errichtet wurden, die Mitglieder von Altersversorgungssystemen bei einem Ausfall zu entschädigen, sowie auf Altersversorgungssysteme, bei denen Schwierigkeiten bei der Erfüllung der Nachschussanforderungen auftreten (Artikel 89 der EMIR-Verordnung).

erfüllen zu können.“ Für das zentrale Clearing von OTC-Derivaten werden ausreichende Barmittel benötigt, um die Einschussanforderungen von zentralen Gegenparteien (im Folgenden „CCPs“) zu erfüllen. Wie im EMIR-Rahmen festgestellt wird, kann es sich nachteilig auf das Alterseinkommen von Rentenempfängern auswirken, wenn große Mengen an Barmitteln vorgehalten werden müssen, um potenzielle Nachschussforderungen zu erfüllen.

In einer unabhängigen Studie, die der Kommission im Jahr 2014 von Europe Economics and Bourse Consult vorgelegt wurde, wurden die potenziellen Nachschussleistungen geschätzt, die Pensionsfonds in der EU im Falle einer Zinssatzveränderung von 1 % zu zahlen hätten. Die Studie berücksichtigte noch das Vereinigte Königreich; lässt man die Daten für das Vereinigte Königreich jedoch außen vor, wird anhand der Ergebnisse deutlich, dass der betreffende Betrag zwischen 106 und 133 Mrd. EUR liegen und in stärker stressbelasteten Szenarien weiter ansteigen würde.

Vor Kurzem wurden vom Eurosystem³ und der dänischen Zentralbank⁴ weitere Studien durchgeführt. Laut diesen Studien würden die potenziellen Nachschussleistungen von niederländischen und dänischen Pensionsfonds – auf die ungefähr 52 % der Vermögenswerte der EU-Pensionsfonds (ohne Vereinigtes Königreich) entfallen⁵ – unter demselben Stressszenario (Zinssatzveränderung von 1 %) bei weniger als 53 Mrd. EUR bzw. 106 Mrd. DKK (oder etwa 14 Mrd. EUR) liegen, also leicht unter den betreffenden Beträgen⁶ nach der o.g. Studie. Unter Berücksichtigung der verfügbaren Barmittelbestände könnte sich das aggregierte Barmitteldefizit für alle Pensionsfonds im Euro-Währungsgebiet auf bis zu 17 Mrd. EUR belaufen.⁷

Ähnliche Veränderungen bei Zinssätzen, Kosten und Risiken würden nicht nur Altersversorgungssysteme betreffen, sondern sich auch auf andere Finanzunternehmen mit zentralem Clearing (z. B. Investmentfonds, Versicherungsunternehmen) auswirken. Ausfallrisiken infolge eines Fehlens anrechenbarer Sicherheiten können auch beim bilateralen Derivatehandel entstehen, nicht nur in einem System mit zentralem Clearing. Wie die ESMA in ihrem ersten Bericht zu diesem Thema feststellt, scheinen jedoch die Möglichkeiten der Altersversorgungssysteme zur Abfederung dieser Risiken begrenzt zu sein, da es an flexiblen Anlagestrategien, an verfügbaren Anlagen, die zu

³ Europäische Zentralbank, Financial Stability Review, Mai 2020. Die Schätzungen für niederländische Pensionsfonds reichen von 36 bis 47 Mrd. EUR; angesichts der Tatsache, dass niederländische Pensionsfonds etwa 89 % der Zinsswaps der Pensionsfonds des Euro-Währungsgebiets halten, werden die Einschussforderungen für alle Pensionsfonds des Euro-Währungsgebiets auf 40-53 Mrd. EUR geschätzt.

⁴ Dänische Nationalbank, „Pension companies will have large liquidity needs if interest rates rise“, November 2019.

⁵ Laut Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet; Stand: Ende 2019.

⁶ Die entsprechenden Zahlen beliefen sich auf etwa 60 bzw. 27 Mrd. EUR für niederländische bzw. dänische Pensionsfonds.

⁷ Die Schätzungen für die Barmitteldefizite der niederländischen Pensionsfonds reichen von 6 bis 15 Mrd. EUR. In Anbetracht der Tatsache, dass niederländische Pensionsfonds etwa 89 % der Zinsswaps der Pensionsfonds des Euro-Währungsgebiets halten, werden die Barmitteldefizite für alle Pensionsfonds des Euro-Währungsgebiets auf bis zu 17 Mrd. EUR geschätzt.

ihren Verbindlichkeiten kongruent sind, sowie am Zugang zu Liquiditätsquellen mangelt, wie in den folgenden Abschnitten erläutert wird.

Mit der befristeten Befreiung sollte Aufschub für die Entwicklung einer angemessenen technischen Lösung gewährt werden, die Altersversorgungssystemen ein zentrales Clearing bei CCPs ermöglicht und gleichzeitig spürbar nachteilige Auswirkungen auf die Einkünfte von Rentenempfängern verhindert. Nach dem EMIR-Rahmen unterliegen OTC-Derivatgeschäfte von Altersversorgungssystemen bereits – entsprechend der einschlägigen Schwellen – Anforderungen zur Minderung des operationellen Risikos und Einschussanforderungen für nicht geclearte OTC-Geschäfte gemäß Artikel 11, welche im Rahmen der schrittweisen Umsetzung seit 2017 Anwendung finden.⁸ Diese Anforderungen zielen auf Risiken im Zusammenhang mit nicht zentral geclearnten Derivaten ab, sollen aber auch Anreize für das zentrale Clearing schaffen. Altersversorgungssysteme unterliegen auch den Meldepflichten gemäß der EMIR-Verordnung.

Wenngleich in Gesprächen mit Altersversorgungssystemen und anderen Interessenträgern bestätigt wurde, dass Altersversorgungssysteme ein zentrales Clearing bei CCPs anstreben und dies in bestimmten Fällen tatsächlich bereits vornehmen, bestehen in puncto Clearingpflicht weiterhin Herausforderungen. Die Befreiung von der Pflicht zum zentralen Clearing wird daher seit Jahren verlängert, da bislang keine gangbare technische Lösung entwickelt wurde. In der im Juni 2019 in Kraft getretenen Verordnung zur Überarbeitung der europäischen Marktinfrastrukturverordnung (EMIR-Refit) wird die Ausnahme bis Juni 2021 verlängert, wobei die Kommission zwei Mal einen delegierten Rechtsakt erlassen kann, um die Frist um jeweils ein weiteres Jahr zu verlängern. Die Verordnung zielt jedoch letztendlich darauf ab, das zentrale Clearing für Altersversorgungssysteme so rasch wie möglich auf den Weg zu bringen, wobei davon ausgegangen wird, dass die Marktteilnehmer vor dem Hintergrund der aktuellen regulatorischen und marktbezogenen Entwicklungen in der Lage sein sollten, geeignete Lösungen zu erarbeiten (Erwägungsgrund 30 der EMIR-Verordnung). CCPs, Clearingmitglieder und Altersversorgungssysteme müssen sich nach Kräften bemühen, einen Beitrag zur Entwicklung einschlägiger Lösungen zu leisten.

Nach Artikel 85 der EMIR-Refit erstellt die Kommission alle zwölf Monate bis zur letzten Verlängerung der Befreiung einen Bericht, in dem bewertet wird, „ob gangbare technische Lösungen für die Übertragung barer und unbarer Sicherheiten als Nachschussleistungen durch Altersversorgungssysteme entwickelt wurden und ob Maßnahmen zur Erleichterung solcher gangbaren technischen Lösungen erforderlich sind.“

In der Verordnung wird ebenfalls festgelegt, dass die ESMA in Zusammenarbeit mit der EBA, der EIOPA und dem ESRB der Kommission alle zwölf Monate einen Bericht vorlegt, in dem die Sachlage bewertet wird. Der erste Bericht der ESMA ist im

⁸ Delegierte Verordnung (EU) 2016/2251 der Kommission.

April 2020 bei der Kommission eingegangen. Gleichzeitig leitete die ESMA eine öffentliche Konsultation ein, um weitere Impulse von Interessenträgern zu erhalten und der Kommission bis Dezember 2020 einen zweiten ausführlicheren Bericht vorzulegen. Der ausführliche Bericht der ESMA liegt daher noch nicht vor und konnte somit auch nicht in diesen Bericht der Europäischen Kommission einfließen.

Nach Maßgabe der EMIR-Refit richtete die Kommission zudem eine Sachverständigengruppe ein, die aus Vertretern der einschlägigen Interessenträger besteht, die die Bemühungen überwacht und die Fortschritte bewertet, die bei der Entwicklung gangbarer technischer Lösungen erzielt werden. Die Sachverständigengruppe, die die Arbeit ihrer Vorgängergruppe (Hochrangige Sachverständigengruppe für Pensionsfonds) fortsetzt, besteht aus Vertretern von CCPs, Clearingmitgliedern, Altersversorgungssystemen und anderen einschlägigen Interessenvertretern. Sie trat bislang zwei Mal, im Oktober 2019 und (per Konferenzschaltung) im April 2020, zusammen und tagt auch weiterhin alle sechs Monate. Die Kommission stützt sich bei ihren Berichten an die gesetzgebenden Organe weiterhin auf die Arbeit der Gruppe.

2. ZWECK DES BERICHTS

Mit diesem Bericht erfüllt die Kommission ihre Verpflichtung gemäß Artikel 85 der EMIR-Verordnung.

Im vorliegenden Bericht werden der erste Bericht der ESMA sowie die Erörterungen im Rahmen der Sachverständigengruppe gebührend berücksichtigt. Wie bereits erläutert, fließen die Ergebnisse der von der ESMA eingeleiteten öffentlichen Konsultation in den zweiten Bericht der Kommission ein, der nächstes Jahr vorgelegt wird.

Dieser Bericht umfasst eine Analyse der von den Interessenträgern ermittelten zentralen Probleme in Bezug auf das zentrale Clearing von Altersversorgungssystemen sowie der bisher geprüften Lösungen. Wie vorstehend erläutert, findet die Befreiung der Altersversorgungssysteme vom zentralen Clearing bis Juni 2021 Anwendung. Da das Ende der Frist naht, sollen das Europäische Parlament und der Rat mit dem vorliegenden Bericht über die Fortschritte in diesem Bereich informiert werden, und zwar auch mit Blick auf die Ermittlung von Ansätzen, die einer machbaren und nachhaltigen Lösung für das zentrale Clearing förderlich sein können.

3. WESENTLICHE FESTGESTELLTE PROBLEME

3.1 Hintergrundinformationen zum Geschäftsmodell von Altersversorgungssystemen und zur Nutzung von Derivaten

Europäische Altersversorgungssysteme, insbesondere in einigen Mitgliedstaaten wie den Niederlanden und Dänemark, nehmen aktiv am OTC-Derivatemarkt teil. Sie

sichern mit solchen Derivaten ihre Verbindlichkeiten gegen eine Reihe von Risiken ab, u. a. gegen die Volatilität der Zinssätze und der Inflationsrate, und schützen sich letztendlich so vor dem Risiko der Zahlungsunfähigkeit. Die Verbindlichkeiten von Pensionsfonds gegenüber jetzigen und künftigen Rentenempfängern haben lange Laufzeiten; ihnen müssen langfristige Vermögenswerte gegenüberstehen, wozu häufig Staats- und Unternehmensanleihen zählen. Die vollständige Absicherung der Verbindlichkeiten mit Anleihen scheint für die Altersversorgungssysteme in der EU angesichts der begrenzten Verfügbarkeit von Anleihen mit den entsprechenden Eigenschaften jedoch nicht realisierbar. Darüber hinaus können die Verbindlichkeiten von Altersversorgungssystemen mit Derivaten besser abgedeckt werden, weil Swaps häufig zur Abzinsung derartiger Verbindlichkeiten für Bewertungszwecke herangezogen werden. Laut dem Bericht der ESMA unterscheidet sich die Lage der Altersversorgungssysteme in der EU in dieser Hinsicht von der Lage der US-Pensionsfonds, die sich bei der Absicherung stärker auf Vermögenswerte mit langer Laufzeit wie Unternehmens- und Staatsanleihen stützen. Die Laufzeiten der Verbindlichkeiten von US-Pensionsfonds sind im Vergleich zu denen der EU-Altersversorgungssysteme in der Regel kürzer. Die Verbindlichkeiten von US-Pensionsfonds werden normalerweise mit Erträgen aus mit AA bewerteten Unternehmensanleihen abgezinst. Zudem ist der US-Markt für Unternehmensanleihen größer. Wie die ESMA anerkennt, besteht daher bei Altersversorgungssystemen ein struktureller Bedarf an OTC-Derivatgeschäften.

Die Derivate-Portfolios von Altersversorgungssystemen sind in der Regel umfangreich, unidirektional und weisen lange Laufzeiten auf, wobei die aggregierte Position der Branche laut ESMA ein potenzielles Systemrisiko darstellt.

Bei den Derivattypen setzen Altersversorgungssysteme massiv auf lang laufende Zinsswaps: Laut den EMIR-Daten der DTCC aus dem Jahr 2015 hatten etwa 20 % der Zinsswaps, bei denen mindestens eine Gegenpartei ein Versicherer oder Pensionsfonds in der EU war, eine Laufzeit von 30 Jahren; weltweit lag der entsprechende Wert im Durchschnitt bei weniger als 10 %.⁹ Zinsswaps gehören zu der Kategorie von Derivaten, die der Clearingpflicht gemäß der EMIR-Verordnung unterliegt. Altersversorgungssysteme wickeln ihre Derivatgeschäfte bilateral ab oder clearen zentral bei CCPs, in der Regel als Kunden von Clearingmitgliedern.

Es ist anzumerken, dass die Altersversorgungssysteme und Märkte in der EU recht unterschiedlich sind: In einigen Mitgliedstaaten ist die zweite Säule der Altersvorsorge weiter entwickelt als in anderen, und Pensionsfonds mit festgelegtem Leistungsplan sind stärker verbreitet, in anderen Mitgliedstaaten herrschen dagegen beitragsorientierte Systeme vor. Die größten Märkte für Altersversorgungssysteme befinden sich in den Niederlanden mit einem durchschnittlichen Verhältnis von Aktiva zu BIP von 173,3 % sowie in Dänemark mit einem Verhältnis von 198,6 % laut den Daten von Ende 2018. Auch in Irland bestehen ähnliche Systeme. In diesen Ländern spielt die private

⁹ Europäischer Ausschuss für Systemrisiken, Occasional Paper Series 11, 2016.

Altersvorsorge für die Bereitstellung von Alterseinkommen für Rentenempfänger eine wichtige Rolle.

3.2 Das Problem des zentralen Clearings von Altersversorgungssystemen

Als Hauptproblem für das zentrale Clearing von Altersversorgungssystemen wurde ermittelt, dass bei einem Clearing bei CCPs Barnachschüsse gefordert werden. Bei den Erörterungen im Rahmen der von der Kommission eingerichteten Interessenträgergruppe zeigte sich, dass dies für Altersversorgungssysteme bei angespannten Marktbedingungen problematisch ist.

Beim zentralen Clearing fordern CCPs Nachschussleistungen von ihren Teilnehmern, um Marktwertveränderungen bei den von ihnen verwalteten Derivatpositionen auszugleichen. Auf diese Weise sind die CCPs immer vor Marktbewegungen geschützt, und bei Marktteilnehmern laufen nicht mit der Zeit große Verluste im Zusammenhang mit ihrem zentral geclearten Portfolio auf. Verluste und Gewinne werden von der CCP berechnet und täglich auf Basis der Bewertung zu Marktpreisen mitgeteilt. Bei Nachschussleistungen sind Barmittel am besten geeignet, da dadurch das Risiko eines Wertverlusts minimiert wird und die Übertragung endgültig ist. Die Übertragung von Barnachschüssen ist auch operationell weniger aufwändig und mit dem Ansatz für das Liquiditätsrisikomanagement von CCPs gemäß der EMIR-Verordnung vereinbar.¹⁰

Das bedeutet, dass Clearingteilnehmer in der Lage sein müssen, solche Forderungen mit entsprechenden Barmitteln zu bedienen: Ist dies nicht der Fall und das Clearingmitglied kann die geforderten Nachschusszahlungen nicht rechtzeitig leisten, wird es von der CCP für säumig erklärt, wodurch das Ausfallverfahren ausgelöst wird, um den Buchwert anzupassen. Darüber hinaus müssen Nachschusszahlungen an CCPs innerhalb einer kurzen Frist geleistet werden, wodurch weitere operative Probleme entstehen.¹¹

Barmittel haben hohe Opportunitätskosten, da sie nicht so rentabel wie andere Vermögenswerte sind und sich nicht dafür eignen, die Laufzeiten der Verbindlichkeiten von Altersversorgungssystemen auszugleichen, wodurch ein Missverhältnis zwischen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten entsteht. Würden umfangreichere Barmittel anstelle anderer höher verzinsster Vermögenswerte gehalten, würde dies zu sinkenden Erträgen für Rentenempfänger führen und sich auf die Anlagenallokation der Altersversorgungssysteme auswirken. Tatsächlich halten Pensionsfonds in der Regel keine großen Mengen an Barmitteln vor, wie aus der von der OECD veröffentlichten jährlichen globalen Rentenstatistik hervorgeht.

¹⁰ Zudem können sich CCPs bei Barnachschüssen weiterhin sicher sein, dass sie ihre Transaktionen korrekt bewerten können, und die Vorgehensweise entspricht auch den Marktgepflogenheiten für geclearte Swaps, die von allen Teilnehmern des Marktes für geclearte Swaps akzeptiert werden.

¹¹ Für gleichartig zu begleichende Nachschussforderungen erlauben einige CCPs ihren Teilnehmern, anstelle von Barmitteln Sicherheiten zu stellen; Nachschusszahlungen zum Tagesabschluss sind jedoch in bar zu leisten.

Barnachsüsse können ein Problem darstellen, insbesondere bei angespannten Marktbedingungen und steigendem Zinsniveau, wenn CCPs deutlich höhere Nachschusszahlungen von den Altersversorgungssystemen fordern könnten.

Beträchtliche Nachschussforderungen können auch im Zusammenhang mit nicht zentral geclearten Geschäften entstehen, an denen Altersversorgungssysteme derzeit beteiligt sind. Hierbei können Altersversorgungssysteme Nachschusszahlungen jedoch auch in anderen Formen als in bar leisten, beispielsweise in Form hochwertiger Staatsanleihen (Vermögenswerte, über die Pensionsfonds in der Regel in großen Mengen verfügen), wobei der Umfang, in dem auch im bilateralen Handel Barnachsüsse von den Altersversorgungssystemen gefordert werden, in jüngster Zeit gestiegen sein dürfte.

Es sei darauf hingewiesen, dass mit dem EMIR-Rechtsrahmen das zentrale Clearing gefördert werden soll, u. a. auch, indem der bilaterale Handel aufgrund der damit verbundenen Risiken dadurch weniger attraktiv werden soll. Es ist davon auszugehen, dass diese und weitere regulatorische Entwicklungen im Zusammenspiel mit den Marktkräften zu einem steigenden Volumen an zentral geclearten Derivaten führen werden, mit einer potenziell besseren Preisgestaltung im zentral geclearten Segment als im nicht zentral geclearten Segment. Infolgedessen haben einige Pensionsfonds bereits freiwillig und selektiv mit dem zentralen Clearing begonnen.

Es sei darauf hingewiesen, dass Altersversorgungssysteme generell eher indirekt als Kunden von Clearingmitgliedern clearen, als direkte Clearingmitglieder einer CCP zu werden, wie in den folgenden Abschnitten ausführlicher erläutert wird.

Infolgedessen sollte sich eine potenzielle Lösung für das Problem des zentralen Clearings durch Folgendes auszeichnen: Sie sollte ein angemessenes Gleichgewicht zwischen dem Ziel der Finanzstabilität und der Notwendigkeit kostenrentabler Altersversorgungssysteme schaffen, ohne dass dadurch die Alterseinkünfte der Rentenempfänger übermäßig geschmälert werden. Zudem sollte sich die Lösung auch bei angespannten Marktbedingungen als ausreichend stabil erweisen.

3.3 Bisher geprüfte potenzielle Lösungen

Im Rahmen der Erörterungen über das zentrale Clearing von Altersversorgungssystemen wurden über die Jahre hinweg unterschiedliche Wege verfolgt. Ein Überblick über einige potenzielle Lösungen ist dem Bericht der Kommission zu diesem Thema zu entnehmen, der gemäß der EMIR-Verordnung im Jahr 2015 vorgelegt wurde. In diesem Bericht wurde festgestellt, dass bislang keine gangbare technische Lösung entwickelt werden konnte.

Bei den bisher geprüften Optionen lag der Schwerpunkt darauf, wie Altersversorgungssysteme Nachschusszahlungen sicher und kosteneffizient an CCPs leisten können. Zunächst wurde, wie im Bericht der Kommission aus dem Jahr 2015 beschrieben, geprüft, ob CCPs Nachschussteilungen in anderer Form als in bar akzeptieren sollten, beispielsweise in Form hochwertiger Staatsanleihen. Es wurde

jedoch allgemein anerkannt, dass dieser Ansatz schwer zu verfolgen wäre, da CCPs dadurch ein Anleiheportfolio zu verwalten hätten, das mit den damit verbundenen Risiken in Barmittel umgewandelt werden müsste, was zu einer Verzerrung ihrer Rolle als „Weitergabestelle“ ohne offene Positionen führen könnte.

Daher wird eine zweite Reihe von Optionen geprüft, bei der Altersversorgungssysteme ihre Anleihen in Barmittel umwandeln können, um den Nachschussforderungen der CCPs nachzukommen (Umwandlung von Sicherheiten). Bei den potenziellen Lösungen, die in den letzten Jahren von Interessenträgern der Branche geprüft und entwickelt wurden, wurde somit der Schwerpunkt auf Optionen gelegt, mit denen die effiziente Umwandlung von Sicherheiten von Altersversorgungssystemen ermöglicht wird.

Umwandlung von Sicherheiten durch Clearingmitglieder

Clearingmitglieder wie Banken können ihren Kunden, einschließlich Pensionsfonds, in der Regel Dienstleistungen zur Umwandlung von Sicherheiten¹² durch Repo-Geschäfte anbieten. Die meisten Altersversorgungssysteme, die zentral clearen, nehmen heute als Kunden von Clearingmitgliedern am zentralen Clearing teil und werden diese Vorgehensweise möglicherweise auch bei Inkrafttreten einer Clearingpflicht fortsetzen. Bei einem Repo-Geschäft verkauft eine Partei einer anderen Partei einen Vermögenswert und verpflichtet sich, diesen zu einem zukünftigen Termin zu einem vereinbarten Preis zurückzukaufen. In der Regel handelt es sich dabei um eine Anleihe, die als Sicherheit dient, um den Kreditgeber gegen das Kreditrisiko der Gegenpartei abzusichern. So können Anleihen mithilfe von Repo-Geschäften in Barmittel für Nachschusszahlungen umgewandelt werden, mit dem zusätzlichen Vorteil, dass die Anbieter der Anleihen Eigentümer der Anleihen bleiben und längerfristig weiterhin die Erträge erhalten.

Auf dem Repo-Markt sind in der Regel Großbanken aktiv. Es wurden jedoch einige Faktoren genannt, durch die Clearingmitglieder von der Teilnahme an solchen Transaktionen abgehalten werden. Viele Marktteilnehmer wiesen darauf hin, dass es aufgrund der Berechnungsmethode für die Verschuldungsquote nach Basel III weniger attraktiv sei, sich an Repo-Geschäften zu beteiligen, weil diese Geschäfte niedrige Gewinnspannen aufweisen und die Bilanzsumme der Bank ausweiten und so zu einem Anstieg des Nenners der Quote beitragen. Banken müssen somit eine größere Menge an Kernkapital vorhalten, um die Anforderung zu erfüllen. Ähnliche Überlegungen werden in der Analyse der Repo-Märkte des Committee on the Global Financial System¹³ (Ausschuss für das weltweite Finanzsystem) aus dem Jahr 2017 angestellt, in der auf den möglichen Zielkonflikt zwischen den regulatorischen Reformen mit Schwerpunkt auf dem Umfang der Bankenbilanzen (mit dem Ziel, eine übermäßige Verschuldung zu begrenzen) und den Folgen, auch für Endnutzer, bezüglich der Verfügbarkeit von

¹² Eine solche Dienstleistung könnte Pensionsfonds auch von anderen Banken, die nicht mit dem Clearingmitglied in Zusammenhang stehen, angeboten werden.

¹³ CGFS, „Repo market functioning“, 2017.

Repo-Geschäften hingewiesen wird.¹⁴ Hier ist anzumerken, dass das Volumen der Repo-Märkte in der EU in den letzten Jahren dennoch angestiegen ist¹⁵, und laut Analyse der EZB die unbeabsichtigten Folgen von regulatorischen Reformen für die Erbringung von Repo-Dienstleistungen durch Banken des Euro-Währungsgebiets nicht wesentlich waren.¹⁶

Darüber hinaus bewirkte die ursprüngliche Konzeption der Verschuldungsquote, dass das Bereitstellen von Clearingdiensten für Kunden für die Banken weniger attraktiv war, weil die Einschusszahlungen der Kunden nicht zum Ausgleich der Risikopositionen genutzt werden konnten (was sich auf den Nenner der Quote auswirkte). Im Jahr 2019 schlug der Basler Ausschuss¹⁷ Änderungen bei der Berechnung der Verschuldungsquote vor, damit durch das Clearing von Kunden keine übermäßige Belastung mehr entsteht. Die einschlägigen Änderungen wurden in der überarbeiteten Eigenkapitalverordnung (CRR II) aufgegriffen, die im Juni des vergangenen Jahres in Kraft getreten ist.

Änderungen der Berechnung der Verschuldungsquote wurden auch in Bezug auf die Behandlung von Reverse-Repo-Geschäften vorgenommen. Diese Änderungen können dazu beitragen, für Banken das Clearing von Kunden und möglicherweise die Vermittlung von Repo-Geschäften attraktiver zu gestalten, wodurch wiederum die Liquidität des Repo-Markts gestützt wird. Die Folgen dieser Änderungen müssen noch bewertet werden.

Zudem wurden Bedenken geäußert, ob die Kapazität der Repo-Märkte dafür ausreicht, dem Barmittelbedarf aller Altersversorgungssysteme zusammengenommen nachzukommen, insbesondere in Stressphasen, wie nachfolgend ausführlicher erörtert wird.

Umwandlung von Sicherheiten durch Märkte für geclearte Repo-Geschäfte

In den letzten Jahren haben einige CCPs neue Modelle entwickelt, mit denen das zentrale Clearing von Altersversorgungssystemen unterstützt wird. Diese sollen den Zugang von Altersversorgungssystemen zu CCPs und zum Markt für geclearte Repo-Produkte erleichtern; dies kann auch den Zugang zum Markt für geclearte OTC-Produkte umfassen. Diese Modelle wurden in der Europäischen Union von mindestens einer CCP entwickelt, und nach dem Kenntnisstand der Kommission dürften ähnliche

¹⁴ Ein Rückgang bei den Vermittlungskapazitäten könnte auch die Möglichkeiten des Repo-Markts einschränken, in zukünftigen Stressphasen auf die Nachfrage zu reagieren. Eine verminderte Funktionsfähigkeit des Repo-Markts kann zu Konflikten zwischen Kassa- und Derivatemarkten führen und die Möglichkeiten von Finanzinstituten beschneiden, Vermögenswerte zu veräußern. Die Höhe der Folgekosten für die Finanzstabilität und die Realwirtschaft in Stressphasen könnte insgesamt beträchtlich sein, wenngleich solche Situationen in der jüngsten Vergangenheit nicht eingetreten sind. Anpassungen des Repo-Markts können die Kosten für einige Endnutzer mindern, zugleich aber auch neue Risiken bergen.

¹⁵ ICMA, European Repo Market Survey, Dezember 2019.

¹⁶ EZB, Financial Stability Review, Mai 2017.

¹⁷ Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, „Leverage ratio treatment of client cleared derivatives“, 2019.

Modelle auch von anderen CCPs übernommen werden.¹⁸ In diesem Rahmen gehen die Altersversorgungssysteme ein direktes Vertragsverhältnis mit der CCP ein und werden von einem Clearingmitglied (in der Regel einer Bank) „unterstützt“ (oder anderweitig „gesponsert“), das als Clearingstelle fungiert und das zentrale Clearing von Altersversorgungssystemen erleichtert, beispielsweise durch Beiträge zum Ausfallfonds der CCP und durch die Beteiligung am Ausfallmanagement und andere Dienstleistungen (Sicherheitenverwaltung usw.).

Bei diesen Modellen entfällt die Notwendigkeit für Barnachsüsse für geclearte OTC-Derivate nicht grundsätzlich; sie bieten Altersversorgungssystemen jedoch einen weiteren Zugang zu den Repo-Märkten. Mit diesen Modellen einer „erleichterten Mitgliedschaft“ würden auch einige Beschränkungen für das Clearing von Kunden beseitigt, wie die Konzentration des Kunden-Clearings auf nur eine kleine Anzahl von Clearingmitgliedern in der EU oder das Problem der Übertragbarkeit von Positionen der Kunden beim Ausfall eines Clearingmitglieds. Aus Sicht der Banken sollten diese Modelle hinsichtlich der Kapitalanforderungen weniger anspruchsvoll als traditionelle Clearingleistungen für Kunden sein.

Nach dem Kenntnisstand der Kommission hat sich ein solches Modell im Laufe der Zeit entwickelt und zunehmendes Interesse des Markts erfahren; bisher haben jedoch nur einige Altersversorgungssysteme, in der Regel große Unternehmen, mit der Nutzung dieser Dienstleistung begonnen. Ein naheliegender Grund dafür könnte sein, dass eine direkte Geschäftsbeziehung zu einer CCP zusätzliche operative und juristische Vorsorge und Investitionen von Marktteilnehmern erfordert, sowohl aufseiten der Altersversorgungssysteme als auch aufseiten der Clearingmitglieder. Zudem berichteten die Pensionsfonds, die an der von der Kommission eingerichteten Interessenträgergruppe teilnahmen, dass generell nur große Altersversorgungssysteme Zugang zu derartigen Modellen hätten und derzeit nur wenige Banken diese unterstützten und Altersversorgungssysteme weiterhin von der Bereitschaft eines Clearingmitglieds abhängig seien, die entsprechenden Dienstleistungen zu erbringen.

Laut einem gemeinsamen Papier der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) und von Pensions Europe aus dem Jahr 2018¹⁹ werden Modelle mit einer direkten oder „erleichterten“ Mitgliedschaft vom Markt mit Interesse wahrgenommen, auch weil diese für Banken attraktiver sein könnten als das traditionelle Verhältnis beim Kundenclearing. Eine direkte Vollmitgliedschaft scheint aus einer Reihe von Gründen (u. a. der Notwendigkeit, die Teilnahmebedingungen der CCPs zu erfüllen und Beiträge zum Ausfallfonds zu leisten sowie über entsprechende operative Kapazitäten zu verfügen) allerdings mit Hindernissen verbunden zu sein. Modelle für einen erleichterten Zugang könnten den Weg dahin ebnen. Nach Ansicht der

¹⁸ Außerhalb der EU haben laut Informationen der Kommission die LCH Ltd (Vereinigtes Königreich), die Canadian Derivatives Clearing Corporation (Kanada) und die DTCC FICC (US) Repo-Clearing-Angebote auf Käuferseite eingerichtet.

¹⁹ Gemeinsames Arbeitspapier von Pensions Europe und ISDA, „Potential demand for clearing by EU Pension Funds“, 2018.

Pensionsfonds, die in der von der Kommission eingerichteten Interessenträgergruppe vertreten waren, sind noch weitere Verbesserungen erforderlich.

Erörterungen zum Repo-Markt

Allgemein wird der Repo-Markt von den Altersversorgungssystemen als hilfreiches Instrument zur Deckung ihres Liquiditätsbedarfs wahrgenommen, und in den Gesprächen in der von der Europäischen Kommission eingerichteten Sachverständigengruppe wurde er allgemein als potenzielles Element einer Gesamtlösung für das Problem von Nachschussleistungen beschrieben.

Dennoch bestehen in der Branche weiterhin Bedenken, was die Kapazitäten des Repo-Markts hinsichtlich der Erfüllung der gesamten Nachfrage aller Altersversorgungssysteme betrifft, wenn diese ein Clearing unter angespannten Marktbedingungen benötigen und die Repo-Märkte unter Druck geraten und große Mengen an Liquidität aufnehmen müssen, und zwar nicht nur von den Altersversorgungssystemen. Darüber hinaus sind Banken unter Umständen nicht immer bereit, den Altersversorgungssystemen Repo-Geschäfte anzubieten oder solche Geschäfte bei angespannter Marktlage im gleichen Umfang anzubieten. Die ESMA weist darauf hin, dass einige dieser und anderer Aspekte auch im Zusammenhang mit der allgemeinen Geschäftsbeziehung zwischen den Banken und ihren Kunden aus der Altersversorgung stehen. Wenn Altersversorgungssysteme in Stressphasen den Repo-Markt nicht nutzen können, können sie unter Umständen die Nachschussforderungen von CCPs nicht erfüllen und sogar größere Probleme hinsichtlich der Finanzstabilität verursachen. Angesichts dessen könnte es sich als hilfreich erweisen, breit gefächerte Liquiditätsregelungen zwischen Banken und Altersversorgungssystemen auf den Weg zu bringen.

Märkte für geclearte Repo-Produkte sollten über den Vorteil verfügen, liquider als bilaterale Märkte zu sein, da Banken geclearte Repo-Produkte grundsätzlich bereitwilliger handeln als bilaterale Repo-Produkte, nicht zuletzt, weil sie ihre Positionen mit der CCP ausgleichen können. Laut einem Arbeitspapier des Committee on the Global Financial System aus dem Jahr 2017 hat sich im Euro-Währungsgebiet der Anteil des Repo-Markt-Handels über CCPs aufgrund seiner Attraktivität für das Bilanzmanagement über die letzten Jahre erhöht und liegt bei 50-60 % des Repo-Marktvolumens des Euro-Währungsgebiets. Auch die Bemühungen einiger CCPs, Endnutzern eine direkte Teilnahme an ihren Plattformen für geclearte Repo-Produkte zu ermöglichen, müssen in diesem Zusammenhang betrachtet werden. Altersversorgungssysteme berichteten, dass der Markt für geclearte Repo-Geschäfte zusätzliche Repo-Kapazitäten im Vergleich zum Markt für bilaterale Repo-Geschäfte zu bieten hat, aber auch die zuvor erwähnten Beschränkungen aufweist.

Einen Überblick über die Funktionsweise der europäischen Repo-Märkte legte die International Capital Markets Association (ICMA) vor, die das Marktvolumen in ihrer

Repo-Marktstudie aus dem Jahr 2019 auf 8,31 Mrd. EUR schätzte.²⁰ In den Studien zum europäischen Repo-Markt aus den Jahren 2018 und 2019 bestätigte die ICMA, dass der europäische Repo-Markt generell gut funktioniert und sich daher potenziell als Kanal für die Umwandlung von Sicherheiten eignet; Repo-Märkte verlieren jedoch zum Ende des Quartals und zum Jahresende an Liquidität, da Banken dazu neigen, ihre Repo-Positionen zu schließen, wenn das Ende der Meldefrist naht. Der Umfang dieser regelmäßigen Rückgänge hat in den letzten Jahren abgenommen und wird in Zukunft voraussichtlich noch weiter abnehmen, auch dank der Umsetzung der jüngsten Empfehlungen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht in der EU, mit denen die Volatilität zum Quartals- und Jahresende vermindert werden soll.

Die ICMA legte zudem eine Analyse²¹ der neuesten Entwicklungen auf dem Markt während der COVID-19-Krise vor. Laut dieser Erhebung hat sich der europäische Repo-Markt während der COVID-19-Pandemie, die Ende Februar/Anfang März 2020 begann, bewährt. Die Repo-Marktaktivität nahm in den ersten beiden Märzwochen zu, weil verstärkt die Umwandlung von Sicherheiten nachgefragt wurde, um Einschusszahlungen zu leisten, und Anleger von risikoreicheren Anlagen zu kurzfristigen Anlagen wechselten. Die Kunden berichteten jedoch, dass Banken die gestiegene Nachfrage nach Repo-Geschäften kaum bewältigen konnten und einige Banken anfangen, nur noch ihre größten Kunden zu bedienen. In der Studie wurde Folgendes festgestellt: „Während die Nachfrage nach dem Zugang zum Repo-Markt auf dem Höhepunkt der Krise stieg, taten dies die Bankenkapazitäten zur Vermittlung dieses Zugangs nicht. Teilnehmer auf Käuferseite berichteten von einer gestiegenen Abhängigkeit vom Repo-Markt, da sie angesichts von Mittelabflüssen Anteile in Barmittel umwandeln mussten und bei zunehmender Volatilität außerdem Nachschusszahlungen für Derivatpositionen zu leisten hatten. Es schien jedoch so, dass die Banken Mühe hatten, mit der Kundennachfrage Schritt zu halten. Viele berichteten über die Beschränkung von Geschäften auf die größten Kunden, wobei keine Kapazitäten für neue Kunden vorhanden waren. Die Banken berichteten weiterhin, dass angesichts der gestiegenen Volatilität eher Obergrenzen für risikogewichtete Aktiva eine verbindliche Begrenzung für Geschäfte darstellten, nicht die Verschuldungsquote, insbesondere bei Geschäftsflüssen in eine Richtung (wie bei Nettoschuldnern von Barmitteln).“

Berichten zufolge wurden diese Spannungen durch Eingriffe der Zentralbank abgebaut, indem Banken Kreditlinien zur Verfügung gestellt wurden und die Veräußerung von Vermögenswerten mit hohem Risiko umgekehrt wurde.

Das Marktgeschehen während der COVID-19-Krise war auch Thema in der von der Kommission eingerichteten Interessenträgergruppe. CCPs berichteten über ein durchgehend reibungsloses Funktionieren des Marktes für gelearnte Repo-Geschäfte während der Krise und ein hohes Geschäftsvolumen. Ihrer Ansicht nach war der

²⁰ Auf der Grundlage des Werts von ausstehenden Repo- und Reverse-Repo-Kontrakten der 58 Finanzinstitute, die an der Studie teilgenommen haben.

²¹ ICMA, „The European repo market and the Covid-19 crisis“, April 2020.

Zugang zum Markt für geclearte Repo-Geschäfte für Unternehmen auf Käuferseite nicht eingeschränkt. Ebenfalls betont wurde die allgemeine Belastbarkeit der Marktinfrastruktur, einschließlich der Modelle für Einschusszahlungen, wodurch die Einschussforderungen an die Teilnehmer besser vorhergesagt werden konnten. Altersversorgungssysteme berichteten, unter den erheblichen Marktschwankungen gelitten zu haben, und dass bilaterale Gegenparteien und Clearingmitglieder große Nachschussforderungen stellten. Sie berichteten, dass sie diese Situation gerade so bewältigen konnten; hätten die Märkte jedoch schlechter funktioniert, wären sie in sehr ernste Schwierigkeiten geraten. Sie bestätigten ebenfalls, dass die Banken bei der Vermittlung von Repo-Geschäften zurückhaltend waren und sie Mühe hatten, Zugang zu den Bilanzen der Clearingmitgliederbanken zu erhalten, um wiederum Zugang zu den Repo-Märkten zu haben. Infolgedessen sind die Altersversorgungssysteme der Ansicht, dass der Repo-Markt nicht unter allen Marktbedingungen verlässlich funktioniert. Altersversorgungssysteme sind häufig in hohem Maße von Banken abhängig, um Zugang zum Repo-Markt zu erhalten, und Banken bieten in Stressphasen nur beschränkte Repo-Linien für ihre Kunden an.

In Anbetracht der Schwierigkeiten mit Repo-Märkten in Stressphasen wiesen die Marktteilnehmer häufig auf die Notwendigkeit einer Liquiditätsabsicherung durch die Zentralbank in Stressphasen hin. Nach Ansicht der Marktteilnehmer könnte eine solche Absicherungsfunktion der Zentralbanken so konzipiert werden, dass die Zentralbanken einer regulierten Einrichtung Liquidität zu Verfügung stellen, die diese Liquidität wiederum den Altersversorgungssystemen bereitstellt. Diese Einrichtungen könnten Banken oder CCPs sein. Nach Erhalt der Liquidität von Banken oder CCPs könnten die Altersversorgungssysteme dann die geforderten Barnachschüsse leisten.

Es sei darauf hingewiesen, dass Zentralbanken ausschließlich für die Einrichtung von Zentralbankfazilitäten und die Auslegung von deren beabsichtigter Nutzung zuständig sind. Jegliche Option auf der Grundlage einer Liquiditätsabsicherung durch die Zentralbank müsste von den Zentralbanken gebilligt und unterstützt werden.

Die EZB hat ihre Sicht auf dieses Problem dargelegt. Was Banken angeht, so sind diese natürlich Gegenparteien für geldpolitische Geschäfte und befugt, Dienste zur Umwandlung von Sicherheiten nach den einschlägigen Bankenvorschriften anzubieten. Sie sind daher in der Lage, auf dem Repo-Markt zu vermitteln, einschließlich auf der Grundlage ihrer Nutzung von Zentralbankfazilitäten.

Nach Ansicht der EZB scheint die Rolle der Zentralbanken als Sicherungsmechanismus jedoch nicht klar umrissen oder könnte sogar mit Blick auf CCPs nicht umsetzbar sein, selbst wenn Letztere über eine Banklizenz verfügen. Das Erbringen von Diensten zur Umwandlung von Sicherheiten durch CCPs zählt offenbar nicht zu deren Kerngeschäft, weswegen Bedenken hinsichtlich der Risikofolgen aufkommen könnten. Zudem wären laut EZB die aktuellen Befreiungen von CCPs von bestimmten aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Bankgeschäfte aufgrund der Tatsache, dass CCPs nicht den üblichen Banktätigkeiten nachgehen und ein anderes Geschäftsmodell haben, nicht mehr angemessen, wenn CCPs die Umwandlung von Sicherheiten auf der Basis ihrer

zusätzlichen Banklizenz (falls genehmigt) erbrächten. Daher werden weitere Analysen benötigt, um den Rechtscharakter, die Auswirkungen auf das Risikomanagement von CCPs und die Einhaltung gesetzlicher Bestimmungen bei solchen Regelungen zu beurteilen. In ihrer ersten Reaktion zeigten sich einige CCPs außerdem skeptisch.

Im Zusammenhang mit der notwendigen Einrichtung einer potenziellen „speziellen“ Absicherung durch die Zentralbank für Altersversorgungssysteme (wobei Altersversorgungssysteme Gegenparteien der Zentralbanken werden und direkt von ihnen Liquidität erhalten) trug die EZB zu den Diskussionen in der von der Kommission eingerichteten Interessenträgergruppe aus der Perspektive des Eurosystems bei, d. h. sie konzentrierte sich auf den Finanzierungsbedarf in Euro von Einrichtungen, die im Euro-Währungsgebiet ansässig sind. In der quantitativen Bewertung des Eurosystems wurde der Liquiditätsbedarf der Altersversorgungssysteme im Euro-Währungsgebiet für Nachschussleistungen unter einem Stressszenario auf der Grundlage einer Zinssatzänderung von 1 % geschätzt (siehe auch oben). Unter Berücksichtigung der dem Eurosystem zur Verfügung stehenden Daten waren im Euro-Währungsgebiet die niederländischen Altersversorgungssysteme am stärksten an Derivatgeschäften beteiligt: 89 % aller Zinsswap-Geschäfte von Pensionsfonds wurden von ihnen abgeschlossen. Bei der Analyse des Eurosystems stellte sich heraus, dass der tatsächliche Liquiditätsbedarf der Altersversorgungssysteme im Euro-Währungsgebiet unter solchen Bedingungen im Vergleich zur Gesamtgröße des europäischen Repo-Markts (anhand der ausstehenden Beträge für Reverse-Repo-Geschäfte annähernd geschätzt) zu bewältigen wäre (d. h. bei Schwankungen unter 2 %). Der Repo-Markt an sich könnte also Lösungen für den Bedarf der Altersversorgungssysteme im Euro-Währungsgebiet bieten. Auf der Grundlage dieser Ergebnisse wurde geschlussfolgert, dass der geldpolitische Handlungsrahmen des Eurosystems, einschließlich des Gegenparteienrahmens, für den Zweck der Umsetzung der Geldpolitik ausreicht und keine Änderungen vorzunehmen sind, um eine spezielle Liquiditätsabsicherung des Eurosystems für Altersversorgungssysteme einzurichten.²²

4. FAZIT

Das Thema des zentralen Clearings von Altersversorgungssystemen wird seit Langem diskutiert. Bei den letzten Verhandlungen über die EMIR-Verordnung wurde deutlich, dass die beiden gesetzgebenden Organe nach Kräften eine Lösung fördern wollen, bei der die einschlägigen Akteure Zugang zum zentralen Clearingsystem erhalten, das im Rahmen der G20-Reformen des Jahres 2009 entwickelt wurde, wobei berücksichtigt wird, dass geeignete Lösungen vorhanden sein müssen, um Bedenken im Zusammenhang mit einer angespannten Marktlage Rechnung zu tragen.

In der von der Kommission eingerichteten Interessenträgergruppe fanden ausführliche Gespräche statt. Dabei stellte sich heraus, dass die Altersversorgungssysteme bereits

²² Die Einrichtung einer solchen Liquiditätsabsicherung im Eurosystem würde sich von den Notfallliquiditätshilfen unterscheiden, die in die Zuständigkeit der nationalen Zentralbanken fallen.

freiwillig damit begonnen haben, einige Derivatgeschäfte zu clearen. Es kann geschlussfolgert werden, dass die Frage der Barnachsüsse bei angespannter Marktlage nach wie vor das zentrale Problem ist, das es zu lösen gilt.

Die Kommission hat die Marktentwicklungen fortlaufend beobachtet und den Austausch und Gespräche zwischen den einschlägigen Interessenträgern gefördert, um mögliche Lösungsansätze zu finden. Im Laufe der Jahre haben Interessenträger der Branche diesbezüglich Anstrengungen unternommen. Nachdem die Option, Nachschusszahlungen an CCPs direkt in Form von Anleihen zu leisten, schließlich verworfen wurde, da dies nicht mit den Merkmalen und dem Geschäftsmodell von CCPs vereinbar gewesen wäre, wurden andere Ansätze geprüft, die den Altersversorgungssystemen die Umwandlung von Sicherheiten erleichtern sollten.

Wie im vorliegenden Bericht dargelegt, wurden in den letzten Jahren Modelle für einen erleichterten Zugang entwickelt, um potenziell gangbare Lösungsansätze für das zentrale Clearing von Altersversorgungssystemen auf den Weg zu bringen. Nach Kenntnisstand der Kommission werden solche Modelle bereits von einigen Altersversorgungssystemen genutzt. Die Kommission beabsichtigt, diese Option, einschließlich ihrer Kosten für die Altersversorgungssysteme, zusammen mit den einschlägigen Interessenträgern genauer zu prüfen. Dass verschiedene CCP inzwischen ein solches Modell übernommen haben, scheint eine positive Entwicklung zu sein, auch hinsichtlich der Förderung mehrerer Auswahlmöglichkeiten.

Die Entwicklung einer geeigneten Lösung dürfte Anstrengungen in mehreren Bereichen erforderlich machen. So sollten etwa einige Aspekte der Bankenregulierung, u. a. die Frage, ob die jüngsten Änderungen bei der Berechnung der Verschuldungsquote hilfreich waren, eingehender bewertet werden. Zudem sollten Überlegungen angestellt werden, welche Möglichkeiten es gibt, um sicherzustellen, dass Altersversorgungssysteme auch in Stressphasen auf Liquiditätsfazilitäten zugreifen können.

Die von der ESMA eingeleitete öffentliche Konsultation dürfte weitere Einsichten hinsichtlich der jüngsten Marktentwicklungen und möglicherweise auch weitere quantitative Daten liefern, die sorgfältig zu untersuchen sind. Die Kommission wird außerdem geeignete und realisierbare Initiativen prüfen, um bei der Entwicklung einer gangbaren und stabilen zentralen Clearinglösung weiter voranzukommen.

Die einschlägigen Analysen werden in den nächsten Monaten vorgenommen und werden in die Entscheidung der Kommission hinsichtlich der Befreiung von der Pflicht zum zentralen Clearing einfließen.