EUROPÄISCHE
KOMMISSION

Brüssel, den 24.1.2024
COM(2024) 21 final

BERICHT DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT UND DEN RAT

über die Makrofinanzaufsicht für Finanzinstitute, die Systemrisiken im Zusammenhang mit Nichtbanken-Finanzintermediären (NBFI) und deren Verflochtenheit mit Kreditinstituten nach Artikel 513 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012

In diesem Bericht wird gemäß Artikel 513 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 (Eigenmittelverordnung) nach Konsultation des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken und der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde der in der Eigenmittelverordnung und der Richtlinie 2013/36/EU (Eigenkapitalrichtlinie) dargelegte **makroprudenzielle Rahmen der EU überprüft**. Die Überprüfung sollte ursprünglich bis Juni 2022 abgeschlossen sein, und im Anschluss sollte dem Europäischen Parlament und dem Rat gegebenenfalls bis Dezember 2022 ein Gesetzgebungsvorschlag vorgelegt werden.[1] Die Kommission beschloss, die Überprüfung zu verschieben, um die Auswirkungen der während (und nach) der Pandemie herrschenden makroökonomischen Bedingungen, das Wachstum der finanziellen Mittlertätigkeit von Nichtbanken und die Bankenkrise vom März 2023 in den USA genauer bewerten zu können.

Der Bericht stützt sich auf zahlreiche, von Gremien auf EU- und internationaler Ebene durchgeführte Studien sowie ein umfassendes öffentliches Konsultationsverfahren, das die Kommission durchführte und das ein gezieltes, an die Europäische Bankenaufsichtsbehörde, die Europäische Zentralbank und den Europäischen Ausschuss für Systemrisiken gerichtetes Ersuchen um Stellungnahmen einschloss; diese Verfahren wurden 2021 abgeschlossen.[2] Darüber hinaus fanden zahlreiche bilaterale Gespräche zwischen den Kommissionsdienststellen und Interessenträgern statt, unter anderem in der Expertengruppe der Kommission für Banken, Zahlungsverkehr und Versicherungswesen.

Die globale Finanzkrise der Jahre 2008–2009 offenbarte die weltweiten Schwachstellen des Bankensektors, denn viele Finanzinstitute waren überschuldet, hielten Großkredite gegenüber risikobehafteten Vermögenswerten und verfügten nur über unzureichende Quellen für eine stabile Finanzierung. Im Vorfeld der Krise war die Bewertung von Risikopositionen und potenziellen Ausstrahlungseffekten schwierig gewesen, was zum Teil auf die begrenzte Transparenz bezüglich der zunehmenden Verschuldung und Verflechtung der Finanzinstitute zurückzuführen war. Kreditrisiken, Finanzierungs- und Marktliquiditätsrisiken wurden weitgehend unterschätzt und der Regulierungsrahmen enthielt nur begrenzte Mechanismen zur Schaffung von Anreizen für systemrelevante Institute. Infolgedessen erwiesen sich Aufsichts- und Regulierungsrahmen, in deren Mittelpunkt in erster Linie die Sicherstellung der Stabilität von Finanzinstituten auf eigenständiger Basis stand, als unzureichend für die Abmilderung von durch systemische Schocks verursachten Herausforderungen für die Finanzstabilität. Schwachstellen können übergreifend im gesamten Finanzsystem entstehen, auch wenn Finanzinstitute auf individueller Ebene widerstandsfähig sind.[3] So entstand das Erfordernis, zusätzliche politische Instrumente, auch für die Finanzaufsicht auf Makroebene, zu entwickeln, um ein übermäßiges Kreditwachstum zu begrenzen und die Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors gegenüber systemischen Schocks insgesamt zu stärken.

Makroprudenzielle Maßnahmen dienen dem Ziel, die finanzielle Stabilität zu wahren, indem die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems erhöht und die Entstehung von Schwachstellen begrenzt wird, sodass auf diese Weise (strukturelle und konjunkturelle) Systemrisiken verringert werden und sichergestellt wird, dass die Wirtschaft auch weiterhin durch Finanzdienstleistungen unterstützt werden kann. Systemrisiken können in unterschiedlicher Form auftreten. Ein Systemrisiko kann beispielsweise seinen Ursprung in großen, komplexen Bankengruppen, einem übermäßigen Kreditwachstum, einer den Kreditzyklus in Wohnimmobilienmärkten beschleunigenden Verschuldung sowie strukturellen Anfälligkeiten des Bankensektors (beispielsweise ein hochgradig konzentrierter oder im Verhältnis

[1] Der Bericht wurde verschoben, um die Berücksichtigung der COVID-19-Krise und ihrer Auswirkungen auf das Finanzsystem zu ermöglichen.

[2] Siehe Europäische Kommission (2021), Targeted consultation on improving the EU's macroprudential framework for the banking sector (Gezielte Konsultation zur Verbesserung des makroprudenziellen Rahmens der EU für den Bankensektor), November 2021; Europäische Kommission (2022), Summary of responses to the targeted consultation (Zusammenfassung der Stellungnahmen zur gezielten Konsultation), Juni 2022; Europäische Kommission (2021), Call for Advice on the review of the macroprudential framework for the banking sector (Ersuchen um Stellungnahmen zur Überprüfung des makroprudenziellen Rahmens für den Bankensektor), September 2021.

[3] Siehe IWF (2011), „Macroprudential Policy: An Organizing Framework" (Makroprudenzielle Strategie: ein organisatorischer Rahmen), abrufbar unter https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411.pdf.

zum BIP großer Bankensektor) haben. Makroprudenzielle Maßnahmen zielen letztendlich darauf ab, die Häufigkeit und Schwere von Finanzkrisen zu begrenzen, indem Systemrisiken gemindert werden. Indem sie die Finanzaufsicht auf Mikroebene ergänzen, glätten makroprudenzielle Maßnahmen den Finanzzyklus, halten Ansteckungseffekte in Grenzen und schaffen die richtigen Anreize für die Marktteilnehmer. Dies bewirkt, dass der Bankensektor über eine ausreichende Widerstandsfähigkeit verfügt und in Krisenzeiten nicht das Kreditangebot für Haushalte und Unternehmen einschränkt, was negative Schocks für die Wirtschaft verstärkt und einen Konjunkturabschwung vertiefen oder verlängern kann.

Das makroprudenzielle Instrumentarium umfasst Anforderungen oder Verfahren, die darauf ausgelegt sind, die nachteiligen Auswirkungen systemischer Ereignisse[4] auf ein Minimum zu reduzieren und das Finanzsystem insgesamt[5] zu schützen. Instrumente der Finanzaufsicht auf Mikroebene können Systemrisiken nur indirekt durch die Bewältigung von Risiken auf Unternehmens- oder Transaktionsebene mindern.[6] Bei **makroprudenziellen Instrumenten** handelt es sich in der Regel um **Präventivmaßnahmen** (d. h. Ex-ante-Maßnahmen wie strukturelle Verschuldungsobergrenzen oder Kapitalpuffer für Systemrisiken, die vor dem Eintreten eines Systemrisikos aktiviert werden) und um **Ex-post-Maßnahmen** (d. h. Maßnahmen wie das Aussetzen von Investorenrechten auf den Rückkauf von Anteilen an Investmentfonds, die nach dem Eintreten eines Systemrisikos aktiviert werden).

1. Ein überarbeiteter makroprudenzieller Rahmen für Banken

Nach der weltweiten Finanzkrise wurden auf internationaler und EU-Ebene Maßnahmen zur Stärkung des Regulierungsrahmens der Finanzaufsicht für Banken auf Mikroebene und zur Entwicklung eines Rahmens für die makroprudenzielle Politik getroffen, die zu einer umfassenden Reformagenda führten. Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (Basel Committee on Banking Supervision – BCBS) erarbeitete die Basel-III-Rahmenregelung, mit der die Qualität des Kapitals angehoben, neue Kapital- und Liquiditätspuffer sowie Obergrenzen für die Verschuldungsquote von Banken eingeführt, Risikomanagement, Unternehmensführung und Transparenz verbessert und ein Rahmen für die makroprudenzielle Strategie geschaffen wurden.

Auf EU-Ebene empfahl der De-Larosière-Bericht[7], dass Aufsichts- und Regulierungsrahmen sich nicht mehr ausschließlich auf die Beaufsichtigung einzelner Finanzinstitute[8] konzentrieren sollten, sondern auch auf die Stabilität des gesamten Finanzsystems. In dem Bericht wurde Folgendes festgestellt: „Die makroprudenzielle Aufsicht zielt darauf ab, eine Gefährdung des Finanzsystems insgesamt in Grenzen zu halten, um die Gesamtwirtschaft vor einem erheblichen Rückgang der realen Wirtschaftsleistung zu bewahren. … Bei einer Analyse auf Makoebene muss das Augenmerk … besonders auf gemeinsame oder miteinander korrelierende Schocks sowie auf Schocks für die Teile des Finanzsystems gelegt werden, die Ansteckungs- oder Rückkopplungseffekte auslösen. Während die Aufsicht auf Makroebene nur funktionieren kann, wenn sie sich in irgendeiner Form auf die Beaufsichtigung auf Mikroebene

[4] Ein systemisches Ereignis ist ein für das Finanzsystem negatives Großereignis, beispielsweise eine systemische Liquiditätskrise wie die COVID-Krise oder ein wichtiges Kreditereignis wie die Insolvenz von Lehman Brothers, oder aber eine Reihe kleinerer Ereignisse (der Zusammenbruch eines oder mehrerer mittelgroßer Finanzinstitute wie die durch die Insolvenz der Silicon Valley Bank ausgelösten Ereignisse), durch die die Entstehung eines starken finanziellen Ungleichgewichts (in Form von Großkrediten oder Verflechtungen unter Marktakteuren) aufgedeckt wird.

[5] Die Hochrangige Expertengruppe für Finanzaufsicht in der EU. De-Larosière-Bericht (europa.eu).

[6] Beispielsweise sind Verschuldungsobergrenzen aufsichtsrechtlichen Maßnahmen der Mikroebene zuzuordnen, wenn sie zur Bewältigung eines Risikos eines spezifischen Unternehmens oder eines Risikos auf Transaktionsebene konzipiert und umgesetzt werden; sie sind jedoch als makroprudenzielle Instrumente einzustufen, wenn sie auf branchenweiter Ebene, ohne Berücksichtigung individueller Geschäftsmodelle oder Geschäftstätigkeiten konzipiert und umgesetzt werden. Dies trifft auf strukturelle Obergrenzen für kreditgebende Fonds im Rahmen der kürzlich vereinbarten Überprüfung von AIFMD/OGAW zu, die als makroprudenzielles Instrument bezeichnet werden können.

[7] Die Hochrangige Expertengruppe für Finanzaufsicht in der EU. De-Larosière-Bericht (europa.eu).

[8] Der Begriff „Finanzinstitute“ bezieht sich sowohl auf Banken (d. h. Kreditinstitute) als auch auf Finanzintermediäre, die nicht dem Bankensektor angehören.

auswirkt, kann die Aufsicht auf Mikroebene die Stabilität des Finanzsystems nur wirksam schützen, wenn sie den Entwicklungen auf Makroebene angemessen Rechnung trägt."

Indem sie die im De-Larosière-Bericht empfohlenen Reformen durchführte und die auf internationaler Ebene entwickelten Standards umsetzte, unternahm die EU wichtige Schritte zur Stärkung ihres makroprudenziellen Rahmens. So hat sie beispielsweise Maßnahmen zur Abschwächung der prozyklischen Effekte der Basel-II-Maßnahmen eingeführt und zur Sicherstellung einer angemessenen Überwachung der Risiken für die finanzielle Stabilität im gesamten Finanzsystem sowie anderer Risiken den Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board, ESRB) und die Europäischen Aufsichtsbehörden geschaffen.

Im Jahr 2014 wurde ein für Kreditinstitute (im Folgenden „Banken") **geltendes makroprudenzielles Instrumentarium anwendbar, das sich auf die vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht erarbeiteten internationalen Standards stützt.** Dieses in der Eigenkapitalrichtlinie und der Eigenmittelverordnung beschriebene Instrumentarium wurde 2019 nur geringfügig überarbeitet.[9] Sowohl in der Eigenkapitalrichtlinie als auch in der Eigenmittelverordnung wird anerkannt, dass die Finanzaufsicht auf Mikroebene durch eine makroprudenzielle Strategie ergänzt werden muss, um die Finanzstabilität zu wahren. Da Systemrisiken von Mitgliedstaat zu Mitgliedstaat unterschiedlich sein können, sollten die nationalen Behörden in der Lage sein, den spezifischen Bedürfnissen ihrer jeweiligen Bankensektoren Rechnung zu tragen. Für die Bankenaufsicht auf Mikroebene wurden einheitliche Regeln (im Folgenden „einheitliches Regelwerk") eingeführt, doch bei der Umsetzung der makroprudenziellen Maßnahmen kam den nationalen Behörden eine führende Rolle zu; sie erhielten einen gewissen Flexibilitätsspielraum, um die unterschiedlichen Quellen und die Komplexität von Systemrisiken zu berücksichtigen.

Das makroprudenzielle Instrumentarium der EU für Banken enthält mehrere Instrumente, mit denen verschiedene Aspekte von Systemrisiken angegangen werden sollen. Mit der Eigenkapitalrichtlinie wurde ein Regelwerk für aufsichtsrechtliche Kapitalpuffer auf Makroebene eingeführt (d. h. fünf Puffer, die zusammen die kombinierte Pufferanforderung bilden), das Banken die Anpassung ihrer Eigenkapitalposition an die besonderen gesamtwirtschaftlichen und die im Finanzsektor herrschenden Bedingungen ermöglicht (siehe *Anhang 1*). So sollten sie beispielsweise den antizyklischen Kapitalpuffer aufbauen, wenn das Kreditwachstum mit der Entstehung zyklischer Systemrisiken einhergeht, während die Puffer für andere wichtige Institute und für allgemeine Systemrisiken genutzt werden können, um strukturelle Systemrisiken für die Finanzstabilität zu mindern. Anschließend sollten sie in Zeiten eines Konjunkturabschwungs und in Krisenzeiten das Kapital zum Ausgleich von Verlusten und zur Erfüllung der Kreditnachfrage verwenden, wenn dies erforderlich ist. Die **Nutzbarkeit des Kapitalpuffers und seine Freigabefähigkeit** müssen wirksam funktionieren, damit Kapital in die Wirtschaft zurückfließen kann, wenn sich die gesamtwirtschaftliche Lage bessert, ohne dass dies durch aus Reputationsgründen im Vorfeld vorgenommene Bereitstellungen verzögert wird. Die Regulierungsreformen nach der Finanzkrise stärkten die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors in der EU und seine Fähigkeit, systemischen Schocks standzuhalten. Nichtsdestotrotz zeigten Krisenepisoden aus jüngerer Zeit, insbesondere die COVID-19-Pandemie, dass die Verfügbarkeit freigebbarer Kapitalpuffer zum Ausgleich von Verlusten in Krisenzeiten nach wie vor ein dringendes Anliegen ist (siehe *Anhang 2*). Im Falle eines erheblichen Schocks könnte eine Senkung der Pufferanforderungen Probleme lindern und die Anreize für Banken, Fremdkapital abzubauen und Risiken zu reduzieren, verringern. Die wirtschaftlichen Ergebnisse können deutlich besser sein, wenn Kapitalpuffer freigegeben oder genutzt werden, um die Kreditvergabe an die Wirtschaft aufrechtzuerhalten.

[9] Gemäß der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013, geändert durch die Verordnung (EU) 2019/876 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Mai 2019 (Eigenmittelverordnung) in Bezug auf makroprudenzielle Bestimmungen; Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013, geändert durch die Richtlinie (EU) 2019/878 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Mai 2019 (Eigenkapitalrichtlinie – CRD) in Bezug auf makroprudenzielle Bestimmungen. Mit dem Bankenpaket von 2019 wurden einige gezielte Änderungen der makroprudenziellen Bestimmungen eingeführt, die am 29. Dezember 2020 in Kraft traten.

Die Eigenmittelverordnung umfasst auch **individuelle makroprudenzielle Instrumente, mit denen spezifische Systemrisiken**, beispielsweise solche, deren Ursprung in der Immobilienbranche liegt, **angegangen werden sollen**. Diese Risiken können durch eine Erhöhung der Risikogewichte und der Parameter der risikopositionsgewichteten durchschnittlichen Verlustquote bei Ausfall (Loss Given Default – LGD) interner, auf Beurteilungen basierender Modelle gemindert werden. Zusätzlich zu den herkömmlichen Systemrisiken, die ihren Ursprung beispielsweise in den Immobilienmärkten haben, **ist der Bankensektor in letzter Zeit zunehmend neuen Risiken wie mit dem Klimawandel zusammenhängenden Risiken und Übergangsrisiken sowie Cyber-Risiken ausgesetzt**. Die für die Finanzaufsicht zuständigen Regulierungs- und Aufsichtsbehörden müssen noch eine angemessene Art und Weise für die Auseinandersetzung mit diesen Risiken finden, die systemisch werden können, wenn ihnen nicht proaktiv begegnet wird. Da die Finanzsysteme stärker miteinander verflochten, komplexer, aber auch anfälliger für Schocks und Unsicherheiten sind, die durch geopolitische Entwicklungen und andere Faktoren ausgelöst werden, ist es gerechtfertigt, zur Unterstützung des Zuflusses von Krediten an die Wirtschaft ausreichende politische Instrumente beizubehalten und Flexibilität zu wahren. Um das richtige Gleichgewicht zwischen makroprudenziellen Instrumenten und Präventivmaßnahmen auf der einen Seite und Instrumenten zum Krisenmanagement auf der anderen Seite zu finden, sind eine Evaluierung und gründliche Bewertung erforderlich, damit übermäßige Auswirkungen auf die Wirksamkeit der letztgenannten Maßnahmen und Instrumente vermieden werden können. Daher sollte jegliche Reform der makroprudenziellen Instrumente deren Auswirkungen auf die Aufsichts- und Abwicklungsrahmen gebührend berücksichtigen und keine Erhöhung des Gesamtumfangs der Eigenkapitalanforderungen oder der Mindestanforderungen an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten verursachen.

Der institutionelle Rahmen der EU für die Umsetzung der makroprudenziellen Maßnahmen ist vielschichtig, wobei verschiedene nationale Behörden und EU-Behörden beteiligt sind. Damit die Integrität des Binnenmarkts gewahrt wird, erfordert die Durchführung von makroprudenziellen Maßnahmen auf nationaler Ebene häufig die Einbeziehung unterschiedlicher EU-Gremien (beispielsweise der Europäischen Kommission, des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken usw.). Während der Europäische Ausschuss für Systemrisiken die Aufgabe hat, den Finanzsektor innerhalb der EU auf Makroebene zu beaufsichtigen, gewährt die Verordnung über den Einheitlichen Aufsichtsmechanismus sowohl den nationalen Behörden als auch der Europäischen Zentralbank (EZB) Vollmachten zur Makroaufsicht. Aufgrund dieser gemeinsamen Verantwortung können die EU und die Mitgliedstaaten Systemrisiken in der vielfältigen Finanzlandschaft der EU besser ermitteln, überwachen und beseitigen. In diesem Modell ist jedoch die Harmonisierung bestimmter Aspekte des makroprudenziellen Instrumentariums von wesentlicher Bedeutung, um gleiche Rahmenbedingungen und einen gewissen Grad der Vereinfachung bei der Anwendung von makroprudenziellen Maßnahmen sicherzustellen. So lassen sich beispielsweise die unterschiedlichen Ansätze bei der Ermittlung anderer systemrelevanter Institute (A-SRI) und der Abstimmung der A-SRI-Pufferquoten nicht vollständig durch die Besonderheiten der Wirtschafts- oder Finanzmärkte in den Mitgliedstaaten, beispielsweise der Größe oder Konzentration des Bankensektors, erklären und könnten für den Binnenmarkt und die Bankenunion Anlass zur Sorge geben (weitere Informationen sind Anhang 2 zu entnehmen).

Vor diesem Hintergrund wird die Kommission ihre Arbeit an makroprudenziellen Strategien für Banken fortsetzen, dabei die Einhaltung der Basel-III-Rahmenregelung sicherstellen und berücksichtigen, dass das allgemeine Niveau der Eigenkapitalanforderungen und der Mindestanforderung an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten als ausreichend gilt. *In diesem Zusammenhang wird sich die Kommission vor allem auf Folgendes konzentrieren*: *1) Überwachung der Nutzbarkeit und Freigabefähigkeit von Kapitalpuffern zur Unterstützung der Kreditvergabe an die Wirtschaft im Falle eines systemischen Schocks unter gleichzeitiger Wahrung der Finanzstabilität, 2) Förderung der Kohärenz beim Einsatz makroprudenzieller Instrumente durch die nationalen Behörden und 3) Bewertung der Vereinfachungsmöglichkeiten sowie der Effizienz und der Fähigkeit des makroprudenziellen Rahmens zur Bewältigung herkömmlicher und neuer Risiken. Darüber hinaus wird die Kommission die Modalitäten bewerten, nach denen die im Rahmen der gezielten Konsultation 2021 eingegangenen Rückmeldungen aktualisiert und zudem zusätzliche Rückmeldungen zu bestimmten, in diesem Bericht nur teilweise behandelten Aspekten der Überprüfungen eingeholt werden können.*

2. Der makroprudenzielle Rahmen für Nichtbanken-Finanzintermediäre

Nichtbanken-Finanzintermediäre (NBFI) erzielten in den letzten Jahren erhebliche Zuwächse, da Finanzierungen durch Nichtbanken für die Finanzierung der Wirtschaft zunehmend Bedeutung gewannen. Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken schätzt, dass die Finanzmittlertätigkeit von Nichtbanken mindestens 41,5 Bio. EUR (39 %) der Vermögenswerte des europäischen Finanzsektors ausmacht.[10] Unter Nichtbanken-Finanzintermediäre fallen ganz unterschiedliche Branchen wie Vermögensverwaltungsgesellschaften und Investmentfonds, Nichtbanken-Wertpapierfirmen, Family Offices, Unternehmen, die Lieferkettenfinanzierungen anbieten, Versorgungsfonds, Versicherungsgesellschaften und andere Unternehmen, die keine Banken sind.[11] In Europa spielen Nichtbanken-Finanzintermediäre eine entscheidende Rolle bei der Förderung der finanziellen Vielfalt und der Verringerung der Abhängigkeit von Finanzierungen durch Banken, insbesondere im Zusammenhang mit der Kapitalmarktunion und der Entwicklung eines robusten Binnenmarkts. Daher leisten sie (durch private Risikoteilung) einen positiven Beitrag zur Finanzstabilität und zur Innovation.

Nichtsdestotrotz **können durch die rasche Expansion von Nichtbanken-Finanzintermediären auch neue Risiken und Herausforderungen für die Finanzstabilität entstehen.** Das Wachstum von Nichtbanken-Finanzintermediären ging mit einer Zunahme des Risikopotenzials einiger Anlagenportfolios, einer wachsenden Liquiditätstransformation und einer gestiegenen Verschuldung einher, deren Auslöser auch die „Suche nach Renditen“ in einer langen Periode negativer Realzinsen war.[12] Die Verflechtungen zwischen Banken und Nichtbanken-Finanzintermediären nahmen ebenfalls stetig zu und erhöhten die „Ansteckungsgefahr“ innerhalb des gesamten Finanzsektors, was negative Ausstrahlungseffekte auf die Wirtschaft haben könnte.

Wenngleich die **auf internationaler Ebene geleistete Arbeit** an der Gestaltung und Aktualisierung des makroprudenziellen Rahmens für Banken seit der weltweiten Finanzkrise stetig vorangeschritten ist, kam die Arbeit an makroprudenziellen Maßnahmen für Nichtbanken-Finanzintermediäre nur schubweise voran. Der Finanzstabilitätsrat (FSB), die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden und die Internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden konzentrierten sich zunehmend auf die Entwicklung makroprudenzieller Analysen und Instrumente und strebten dabei das Ziel an, Systemrisiken im Zusammenhang mit Nichtbanken-Finanzintermediären

---

[10] Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (2023), EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2022 (Risikomonitor für die finanzielle Mittlertätigkeit durch Nichtbanken in der EU 2022), Juni 2023. Diese Statistiken steigen bis auf 49 %, wenn wir den Anwendungsbereich auf das weltweite Finanzsystem erweitern; siehe Finanzstabilitätsrat unter Non-Bank Financial Intermediation – Financial Stability Board (fsb.org) (Finanzielle Mittlertätigkeit durch Nichtbanken – Finanzstabilitätsrat).

[11] Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken nimmt auch eine Bewertung des auf Krypto-Vermögenswerten basierenden Ökosystems in den Monitor für Nichtbanken-Finanzintermediäre auf, da dieses System „Arten der Finanzmittlung tätigen kann, die zu ähnlichen Gefährdungen führen und sie ähnlichen Risiken aussetzen können“, siehe Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (2023), EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2022 (europa.eu) (Risikomonitor für die finanzielle Mittlertätigkeit durch Nichtbanken in der EU 2022), S. 6. Der Finanzstabilitätsrat definiert den „Sektor der Nichtbanken-Finanzintermediäre“ als „einen weit gefassten Indikator aller bankfremden Finanzunternehmen, der sich aus allen Finanzinstituten zusammensetzt, die keine Zentralbanken, Banken oder öffentlichen Finanzinstitute sind“. Finanzstabilitätsrat (2022), Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation: 2022 (Bericht über das weltweite Monitoring der finanziellen Mittlertätigkeit von Nichtbanken: 2022), S. 3. Bei dieser Kategorisierung wird auch die Finanzmarktinfrastruktur unter der Kategorie der „Marktmittler“ eingeordnet. Siehe Finanzstabilitätsrat (2022), Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress report (Stärkung der Widerstandsfähigkeit der finanziellen Mittlertätigkeit von Nichtbanken: Fortschrittsbericht), S. 18. Dennoch ermittelte der Finanzstabilitätsrat für Nichtbanken-Finanzintermediäre auch einen „eng gefassten Indikator“, der nicht auf Unternehmen basiert, sondern als ein Indikator für bankähnliche Tätigkeit definiert ist. Finanzstabilitätsrat (2022), ebd. S. 3.

[12] Liquiditätstransformation ist ein Vorgang, bei dem liquiden Mitteln gleichgestellte kurzfristige Verbindlichkeiten dazu verwendet werden, längerfristige Vermögenswerte wie Kredite zu erwerben. „Hebelwirkung“ bezieht sich entweder darauf, dass man sich Finanzmittel borgt, um einen Vermögenswert zu erwerben (physische oder finanzielle Hebelwirkung), oder dass man in einem Vertrag Einschüsse vorsieht, wobei die Partei, die die Hebelwirkung anstrebt, als Gegenleistung für eine Zahlung oder eine Gebühr (z. B. Gesamtrendite-Swap oder Optionen) den finanziellen Ertrag eines Vermögenswertes erhält; dies wird auch als „synthetische“ Hebelwirkung bezeichnet.

abzumildern. Diese Arbeit hat in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen, nachdem verschiedene durch Marktturbulenzen (beispielsweise aufgrund des „Run“ auf Bargeld während der COVID-Pandemie im März 2020 und der Krise am Staatsanleihenmarkt des Vereinigten Königreichs im September 2022) und finanzielles Missmanagement (z. B. Archegos oder Greensill Capital) geprägte Phasen verdeutlicht haben, welche Auswirkungen die Entstehung von Systemrisiken und Schwachstellen bei Nichtbanken-Finanzintermediären auf die gesamte Wirtschaft haben können.

Der Finanzstabilitätsrat[13] und der Europäische Ausschuss für Systemrisiken[14] ermittelten drei strukturelle Schwachstellen, die zur Entstehung eines Systemrisikos beitragen und derzeit nur teilweise durch makroprudenzielle Maßnahmen abgedeckt werden. Es bestehen systemische Liquiditätsinkongruenzen[15], eine übermäßige Verschuldung und Verflechtungen von Nichtbanken-Finanzintermediären untereinander sowie zwischen Nichtbanken-Finanzintermediären und dem Bankensektor. Diese Schwachstellen und Anfälligkeiten verstärken die Komplexität der Beaufsichtigung solcher untereinander verflochtenen Branchen und heben die Notwendigkeit hervor, eine kohärentere, besser koordinierte Makroaufsicht für Nichtbanken-Finanzintermediäre in Erwägung zu ziehen (siehe *Anhang 2*).

Infolgedessen können dieselben herkömmlichen und aufkommenden Risiken, die sich auf Banken auswirken, in Verbindung mit der Vielfalt und Komplexität der Branchen, in denen Nichtbanken-Finanzintermediäre tätig sind, zu **besonderen Anfälligkeiten von Nichtbanken-Finanzintermediären** führen, die ihren Ursprung in Folgendem haben:

1) strukturellen Liquiditätsinkongruenzen,
2) der Anhäufung einer übermäßigen Verschuldung bei allen Nichtbanken-Finanzintermediären,
3) den Verflechtungen von Nichtbanken-Finanzintermediären untereinander sowie zwischen Nichtbanken-Finanzintermediären und Banken, die zu versteckten Risikoverstärkern und einer Risikoübertragung vom Bankensektor auf den Nichtbankensektor führen können, und
4) mangelnder Kohärenz und Koordinierung zwischen den makroprudenziellen Rahmen in der gesamten EU.

Da es keinen übergreifenden, EU-weiten makroprudenziellen Rahmen für Nichtbanken-Finanzintermediäre gibt und da einige besondere, neu aufkommende Risiken in wichtigen Sektoren der Nichtbanken-Finanzintermediäre angegangen werden müssen, beinhalten mehrere für Nichtbanken-Finanzintermediäre geltende Richtlinien und Verordnungen der EU bereits einige makroprudenzielle Instrumente, deren Ziel darin besteht, die Entstehung von Systemrisiken abzuschwächen oder die Auswirkungen eines systemischen Ereignisses zu bewältigen (siehe *Anhang 1*). So wurde beispielsweise für den Sektor der Investmentfonds (für alternative Investmentfonds, Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren und Geldmarktfonds), für die Versicherungsbranche und für Einschusspraktiken und das Risikomanagement im Zusammenhang mit zentralen Gegenparteien eine Reihe von Instrumenten und Bestimmungen zur Handhabung von Liquiditäts-, Verschuldungs- und operationellen Risiken geschaffen. Da sich jedoch Kreditaktivitäten und -risiken zunehmend vom Banken- auf den Nichtbankensektor verlagern, wird die Kommission weitere Hinweise auf fehlende Instrumente, potenzielle Lücken bestehender Instrumente bei der Erfüllung von Zielen der Makroaufsicht sowie Hinweise zur Wirksamkeit und Kohärenz der makroprudenziellen Maßnahmen

[13] Finanzstabilitätsrat (2022), Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation (Bericht über das weltweite Monitoring der finanziellen Mittlertätigkeit durch Nichtbanken), Dezember 2022, S. 31.

[14] Europäischer Ausschuss für Systemrisiken, NBFI Monitoring (Monitoring von Nichtbanken-Finanzintermediären), Juni 2023, S. 11, abrufbar unter EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2022 (europa.eu) (Risikomonitor für die finanzielle Mittlertätigkeit durch Nichtbanken in der EU 2022).

[15] Bei einer Liquiditätsinkongruenz handelt es sich um eine Diskrepanz bei Angebot oder Nachfrage eines Wertpapiers oder bei den Fälligkeitsterminen von Wertpapieren. Eine Liquiditätsinkongruenz entsteht, wenn Fonds ihren Anlegern die Option kurzfristiger Tilgungen gewähren, gleichzeitig aber in Vermögenswerte investieren, die nicht ohne Weiteres kurzfristig liquidiert werden können.
Liquidity mismatch in open-ended funds: trends, gaps and policy implications (europa.eu) (Liquiditätsinkongruenz in offenen Fonds: Trends, Lücken und politische Implikationen).

für Nichtbanken-Finanzintermediäre in der EU sammeln.[16] Diese Arbeit wird das Fundament für politische Entscheidungen bilden, die die Kommission 2024–2029 auf diesem Gebiet eventuell treffen wird.

Daher plant die Kommission, 2024 eine gezielte Konsultation zu makroprudenziellen Maßnahmen für Nichtbanken-Finanzintermediäre durchzuführen. Das Ziel der Konsultation wird sein, weitere Einblicke in die Geschäftsmodelle der wichtigsten Nichtbanken-Finanzintermediäre und deren Verflechtungen untereinander sowie zwischen Banken und Nichtbanken-Finanzintermediären zu sammeln und Lücken im makroprudenziellen Rahmen und andere Faktoren zu ermitteln, die zur Entstehung von Systemrisiken bei der finanziellen Mittlertätigkeit außerhalb des Bankensektors beitragen könnten. Im Jahr 2024 wird die Kommission auch eine Konsultation zur Überprüfung der Verordnung über Wertpapierfinanzierungsgeschäfte (Securities Financing Transaction Regulation – SFTR) durchführen. Das Ziel der Verordnung über die Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften besteht darin, die Transparenz bei Finanzierungs- und Kreditgeschäften zu verbessern und eine bessere Überwachung der Risiken zu ermöglichen, die sich aus der Kreditvermittlung durch Nichtbanken ergeben.

[16] Die EZB forderte insbesondere „eine umfassende politische Reaktion [der Makroaufsicht] zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit“ von Nichtbanken-Finanzintermediären, einschließlich der „Umwidmung bestehender Instrumente (d. h. Einbettung von Perspektiven der Makroaufsicht), der Entwicklung zusätzlicher Strategien der Makroaufsicht sowie eine Bewertung der Rolle der Behörden bei ihrer Umsetzung“. Siehe ECB, Financial Stability Review Report, November 2023 (EZB, Bericht über die Überprüfung der Finanzstabilität). Banque de France hat Folgendes festgestellt: „Die Anfälligkeiten im Zusammenhang mit Nichtbanken-Finanzintermediären erfordern eine harmonisierte Umsetzung geeigneter Maßnahmen auf internationaler Ebene. […] Im Mittelpunkt der bisher geleisteten Arbeit standen jedoch Maßnahmen der Finanzaufsicht auf Mikroebene, wobei die Aktivierung bestimmter Instrumente im Ermessen der Fonds lag und sich auf den Anlegerschutz konzentrierte. Ein makroprudenzieller Ansatz, der die von Fondskohorten getragenen Risiken und deren Auswirkungen auf das Finanzsystem insgesamt zusammenfasst und möglicherweise den Behörden zur Verfügung stehende Instrumente einschließt, ist noch festzulegen.“ Siehe Banque de France, Non-bank financial intermediation: vulnerabilities and challenges (Finanzielle Mittlertätigkeit außerhalb des Bankensektors: Schwachstellen und Herausforderungen), 14. November 2023. Die Zentralbank von Irland veröffentlichte im Juli 2023 ein Diskussionspapier mit dem Titel „An approach to macroprudential policy for investment funds“ (Ansatz für eine makroprudenzielle Strategie für Investmentfonds), in dem sie unter anderem die von Investmentfonds ausgehenden Systemrisiken untersucht und die Idee eines ganzheitlicheren makroprudenziellen Rahmens für Investmentfonds prüft.

Anhang 1

DAS AKTUELLE MAKROPRUDENZIELLE INSTRUMENTARIUM DER EU FÜR BANKEN UND NBFI

Die wichtigsten makroprudenziellen Instrumente für Banken sind **Kapitalpuffer**, also eine zusätzliche Kapitalschicht als Ergänzung zu den Mindestkapitalanforderungen. Kapitalpuffer erhöhen die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors, indem sie Banken in die Lage versetzen, höhere Verluste auszugleichen, ohne gegen Mindestanforderungen zu verstoßen, sodass die Erbringung wichtiger Finanzdienstleistungen aufrechterhalten wird und die Verstärkungseffekte, die der Bankensektor auf den Konjunkturzyklus ausüben kann, abgemildert werden. Der makroprudenzielle Rahmen der EU unterstützt die Bildung von Bankkapital in Zeiten hoher Kreditrisiken und finanzieller Anfälligkeiten. Anschließend kann dieses Kapital bei Bedarf zum Ausgleich von Verlusten und zur Erfüllung von Kreditnachfragen in Zeiten eines Konjunkturabschwungs und bei Krisen eingesetzt werden.

In der Eigenkapitalrichtlinie werden fünf der Makroaufsicht dienende Kapitalpuffer aufgeführt, die gemeinsam die **kombinierte Kapitalpufferanforderung** bilden. Jede Bank muss eine spezielle kombinierte Kapitalpufferanforderung erfüllen, deren Bestandteile auf unterschiedlichen Ebenen festgelegt werden. Alle Banken müssen über einen *Kapitalerhaltungspuffer* von 2,5 % des Gesamtbetrags der risikogewichteten Aktiva (RWA) verfügen. Als systemrelevant eingestufte Großbanken müssen einen zusätzlichen Puffer (*G-SRI-Puffer*) von bis zu 3,5 % der risikogewichteten Aktiva (oder mehr, wenn die Aufsichtsbehörden dies für angemessen erachten) halten. In der EU legen die auf nationaler Ebene zuständigen und benannten Behörden (im Folgenden „nationale Behörden“) Pufferanforderungen von bis zu 3 % des Gesamtrisikobetrags auch zu dem Zweck fest, die Widerstandsfähigkeit anderer (im Inland) systemrelevanter Institute zu stärken (*A-SRI-Puffer*) und das Bankensystem widerstandsfähiger gegen breit angelegte Konjunkturrisiken zu machen (*antizyklischer Kapitalpuffer*) oder um andere strukturelle oder konjunkturelle Risiken zu bewältigen, die von den vorstehenden Puffern nicht abgedeckt werden; dies schließt auch Risiken auf der Ebene branchenspezifischer Risiken ein (*Systemrisikopuffer*).[17] In der Bankenunion ist die EZB befugt, Puffer zu erhöhen (aufzustocken) und bestimmte, von den nationalen Behörden festgesetzte makroprudenzielle Maßnahmen zu verschärfen.[18]

Nationale Behörden können ebenfalls die **Risikogewichtungen** für bestimmte Risikopositionen **verschärfen**, wenn dies aufgrund von Systemrisiken gerechtfertigt ist. Im derzeitigen Regelungsrahmen enthalten mehrere Bestimmungen der Eigenmittelverordnung Vorschriften zur Erhöhung der Risikogewichte und der LGD-Mindestwerte für interne Modelle verwendende Banken auf Ebene von Risikopositionen in Wohn- und Gewerbeimmobilien. Die nationalen Behörden können ferner zu Zwecken der Finanzaufsicht auf Makroebene Obergrenzen für Kreditvergabestandards (d. h. kreditnehmerbasierte Maßnahmen) festsetzen, die in den meisten EU-Mitgliedstaaten im nationalen Recht vorgesehen sind, derzeit aber nicht im makroprudenziellen Rahmen der EU verankert sind.

Obgleich es keinen gemeinsamen makroprudenziellen Rahmen für Nichtbanken-Finanzintermediäre gibt, enthalten branchenspezifische Rechtsvorschriften der EU bereits mehrere makroprudenzielle Instrumente sowie verschiedene Bestimmungen für das Risikomanagement. Hierzu zählen Bestimmungen im Hinblick auf Liquiditätsrisiken, Hebelfinanzierungsrisiken und operationelle Risiken, die das Entstehen von Systemrisiken hemmen.

[17] Die Kapitalpuffer, die zusammen die kombinierte Kapitalpufferanforderung bilden, sind in den folgenden Artikeln der Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 (ABl. L 176 vom 27.6.2013, S. 338) über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen verankert: der *Kapitalerhaltungspuffer* in Artikel 129, die *G-SRI-* und *A-SRI*-Puffer in Artikel 131, der *antizyklische Kapitalpuffer* in Artikel 130 und der *Systemrisikopuffer* in Artikel 133.

[18] Artikel 5 Absatz 2 der Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 des Rates vom 15. Oktober 2013 zur Übertragung besonderer Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute auf die Europäische Zentralbank.

Was den **Investmentfondssektor** betrifft, so spiegelt sich in den Gesetzgebungsvorschlägen der Kommission zur Änderung der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds[19] und der Richtlinien zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW)[20], die im November 2021 angenommen wurden,[21] die Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken zu Liquiditäts- und Hebelfinanzierungsrisiken von Investmentfonds[22] wider. Am 19. Juli 2023 erzielten das Parlament und der Rat eine Einigung über die Überprüfung. Sie kamen überein, eine harmonisierte Liste von Instrumenten zum Liquiditätsmanagement einzuführen; hierbei handelt es sich um Finanzaufsichtsinstrumente auf Mikroebene, die für die Verwalter alternativer Investmentfonds und für Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren in der gesamten EU zur Verfügung stehen werden. In der Überprüfung wird auch eine strukturelle Begrenzung der Verschuldung für kreditgebende Fonds festgelegt. Die Verordnung über Geldmarktfonds[23] enthält eine Reihe makroprudenzieller Instrumente wie strukturelle Obergrenzen für die Verschuldung und den Derivatehandel, Liquiditätspuffer und Stresstests unter hypothetischen Szenarios. In einer kürzlich durchgeführten gezielten Konsultation[24] und dem Begleitbericht[25] dazu wird der Schluss gezogen, dass die Verordnung über Geldmarktfonds die Widerstandsfähigkeit des Sektors stärkte; es werden aber auch mehrere Schwachstellen festgestellt, die einer weiteren Bewertung bedürfen.

Was **Versicherer** betrifft, so nahm die Kommission im September 2021 einen Gesetzgebungsvorschlag zur Änderung der Solvabilität-II-Richtlinie an. Mit diesen Änderungen werden der etablierte risikosensible Aufsichtsrahmen der EU für Versicherer und Rückversicherer an neue Entwicklungen angepasst und deren Rolle bei der Finanzierung der wirtschaftlichen Erholung und des digitalen und des ökologischen Wandels gestärkt.[26] Der Vorschlag enthielt die meisten der von der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (European Insurance and Occupationals Pensions Authority, EIOPA) (2020)[27] und dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken[28] ausgesprochenen Empfehlungen bezüglich der Erweiterung des Aufsichtsinstrumentariums und der Einführung neuer Anforderungen zur Bewältigung von Systemrisiken. Insbesondere schlug die Kommission vor, den nationalen Behörden die Befugnis zu erteilen, zusätzliche Maßnahmen zur Stärkung der Finanzlage des Versicherers in Krisenzeiten zu verfügen, die Rückkaufrechte für Lebensversicherungsverträge unter außergewöhnlichen Umständen einzufrieren und zusätzliche Maßnahmen zur Minderung des Liquiditätsrisikos einzuführen. Sie schlug

---

[19] Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010.

[20] 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) (Neufassung).

[21] Europäische Kommission (2021), Capital markets union: Commission adopts package to ensure better data access and revamped investment rules (Kapitalmarktunion: Kommission nimmt Maßnahmenpaket zur Sicherstellung eines besseren Datenzugangs und neu gestaltete Anlagevorschriften an), 25. November 2021.

[22] Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 7. Dezember 2017 zu Liquiditäts- und Hebelfinanzierungsrisiken von Investmentfonds (ESRB/2017/6).

[23] Verordnung (EU) 2017/1131 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über Geldmarktfonds, abrufbar unter EUR-Lex – 02017R1131-20190101 – EN – EUR-Lex (europa.eu).

[24] Europäische Kommission (2022), Targeted consultation on the functioning of the Money Market Fund Regulation (Gezielte Konsultation über das Funktionieren der Verordnung über Geldmarktfonds), 12. April 2022.

[25] Report from the Commission on the adequacy of Regulation (EU) 2017/1131 on money market funds from a prudential and economic point of view (europa.eu) (Bericht der Kommission über die Angemessenheit der Verordnung (EU) 2017/1131 über Geldmarktfonds aus aufsichtsrechtlicher und wirtschaftlicher Sicht).

[26] Europäische Kommission (2021), Solvency II review (europa.eu) (Überprüfung der Solvabilität-II-Richtlinie), 22. September 2021.

[27] EIOPA (2020), Opinion on the 2020 review of Solvency II (Stellungnahme zur Überprüfung der Solvabilität-II-Richtlinie im Jahr 2020), 17. Dezember 2020.

[28] Informationen über Systemrisikoinstrumente für Versicherer sind abrufbar unter ESRB (2022), Letter to Chairperson of the Council Working Party on Solvency II Review (Schreiben an den Vorsitz der Arbeitsgruppe des Rates „Überprüfung der Solvabilität-II-Richtlinie“), 2. Februar 2022; ESRB (2022), Letter to Members of the European Parliament (Schreiben an die Mitglieder des Europäischen Parlaments), November 2022.

ferner vor, die Bewertung des Eigenrisikos und der Solvabilität sowie den Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht auf Bedenken im Zusammenhang mit der Finanzaufsicht auf Makroebene auszudehnen und Präventivpläne (Sanierungs- und Abwicklungspläne sowie Pläne für das Management von System- und Liquiditätsrisiken) zu erstellen. Das Parlament und der Rat haben kürzlich eine Einigung über diese Vorschläge erzielt, die zur Annahme in den kommenden Monaten in ihre endgültige Form gebracht werden.

In Bezug auf **Einschussverfahren und das Risikomanagement zentraler Gegenparteien (ZGP)** nahm die Kommission im Dezember 2022 ein Clearing-Paket an, mit dem die Europäische Marktinfrastrukturverordnung (European Markets Infrastructure Regulation – EMIR) und andere Rechtsvorschriften für Finanzdienstleistungen geändert wurden (im Folgenden „EMIR-3-Überprüfung").[29] Die Überprüfung umfasst Bestimmungen zur

- Erhöhung der Transparenz bei Aufforderungen zur Nachschusszahlung bei Marktteilnehmern, deren Clearing als Kunden stattfindet (einschließlich Fonds und Versicherungsgesellschaften),
- stärkeren Betonung der Vermeidung der Prozyklizität von Abschlägen und
- Verpflichtung zentraler Gegenparteien, alles in ihrer Macht Stehende zu tun, um innerhalb eines Tages zu leistende Nachschusszahlungen nicht zurückzuhalten, sondern weiterzuleiten und „Liquiditätshortung" zu vermeiden.

Darüber hinaus wird mit dem Vorschlag ein sektorübergreifender Überwachungsmechanismus (im Folgenden „gemeinsamer Überwachungsmechanismus") geschaffen, um die Entwicklungen im gesamten Clearing-Ökosystem genauer zu überwachen und Liquiditätsstresstests für die gesamte Clearingkette zu entwickeln.

Viele der internationalen Grundsätze in Bezug auf **bankähnliche Tätigkeiten ausübende Nichtbanken-Finanzintermediäre** einschließlich Maßnahmen zur Erhöhung der Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften und der Weiterverwendung von Sicherheiten wurden durch die 2015 angenommene Verordnung über Wertpapierfinanzierungsgeschäfte[30] umgesetzt. Diese Verordnung gilt auch für Nichtbanken-Finanzintermediäre und hat zu mehr Transparenz bei den Pensionsgeschäften sowohl von Banken als auch von Nichtbanken-Finanzintermediären beigetragen.

Um Aufschluss über die **Verflechtung zwischen Nichtbanken-Finanzintermediären und dem Bankensektor** zu gewinnen, enthält die Eigenmittelverordnung Meldepflichten, deren Ziel darin besteht, die Transparenz der Risikopositionen von Banken gegenüber Nichtbanken-Finanzintermediären zu erhöhen, wobei ein besonderer Schwerpunkt auf von Nichtbanken-Finanzintermediären ausgeübten bankähnlichen Tätigkeiten liegt.[31] Banken müssen den Aufsichtsbehörden ihre zehn größten Risikopositionen gegenüber Unternehmen, „die außerhalb eines Regelungsrahmens Banktätigkeiten ausüben" melden.[32]

[29] Europäische Kommission (2022), Capital markets union: clearing, insolvency and listing package (europa.eu) (Kapitalmarktunion: Clearing-, Insolvenz- und Börsennotierungspaket), 7. Dezember 2022.
[30] Verordnung (EU) 2015/2365 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2015 über die Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften und der Weiterverwendung sowie zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 (Text von Bedeutung für den EWR) (ABl. L 337 vom 23.12.2015).
[31] Siehe Artikel 394 Absatz 2 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 (ABl. L 176 vom 27.6.2013, S. 1).
[32] Diese Anforderungen wurden durch einen delegierten Rechtsakt der Stufe 2 operationalisiert, den die Europäische Kommission am 6. September 2023 annahm und der die Kriterien für die Ermittlung dieser Unternehmen durch die Banken harmonisiert und dabei insbesondere die Rechtsakte der EU festlegt, die den „Regelungsrahmen" bilden. Siehe die Delegierte Verordnung (EU) 2023/2779 der Kommission vom 6. September 2023 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards zur Festlegung der Kriterien für die Ermittlung von Schattenbankunternehmen im Sinne des Artikels 394 Absatz 2 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 (ABL. L 2023/2779 vom 12.12.2023).

Anhang 2

ÜBERPRÜFUNG DES MAKROPRUDENZIELLEN RAHMENS FÜR BANKEN UND NICHTBANKEN-FINANZINTERMEDIÄRE (NBFI)

Nach Artikel 513 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 in der durch die Verordnung (EU) 2019/876 geänderten Fassung muss die Kommission nach Konsultation der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde und des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken bis Juni 2022 den in der Eigenmittelverordnung und der Eigenkapitalrichtlinie aufgeführten makroprudenziellen Rahmen der EU überprüfen und dem Europäischen Parlament und dem Rat gegebenenfalls bis Dezember 2022 einen Gesetzgebungsvorschlag unterbreiten. Nach EU-Recht muss die Kommission die Wirksamkeit, Effizienz und Transparenz des makroprudenziellen Rahmens überprüfen; dabei wird eine Reihe spezifischer Fragen aufgeführt, die zu berücksichtigen sind. Artikel 513 Absatz 1 Buchstabe g der Eigenmittelverordnung beauftragt die Kommission auch, Instrumente in Erwägung zu ziehen, anhand derer Risiken angegangen werden können, die aufgrund von Risikopositionen von Banken gegenüber Nichtbanken-Finanzintermediäre[33]n entstehen, insbesondere Risiken auf den Märkten für Derivate und Wertpapierfinanzierungsgeschäfte sowie in der Vermögensverwaltungs- und Versicherungsbranche.

Der makroprudenzielle Rahmen für Banken trug präventiv zur Erhöhung der Widerstandsfähigkeit des Bankensektors bei und unterstützte den Schutz der Finanzstabilität in der EU, indem er die Entstehung von Systemrisiken begrenzte. In einigen Bereichen hat sich der derzeitige Regelungsrahmen als geeignet erwiesen, die angestrebten Ziele zu erreichen. Beispielsweise führten nationale Behörden nach dem Beginn der COVID-19-Pandemie im Einklang mit den Empfehlungen der EZB und des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken systemweite Einschränkungen für Dividendenausschüttungen für die Dauer der COVID-19-Pandemie ein, obwohl diese Einschränkungen auf EU-Ebene nicht verankert waren (und deren Untersuchung durch Artikel 518b der Eigenmittelverordnung angeordnet wurde). Allerdings wurden in empirischen Nachweisen, von mehreren EU-Gremien durchgeführten Studien, Analysen der Kommission, der öffentlichen Konsultation von 2021 und gezielten Ersuchen um Stellennahmen ebenfalls gewisse **Mängel** aufgezeigt, die im Hinblick auf einen möglichen Gesetzgebungsvorschlag **weiter geprüft werden müssen**.

Nutzbarkeit und Freigabefähigkeit von Kapitalpuffern zur Unterstützung der Kreditvergabe an die Wirtschaft

Obwohl Kapitalpuffer darauf ausgelegt sind, in einer Krise genutzt zu werden, legen empirische Nachweise die Vermutung nahe, dass Banken möglicherweise nicht bereit oder nicht in der Lage sein könnten, sie wie vorgesehen zu nutzen, was sich möglicherweise nachteilig auf die Wirtschaft auswirken könnte. **Banken sind möglicherweise nicht zur Nutzung von Kapitalpuffern bereit**, weil sie Bedenken in Bezug auf Folgendes hegen:

- Beschränkungen bei der Ausschüttung von Dividenden, Boni und anderen Auszahlungen,
- ein umfassenderes Marktstigma, wenn gegen die kombinierte Kapitalpufferanforderung verstoßen wird,
- Unsicherheit, ob die Nutzung von Puffern von ihren Aufsichtsbehörden unterstützt oder akzeptiert wird oder ob sie zusätzliche aufsichtsrechtliche Prüfungen oder Maßnahmen wie Stresstests erfordern würde, sowie hinsichtlich der wirtschaftlichen Aussichten und der Dauer und Auswirkungen einer Krise.34

[33] Der Begriff Nichtbanken-Finanzintermediäre bezieht sich auf eine Gruppe heterogener Finanzinstitute, die keine Banken sind und den Fluss von Finanzmitteln zwischen Sparern und Kreditnehmern in der Wirtschaft erleichtern. Zu diesen Mittlern bzw. Intermediären zählen Unternehmen wie Vermögensverwaltungsgesellschaften, Investmentfonds, Versicherungsgesellschaften, Versorgungsfonds, Family Offices, Wirtschaftsakteure und andere Finanzinstitute außerhalb des Bankensektors, die verschiedene Finanzdienstleistungen und -produkte anbieten.

[34] Für weitere Informationen über mögliche Hindernisse für die Nutzbarkeit von Puffern siehe Behn et al. (2020), Macroprudential capital buffers – objectives and usability (Makroprudenzielle Kapitalpuffer – Ziele und Nutzbarkeit), Macroprudential Bulletin der EZB, Oktober.

Es gibt auch Hinweise dafür, dass die **Fähigkeit der Banken zur Nutzung von Kapitalpuffern**[35] durch andere aufsichts- oder abwicklungsrechtliche Mindestanforderungen **eingeschränkt werden kann** (Verschuldungsquote und Mindestanforderung an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten[36]), die insbesondere bei Banken mit niedrigen Risikogewichten verbindlich werden können, bevor die Puffer erschöpft sind. Diese potenziellen Einschränkungen der Fähigkeit von Banken, Puffer zu nutzen, sind zwar ein Merkmal des derzeitigen Regelungsrahmens, aber die Wesentlichkeit solcher Einschränkungen kann sich im Laufe der Zeit und von Bank zu Bank ändern und an Bedeutung verlieren.[37] Dies kann eintreten, wenn die aufsichtsrechtlichen Reformen des kürzlich vereinbarten „Bankenpakets" umgesetzt werden und die Mindestanforderung an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten stufenweise eingeführt wird.

Die **Freigabefähigkeit** (d. h. Freisetzung) von Kapitalpuffern könnte ebenfalls verbessert und effizienter gestaltet werden.[38] Im derzeitigen Regelungsrahmen ist die Mehrheit der Kapitalpuffer (d. h. der Kapitalerhaltungspuffer, der G-SRI- und der A-SRI-Puffer und in geringerem Umfang auch der Systemrisikopuffer) struktureller Art, während nur der antizyklische Kapitalpuffer ausdrücklich dafür konzipiert ist, freigegeben werden zu können. Dieser Puffer macht nur einen sehr geringen Anteil der gesamten Kapitalpufferanforderungen aus, nämlich etwa 5 % der Kapitalpufferanforderung von Banken oder 0,1 % der risikogewichteten Aktiva in der Bankenunion zu Beginn der COVID-19-Pandemie. Obgleich viele Mitgliedstaaten ihre Quoten für den antizyklischen Kapitalpuffer nach der Pandemie erhöhten, lassen ihn andere nicht freigabefähige Puffer klein erscheinen. Aufgrund der umfangreichen öffentlichen Unterstützung, die die Mitgliedstaaten durch haushalts-, geld- und ordnungspolitische Maßnahmen gewährten, waren als Reaktion auf die Pandemie keine weiteren Freigaben von Kapitalpuffern erforderlich. Erste empirische Daten deuten jedoch darauf hin, dass die

[35] Siehe Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (2021), Report of the Analytical Task Force on the overlap between capital buffers and minimum requirements (Bericht der Arbeitsgruppe für Analysen über die Überschneidung zwischen Kapitalpuffern und Mindestanforderungen), Dezember 2021 und Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (2022), Buffer usability and cyclicality in the Basel Framework (Nutzbarkeit und Zyklizität von Puffern im Basel-Rahmen).

[36] Die Mindestanforderung an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten wird von Abwicklungsbehörden festgesetzt, um sicherzustellen, dass Banken jederzeit über ausreichende berücksichtigungsfähige Instrumente verfügen, um die gewählte Abwicklungsstrategie stützen zu können. Wenn die Abwicklungsstrategie beispielsweise das Bail-in und die Fortführung der Geschäftstätigkeit der Bank auf dem Markt umfasst, wird die Mindestanforderung an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten so festgelegt, dass Verluste ausgeglichen und die Eigenkapitalposition der Bank wiederhergestellt wird, damit sie ihre entscheidenden Funktionen nach einer Krise weiterhin wahrnehmen kann. Die Anforderungen sind in der Richtlinie 2014/59/EU über die Sanierung und Abwicklung von Banken, geändert durch die Richtlinie (EU) 2019/879 in Bezug auf die Verlustabsorptions- und Rekapitalisierungskapazität von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen (BRRD II), der Verordnung 806/2014/EU zur Einrichtung eines einheitlichen Abwicklungsmechanismus (SRMR), geändert durch die Verordnung (EU) 2019/877 in Bezug auf die Verlustabsorptions- und Rekapitalisierungsfähigkeit von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen sowie der Eigenmittelverordnung und der Eigenkapitalrichtlinie im Einzelnen festgelegt worden.

[37] Siehe beispielsweise Leitner et al (2023), How usable are capital buffers? An empirical analysis of the interaction between capital buffers and the leverage ratio since 2016 (Wie nutzbar sind Kapitalpuffer? Eine empirische Analyse der Interaktion zwischen Kapitalpuffern und Verschuldungsquote seit 2016), Occasional Paper Nr. 329 der EZB.

[38] Laut Schätzungen in einer EZB-Studie brachten die größeren Kapitalpuffer und der neue Abwicklungsrahmen eine erhebliche Steigerung der Fähigkeit des Bankensystems zum Ausgleich von Verlusten mit sich. Die Fähigkeit des Bankensystems zum Ausgleich von Verlusten hat sich in den letzten zehn Jahren *mehr als verdreifacht*. Siehe Carmassi et al. (2019), Is taxpayers' money better protected now? An assessment of banking regulatory reforms ten years after the global financial crisis (Ist das Geld der Steuerzahler jetzt besser geschützt? Eine Bewertung der Reform der Bankenregulierung zehn Jahre nach der weltweiten Finanzkrise). Siehe auch: Basler Ausschuss (2022), Buffer usability and cyclicality in the Basel framework (Nutzbarkeit und Zyklizität von Puffern im Basel-Rahmen), 5. Oktober 2022.

Wirtschaft zur Belebung zusätzlicher Kreditvergaben während der Krise von einer höheren Zahl freigabefähiger Kapitalpuffer hätte profitieren können.[39]

Kohärenz beim Einsatz makroprudenzieller Instrumente für Banken durch nationale Behörden

Auch wenn die gemeinsame Verantwortung der EZB und der nationalen Behörden in der Bankenunion anerkannt wird, erfolgt **die Anwendung des makroprudenziellen Rahmens in der EU großenteils dezentral**. Dies ist dadurch gerechtfertigt, dass Systemrisiken und Finanzzyklen von Mitgliedstaat zu Mitgliedstaat unterschiedlich sein können und nationale Behörden im Allgemeinen als gut aufgestellt angesehen werden, solche Risiken zu identifizieren und effektiv zu steuern. Dieses Modell lässt sich jedoch nicht immer eindeutig mit dem Funktionieren des Binnenmarkts in Einklang bringen. Die Harmonisierung bestimmter Aspekte des makroprudenziellen Instrumentariums ist von wesentlicher Bedeutung für die Sicherstellung gleicher Rahmenbedingungen.

Einerseits sind nationale makroprudenzielle Maßnahmen möglicherweise nicht wirksam, wenn sie beispielsweise durch grenzüberschreitende Tätigkeiten umgangen werden können. Dieses Problem kann durch „Gegenseitigkeit“ angegangen werden, d. h. die Anwendung gleichwertiger Maßnahmen durch die nationalen Behörden anderer Mitgliedstaaten gegenüber Banken, die grenzüberschreitend in dem Land tätig sind, das eine nationale makroprudenzielle Maßnahme eingeführt hat. Andererseits können Kapitalpuffer und Risikogewichte auch dazu genutzt werden, den freien Kapitalverkehr in unangemessener Weise einzuschränken und grenzüberschreitend tätige Bankengruppen dazu zu zwingen, höhere Eigenkapitalanforderungen in den Aufnahmeländern einzuhalten. Dies senkt möglicherweise die Kosten von Bankzusammenbrüchen für Aufnahmeländer, könnte aber auch die Effizienz des grenzüberschreitenden Bankwesens beeinträchtigen. Dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken, der EZB, der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde und der Europäischen Kommission wurden im Rahmen detaillierter Verfahren zwar bestimmte Vollmachten verliehen, makroprudenzielle Strategien zu koordinieren und die Integrität des Binnenmarkts zu fördern, jedoch ist ihre **Fähigkeit zur Sicherstellung von Kohärenz** der Herangehensweisen nationaler Behörden begrenzt.[40]

Die Ermittlung anderer systemrelevanter Institute (A-SRI) und die Abstimmung von Pufferquoten für A-SRI ist nicht im gesamten Binnenmarkt kohärent.[41] Beispielsweise müssen A-SRI, deren auf der Grundlage der standardisierten Methode der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde für die Bewertungskriterien von A-SRI berechnete Punktzahlen ähnlich sind, unterschiedliche A-SRI-Pufferquoten aufrechterhalten. Diese Heterogenität lässt sich nicht vollständig durch die besonderen Wirtschafts- oder Finanzmarktbedingungen wie beispielsweise die Größe oder Konzentration des Bankensektors in den einzelnen Mitgliedstaaten erklären und gibt im Hinblick auf den Binnenmarkt und die Bankenunion Anlass zur Sorge. Einige dieser Unterschiede lassen sich darauf zurückführen, dass eine Reihe von Mitgliedstaaten zur Bewältigung dieser Risiken den Systemrisikopuffer anstelle

[39] Siehe Couaillier et al. (2021, 2022), Bank capital buffers and lending in the euro area during the pandemic (Bankkapitalpuffer und Kreditvergabe im Euroraum während der Pandemie) und Caution: do not cross! Capital buffers and lending in Covid-19 times (Achtung: nicht überschreiten! Kapitalpuffer und Kreditvergabe in Zeiten von COVID-19).

[40] Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken und die Europäische Bankenaufsichtsbehörde werden beispielsweise Stellungnahmen zu bestimmten Maßnahmen und Maßnahmen mit starken Auswirkungen, die eine Genehmigung oder einen Verzicht auf Einwände seitens der Kommission erfordern, vorlegen. Die EZB hat das Recht, Einwände gegen jede im EU-Recht festgelegte makroprudenzielle Maßnahme zu erheben, die von einem am Einheitlichen Europäischen Bankenaufsichtsmechanismus (EAM) teilnehmenden Mitgliedstaat beabsichtigt wird. Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken verfügt zudem über allgemeine Koordinierungsbefugnisse, um beispielsweise nationalen Behörden gegenüber Warnungen oder Empfehlungen auszusprechen, wie die Empfehlung zu antizyklischen Kapitalpuffern oder zur freiwilligen Gegenseitigkeit.

[41] EBA report on calibration of OSII buffer rates (Bericht der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde über die Abstimmung von A-SRI-Pufferquoten).

des A-SRI-Puffers oder zusätzlich dazu nutzten. Nichtsdestotrotz rechtfertigt die **Heterogenität** bei der Festlegung von A-SRI-Puffern eine weitere Bewertung.[42]

Der flexibelste Puffer, nämlich der Systemrisikopuffer, wird eingesetzt, um einer Vielzahl von Systemrisiken zu begegnen, unter anderem gemeinsamen geografischen Risiken, der Verschuldung des öffentlichen und des privaten Sektors, der als Prozentsatz des BIP ausgedrückten Größe des Bankensektors und externen Schocks für die Wirtschaft. Diese Flexibilität kann jedoch Anlass zu Bedenken im Hinblick auf **Willkür und sich überschneidende Aufsichtsanforderungen** sein. Schließlich sollte Artikel 458 der Eigenmittelverordnung, wonach für Banken, die interne Modelle verwenden, die Risikogewichte für Immobilienrisikopositionen erhöht werden können, von den nationalen Behörden nur als letztes Mittel eingesetzt werden. Nichtsdestotrotz wurden in der Art und Weise, wie nationale Behörden diese Maßnahme anwenden, **Inkohärenzen** beobachtet, und ein effizientes Aktivierungsverfahren wäre ebenfalls sicherzustellen.

Vereinfachung und Effizienz des makroprudenziellen Rahmens und seiner Governance

Effizienz und Wirksamkeit des makroprudenziellen Instrumentariums können durch die Aufnahme von Maßnahmen, die nicht genutzt werden, oder das Fehlen von Maßnahmen auf bestimmten Gebieten beeinträchtigt werden. Beispielsweise wird in den Artikeln 138 und 139 der Eigenkapitalrichtlinie die Bekämpfung von Risiken, die durch ein übermäßiges Kreditwachstum in bestimmten Drittländern entstanden sind, in den Mittelpunkt gestellt; diese Befugnisse sind jedoch nie genutzt worden. Es kann auch erforderlich sein, weitere Überlegungen über die Aufsichts- und Governance-Struktur der makroprudenziellen Aufsicht in der EU anzustellen, insbesondere im Hinblick auf den Umgang mit neuen Risiken und Instrumenten. Solche Überlegungen würden dem Zweck dienen, Aufsichtsverfahren nach Möglichkeit zu vereinfachen und dabei die Komplexität des Finanzökosystems und den Schutz der europäischen Wirtschaft vor potenziellen Störungen zu berücksichtigen.

Fähigkeit des makroprudenziellen Instrumentariums für Banken, konventionelle und neue Risiken zu bewältigen

Seit der Einführung des makroprudenziellen Instrumentariums für Banken haben die Mitgliedstaaten Maßnahmen zur Beseitigung von Schwachstellen im Immobilienbereich, insbesondere in Bezug auf Wohnimmobilien[43], ergriffen und dabei sowohl im EU-Recht verankerte **kapitalbasierte Maßnahmen** (Puffer und auf dem Risikogewicht basierende Maßnahmen) als auch in zunehmendem Maße **kreditnehmerbasierte Maßnahmen** getroffen. Zusätzlich zu Artikel 458 der Eigenmittelverordnung können die Mitgliedstaaten nach den Artikeln 124 und 164 der Eigenmittelverordnung höhere Risikogewichte für durch Grundpfandrechte auf Wohn- und Gewerbeimmobilien besicherte Risikopositionen und höhere LGD-Mindestwerte für durch Wohn- und Gewerbeimmobilien besicherte Risikopositionen aus dem Mengengeschäft anwenden.

Eine Erhöhung der Wirksamkeit dieser makroprudenziellen Instrumente auf der Grundlage von Anpassungen der Risikogewichte würde erfordern, bei der Aktivierung und Nutzung von Risikogewichtsmaßnahmen eine größere Kohärenz zu erreichen und das makroprudenzielle Risikogewichtsinstrumentarium für Banken, die interne Modelle und den Standardansatz verwenden, anzugleichen. Die Wirksamkeit dieser Maßnahmen ließe sich auch dadurch erhöhen, dass der Schwerpunkt eher auf Risikogewichte als auf individuelle Risikoparameter gelegt wird (Artikel 164 der Eigenmittelverordnung). Bei kreditnehmerbasierten Maßnahmen handelt es sich um im Rahmen der Makroaufsicht festgesetzte Obergrenzen für Kreditvergaberichtlinien, die in den nationalen

[42] Eine von der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde vorgenommene Analyse zeigt, dass einige Mitgliedstaaten sehr streng sind und für Banken mit einem vergleichsweise niedrigen A-SRI-Bewertungsergebnis die nach der Eigenkapitalrichtlinie höchstmögliche A-SRI-Pufferquote festlegen, während andere Mitgliedstaaten relativ nachsichtig sind und trotz sehr hoher A-SRI-Bewertungsergebnisse eine niedrige oder 0 % betragende Pufferquote festsetzen. Alternativ können sehr hohe A-SRI-Bewertungsergebnisse in einem Mitgliedstaat A-SRI-Pufferquoten von 0,25 % und in einem anderen Mitgliedstaat von 2 % (dem zum Zeitpunkt der Analyse geltenden Höchstsatz) nach sich ziehen.

[43] Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken führte 2016, 2019 und 2022 vorausschauende Bewertungen von Schwachstellen in den Wohnimmobilienmärkten im EWR durch, die die Grundlage für länderspezifische Warnungen und Empfehlungen bildeten.

Rechtsvorschriften der meisten Mitgliedstaaten vorgesehen, aber derzeit nicht im EU-Recht verankert sind.[44] Kreditnehmerbasierte Maßnahmen sind derzeit hinsichtlich ihrer Konzeption, der Definitionen zugrunde liegender Indikatoren, ihres Anwendungsbereichs, ihrer Art (rechtsverbindlich/nicht rechtsverbindlich), der Ausnahmen und Governance-Regelungen von Mitgliedstaat zu Mitgliedstaat unterschiedlich. Darüber hinaus sind kreditnehmerbasierte Maßnahmen nicht in allen Mitgliedstaaten gesetzlich verankert, was die Gegenseitigkeit erschwert und es den Mitgliedstaaten möglicherweise nicht ermöglicht, das Systemrisiko, das sich aus dem Immobiliensektor ergibt, wirksam zu bekämpfen. Darüber hinaus bedürfen die Entwicklungen in der Gewerbeimmobilienbranche weiterer Aufmerksamkeit. Speziell auf Gewerbeimmobilien ausgerichtete makroprudenzielle Maßnahmen sind rar und könnten parallel zu den Bemühungen, die derzeit bestehenden Datenlücken bei den Risikopositionen von Banken gegenüber dieser Branche zu schließen, näher geprüft werden.

Die Antizipierung, Überwachung und Minderung von mit dem **Klimawandel und der Umweltzerstörung** verknüpften Risiken für die Finanzstabilität entwickelt sich zunehmend zu einer wesentlichen Aufgabe für die Behörden auf nationaler Ebene und auf EU-Ebene. Übergangsrisiken und physische Risiken wirken sich auf einzelne Finanzinstitute und den Finanzsektor im weiteren Sinne (einschließlich Nichtbanken-Finanzintermediäre) aus. Diese Risiken können sich gleichermaßen auf die Solvenz der Kreditnehmer und den Wert der Immobilienkreditsicherheiten auswirken – extreme Wetterereignisse wie Hitzewellen, Waldbrände und die jüngsten schweren Überschwemmungen weltweit haben deutlich gezeigt, dass anfällige Immobilien und andere Vermögenswerte erheblichen Schaden erleiden könnten. Wirtschaftsgüter, die erhebliche Treibhausgasemissionen erzeugen, könnten mit der Entwicklung der Wirtschaft zur Klimaneutralität im Einklang mit dem EU-Klimagesetz einer beschleunigten Abschreibung unterliegen.[45] Ein erhebliches Engagement von Finanzinstituten in diesen Wirtschaftsgütern sollte daher durch angemessene Puffer gedeckt werden. Derzeit werden mit dem Klima zusammenhängende finanzielle Risiken überwiegend in Stresstests[46] berücksichtigt, sie werden aber noch nicht umfassender in makroprudenzielle Anforderungen einbezogen. Die EU und internationale Foren (Europäischer Ausschuss für Systemrisiken, EZB, Finanzstabilitätsrat, Netzwerk für die Ökologisierung des Finanzsystems (Network for Greening the Financial System)) erörtern derzeit, wie diesen Risiken mit makroprudenziellen Instrumentenbesser begegnet werden kann. In der Einigung über das „Bankenpaket“ wurde klargestellt, dass der Systemrisikopuffer zur Bewältigung von Risiken im Zusammenhang mit dem Klimawandel und der Klimawende genutzt werden könnte.

Das **systemweite Cyberrisiko** ruft in einem zunehmend digitalisierten, wachsenden Cyberbedrohungen ausgesetzten Finanzsektor aus makroprudenzieller Perspektive ernsthafte Bedenken hervor. Der Rückgriff auf IKT-Drittanbieter ermöglicht es Finanzinstituten, einen dem neuesten Stand der Technik entsprechenden Schutz vor Cyberbedrohungen zu erreichen, aber die Abhängigkeit von kritischen Infrastrukturen, die von Drittanbietern bereitgestellt werden, kann auch zu neuen Schwachstellen und Konzentrationsrisiken führen. Die Finanzstabilität kann gestört werden, wenn sich Cybervorfälle mittels Finanz- und IT-Verbindungen rasch über Banken-, Nichtbanken- und Finanzmarktinfrastrukturen ausbreiten; ein weiterer Faktor ist die Abhängigkeit von Drittanbietern für

[44] Weitere Einzelheiten finden sich in: ESRB Review of the EU Macroprudential Framework for the Banking Sector: Response to the call for advice (Vom Europäischen Ausschuss für Systemrisiken durchgeführte Überprüfung des makroprudenziellen Rahmens der EU für den Bankensektor: Antwort auf das Ersuchen um Stellungnahme), März 2022, und die vom Europäischen Ausschuss für Systemrisiken geführte Datenbank nationaler Maßnahmen.

[45] Verordnung (EU) 2021/1119 des Europäischen Parlaments und des Rates zur Schaffung des Rahmens für die Verwirklichung der Klimaneutralität und zur Änderung der Verordnungen (EG) Nr. 401/2009 und (EU) 2018/1999 („Europäisches Klimagesetz“) (ABl. L 243 vom 9.7.2021).

[46] Die Europäische Bankenaufsichtsbehörde hat spezielle Mandate zu Stresstests in Bezug auf das Klimarisiko. Die EZB führt ebenfalls Klimarisiko-Stresstests durch und berücksichtigt die Ergebnisse dieser Tests nach einem qualitativen Ansatz im Prozess der aufsichtlichen Überprüfung und Bewertung (Supervisory Review and Evaluation Process – SREP).

Dienstleistungen. Das DORA-Rahmenwerk[47], die Richtlinie zur Cybersicherheit[48] und die laufende Arbeit zur Beantwortung der Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken zur Koordinierung von Cybervorfällen[49] sowie aufsichtsrechtliche Stresstests der Widerstandsfähigkeit von Banken gegenüber Cyberangriffen durch den Einheitlichen Aufsichtsmechanismus[50] dienen dem Zweck, diese Risiken zu vermindern.

Schwachstellen von Nichtbanken-Finanzintermediären (NBFI)

Im Hinblick auf Nichtbanken-Finanzintermediäre ermittelten der Finanzstabilitätsrat und der Europäische Ausschuss für Systemrisiken drei wichtige strukturelle Schwachstellen unterschiedlicher Intensität, denen die derzeitigen makroprudenziellen Maßnahmen nur teilweise begegnen und die zur Entstehung von Systemrisiken beitragen können. Bei den drei Schwachstellen handelt es sich um systemische Liquiditätsinkongruenzen, (übermäßige) Verschuldung und Verflechtungen. Eine begrenzte und fragmentierte Makroaufsicht für Nichtbanken-Finanzintermediäre in den Mitgliedstaaten kann ebenfalls eine zusätzliche Quelle von Systemrisiken für das Finanzsystem der EU schaffen.

Systemische Liquiditätsinkongruenzen können aus starken, unerwarteten Verschiebungen bei der Liquiditätsnachfrage entstehen, wenn in Stressphasen ein naturgemäß knapperes Liquiditätsangebot besteht. Im März 2020 führte eine vorsorgliche Nachfrage nach Liquidität seitens der Wirtschaft und ein damit zusammenhängender Bedarf an Barmitteln seitens der Finanzinstitute auf breiter Basis zu einem Verkauf finanzieller Vermögenswerte, dem sogenannten „dash for cash“ (Run auf Bargeld).[51] Auf der Angebotsseite war die Bereitstellung von Liquidität durch Banken sowie Makler und Händler durch eine geringere Risikobereitschaft, regulatorische Zwänge (mit der Umsetzung der Basel-III-Rahmenregelung) und operative Herausforderungen eingeschränkt. Im September 2022 löste der Anstieg der Zinsen bei Staatsanleihen des Vereinigten Königreichs (und der anschließende Preisrückgang bei finanziellen Vermögenswerten) Befürchtungen im Versorgungsfondssektor aus, wo die auf Versorgungsverpflichtungen ausgerichtete Anlagestrategie (Liability-Driven Investment – LDI) zu einer umfangreichen Veräußerung von Staatsanleihen des Vereinigten Königreichs führte, was wiederum die Bank of England veranlasste, mit einem umfangreichen Programm für den Ankauf von Vermögenswerten zu intervenieren.[52] Am 28. September 2023 gab die Bank of England den Plan bekannt, ein neues Liquiditätsinstrument für Nichtbanken-Finanzintermediäre zu schaffen, unter das zunächst Versicherungs- und Versorgungsfonds fallen werden und das möglicherweise auf alle NBFI-

[47] Verordnung (EU) 2022/2554 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Dezember 2022 über die digitale operationale Resilienz im Finanzsektor und zur Änderung der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009, (EU) Nr. 648/2012, (EU) Nr. 600/2014, (EU) Nr. 909/2014 und (EU) 2016/1011.

[48] Richtlinie (EU) 2022/2555 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Dezember 2022 über Maßnahmen für ein hohes gemeinsames Cybersicherheitsniveau in der Union, zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 910/2014 und der Richtlinie (EU) 2018/1972 sowie zur Aufhebung der Richtlinie (EU) 2016/1148 (NIS-2-Richtlinie) (ABl. L 333 vom 27.12.2022). Bei der Richtlinie handelt es sich um horizontale Rechtsvorschriften, die für eine Reihe von Sektoren gelten und Einrichtungen wie Anbietern von Cloud-Diensten, Rechenzentren, Anbietern von verwalteten Diensten oder Anbietern von verwalteten Sicherheitsdiensten vorschreiben, Maßnahmen zum Management von Risiken auf dem Gebiet der Cybersicherheit, einschließlich Maßnahmen für die Sicherheit von Lieferketten, zu treffen. Die Kommission muss bis zum 17. Oktober 2024 einen Durchführungsrechtsakt erlassen, in dem die Cybersicherheitsmaßnahmen für diese Arten von Einrichtungen präzisiert werden.

[49] ESRB recommends establishing a systemic cyber incident coordination framework (europa.eu) (Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken empfiehlt die Einrichtung eines Rahmenwerks für die Koordinierung systemischer Cybervorfälle).

[50] ECB to stress test banks' ability to recover from cyberattack (europa.eu) (EZB prüft anhand von Stresstests die Fähigkeit von Banken, sich von Cyberattacken zu erholen).

[51] Siehe Finanzstabilitätsrat (2020), Holistic Review of the March Market Turmoil – Financial Stability Board (fsb.org) (Ganzheitlicher Rückblick auf die Marktturbulenzen vom März), S. 11.

[52] Weitere Informationen siehe Bank of England (2023), An anatomy of the 2022 gilt market crisis (Eine Anatomie der Krise auf dem Staatsanleihenmarkt von 2022), Interne Arbeitsunterlage Nr. 1019, 31. März 2023.

Einrichtungen ausgedehnt wird, die bestimmte Anforderungen an die Förderfähigkeit erfüllen (Ex-ante-Resilienz).[53]

Darüber hinaus hat der durch den COVID-Ausbruch im März 2020 verursachte Stress an den Märkten gezeigt, dass bestimmte Geldmarktfonds anfällig für Panikverkäufe der Anleger (Vorteil des zuerst Handelnden) sind, die Liquiditätsschocks verschärfen können, wenn Geldmarktfonds ihre Vermögenswerte verkaufen müssen, um in Ausnahmesituationen sehr hohe Abflüsse zu finanzieren. Dies kann häufig in Verbindung mit der Liquidität und Transparenz der zugrunde liegenden Märkte für kurzfristige Finanzierungen der Fall sein.[54] Die Kommission beteiligt sich aktiv an internationalen Diskussionen über Maßnahmen zur Bekämpfung systemischer Liquiditätsinkongruenzen. Der Schwerpunkt internationaler Diskussionen liegt auf präventiven Liquiditätsmaßnahmen (wie beispielsweise Liquiditätspuffern und neuen Praktiken bei Einschusszahlungen) sowie auf Liquiditätsmaßnahmen, deren Wirkung und Nutzen durch systemische Ereignisse (wie beispielsweise sektorübergreifende Instrumente für das Liquiditätsmanagement oder die Befugnis, Rückkaufrechte auszusetzen, auch als Ex-post-Liquiditätsmaßnahmen bezeichnet) in verschiedenen NBFI-Sektoren einschließlich Investmentfonds, Versorgungsfonds und Versicherungsgesellschaften verstärkt wird.[55]

Liquiditätsinkongruenzen werden häufig durch eine **übermäßige Verschuldung** verstärkt, die dann, wenn sie aufgrund ihrer Finanzierungskosten untragbar wird, zu einer plötzlichen Auflösung von Positionen auf dem Markt (Verringerung des Fremdkapitalanteils) mit Ausstrahlungseffekten auf andere Teile des Finanzsystems und der Wirtschaft führen kann. Der Fall Archegos Capital Management im März 2021, einem wie ein Hedgefonds arbeitenden „Family Office", stellt ein Beispiel für die Auswirkungen dar, die der Einsatz von Fremdfinanzierungen in Verbindung mit Liquiditätsinkongruenzen weit über Nichtbanken-Finanzintermediäre hinaus haben kann. Durch den Zusammenbruch von Archegos breiteten sich bei Finanzinstituten Verluste aus (vor allem bei der Credit Suisse mit einem Verlust von 5,5 Mrd. USD), die auf eine hohe (fremdfinanzierte) Risikoposition gegenüber einigen wenigen Aktien mittels Gesamtrenditeswaps und Differenzkontrakten zurückzuführen waren und durch die Archegos die Möglichkeit erhielt, das Fünf- bis Sechsfache des investierten Kapitals zu nutzen.[56] Aufgrund des regulatorischen Status von Family Offices, die sowohl in Europa als auch in den USA nicht ausreichend reguliert waren, wurden die Geschäfte nicht in vollem Umfang gemeldet. Dennoch waren einige Geschäfte beim Handel mit europäischen Gegenparteien, die im Rahmen der Meldepflicht unter EMIR tätig sind (hauptsächlich Banken im Vereinigten Königreich), sichtbar, doch reichte dies nicht aus, um ein vollständiges und zeitnahes Bild zu vermitteln, das zumindest bei den Banken aufsichtliche Eingriffe hätte auslösen können.

Die Arbeit des Finanzstabilitätsrats hebt auch Inseln hoher synthetischer Hebelwirkungen bei einigen NBFI-Unternehmen hervor, insbesondere bei einigen Hedgefonds und auf Versorgungsverpflichtungen ausgerichteten Investmentfonds (LDI)[57], die in einigen Fällen auch einen hohen Grad an Verflechtungen

---

[53] A journey of 1000 miles begins with a single step: filling gaps in the central bank liquidity toolkit – speech by Andrew Hauser | Bank of England (Eine 1 000 Meilen lange Reise beginnt mit einem ersten Schritt: Lücken im Liquiditätsinstrumentarium der Zentralbank füllen – Rede von Andrew Hauser).

[54] Siehe Europäische Kommission (2023), Report from the Commission on the adequacy of Regulation (EU) 2017/1131 on money market funds from a prudential and economic point of view (europa.eu) (Bericht der Kommission über die Angemessenheit der Verordnung (EU) 2017/1131 über Geldmarktfonds aus aufsichtsrechtlicher und wirtschaftlicher Sicht), und Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (2022), The market for short-term debt securities in Europe: what we know and what we do not know (europa.eu) (Der Markt für kurzfristige Schuldverschreibungen in Europa: was wir wissen und was wir nicht wissen).

[55] Der Finanzstabilitätsrat erwägt auch eine Liste von Maßnahmen zu Einschusspraktiken sowohl für Nutzer (Vorsorge für Einschusszahlungen) als auch für die Betreiber von Marktinfrastrukturen, von denen einige bereits in den EMIR-Rahmen aufgenommen worden sind. Siehe Finanzstabilitätsrat (2022), Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress report (fsb.org) (Stärkung der Resilienz von Nichtbanken-Finanzintermediären: Fortschrittsbericht), S. 25.

[56] Weitere Einzelheiten finden sich in: ESMA (2022), ESMA publishes ex-post analysis of derivatives risks in Archegos (europa.eu) (ESMA veröffentlicht Ex-post-Analyse über Derivaterisiken bei Archegos).

[57] Siehe Finanzstabilitätsrat (2023), The Financial Stability Implications of Leverage in Non-Bank Financial Intermediation – Financial Stability Board (fsb.org) (Die Implikationen der Fremdfinanzierung in der finanziellen Mittlertätigkeit außerhalb des Bankensektors).

aufweisen. Die laufenden Arbeiten sowohl auf EU-Ebene als auch auf internationaler Ebene zielen darauf ab, ein tieferes Verständnis darüber zu gewinnen, wie mit bestehenden Melde- und Offenlegungsrahmen wirksam gegen übermäßige Verschuldung vorgegangen werden kann. Dies beinhaltet die Sicherstellung dessen, dass fremdfinanzierte Positionen transparent und abgleichbar bleiben, auch wenn komplexe rechtliche Strukturen oder komplizierte Derivate betroffen sind. Darüber hinaus suchen Aufsichtsbehörden auf nationaler und EU-Ebene derzeit aktiv nach Möglichkeiten, wie gemeldete Daten verwendet werden können, um solche Risiken wirksam zu steuern und die gemeinsame Datennutzung mit dem Ziel zu fördern, zusätzlichen Meldeaufwand für Marktakteure auf ein Minimum zu begrenzen.[58] Ferner laufen Gespräche über potenzielle Obergrenzen für die Anhäufung von Fremdfinanzierungen in bestimmen Sektoren, insbesondere nicht regulierten Rechtsträgern wie Family Offices.[59]

Die Verflechtungen unter Nichtbanken-Finanzintermediären und mit dem Bankensektor erhöhen das Ansteckungsrisiko für den gesamten Finanzsektor mit negativen Ausstrahlungseffekten auf die Wirtschaft. Versicherungs- und Versorgungsfonds sind mit etwa 25 % die größten inländischen Anleger in Investmentfonds im Euroraum (ohne Geldmarktfonds), gefolgt von Haushalten mit 19 % und Investmentfonds (die in andere Investmentfonds investieren) mit 16 %.[60] Umgekehrt stellen Investmentfonds und SFI (sonstige Investmentfonds) eine wichtige Finanzquelle für den Bankensektor dar, denn sie hielten im ersten Quartal 2023 14 % der Verbindlichkeiten des Bankensektors im Euroraum. Schließt man Versicherungsgesellschaften und Versorgungsfonds ein, so halten Nichtbanken-Finanzintermediäre etwa 28 % der offenen Schuldverschreibungen von Banken im Euroraum.[61]

Diese Verflechtungen können die erwähnten nachteiligen Auswirkungen von Liquiditätsschocks oder übermäßiger Verschuldung verschärfen oder sogar Schwachstellen sowie die Entstehung von Systemrisiken verbergen. Ein erhebliches Risiko im Zusammenhang mit den Verflechtungen zwischen Nichtbanken-Finanzintermediären und dem Bankensektor ist die mögliche sektorübergreifende Übertragung finanzieller Schocks. Befindet sich ein Nichtbanken-Finanzintermediär in Insolvenzgefahr, kann er diese Gefahr durch Risikopositionen sowohl bei Vermögenswerten als auch bei Verbindlichkeiten (z. B. derivative Positionen, Banksicherheitenbestände und Repo-Finanzierungen) an seine Gegenparteien im Bankensektor und an andere Nichtbanken-Finanzintermediäre weitergeben. Die Insolvenz von Archegos hat verdeutlicht, wie wichtig ein starkes Risikomanagement ist und auf welche Weise Verflechtungen das Kreditrisiko für Banken (wie es beispielsweise bei Credit Suisse der Fall war) erhöhen können. Außerdem können Banken Gefahren an Nichtbanken-Finanzintermediäre weitergeben, da sie von zentraler Bedeutung für das Funktionieren der Derivatemärkte und zudem große Kreditgeber für Nichtbanken-Finanzintermediäre sind.

Nichtbanken-Finanzintermediäre und Banken können über gemeinsame Risikopositionen miteinander verbunden sein, wenn sie in ähnliche Vermögenswerte investieren oder Risikopositionen gegenüber denselben Gegenparteien haben. Sind diese gemeinsamen Risikopositionen finanziellem Stress ausgesetzt, kann sich dies auf Nichtbanken-Finanzintermediäre und Banken gleichzeitig auswirken und somit das Potenzial für eine Systemkrise verstärken. Darüber hinaus können Nichtbanken-

[58] Die Europäische Kommission nahm außerdem im Dezember 2021 eine breiter angelegte Strategie in Bezug auf aufsichtliche Daten in Finanzdienstleistungen in der EU an, Strategy on supervisory data in EU financial services (europa.eu) (Strategie für Aufsichtsdaten im Bereich der EU-Finanzdienstleistungen), die auf die gemeinsame Nutzung und Weiterverwendung aufsichtlicher Daten im gesamten Finanzsystem abzielt.

[59] Hierzu zählt die Erwägung neuer Metriken zur Messung der Verschuldung, die auf verschiedene Nichtbanken-Finanzintermediäre zugeschnitten sind, insbesondere solche, die durch außerbilanzielle Tätigkeiten wie gezielten außerbilanziellen Derivate- oder Wertpapierfinanzierungsgeschäften eingeführt wurden. Zum Beispiel, in welchem Umfang Transaktionen unter Beteiligung hinterlegter Sicherheiten in der Bilanz von Nichtbanken-Finanzintermediären angegeben werden und wie diese Positionen mittels derzeitiger Meldepflichten abgeglichen werden können.

[60] Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (2022), EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2022 (europa.eu) (Risikomonitor für die finanzielle Mittlertätigkeit durch Nichtbanken in der EU 2022), Juli 2022.

[61] Siehe EZB, Financial Stability Review (Bericht über die Stabilität der Finanzmärkte), Mai 2023, Feature zu „Key linkages between banks and the non-bank financial sector“ (Wichtige Verknüpfungen zwischen Banken und dem Nichtbanken-Finanzsektor).

Finanzintermediäre und traditionelle Banken, wenn sie im Einklang handeln, große Notverkäufe bei gemeinsamen Vermögenswerten auslösen (z. B. die Marktturbulenzen im März 2020 oder die Liquiditätsknappheit bei Energieunternehmen, die durch den starken, durch die Energiekrise im März 2022 ausgelösten Anstieg der Aufforderungen zu Nachschusszahlungen verursacht wurde). Die Aufsichtsbehörden überwachen mögliche Schwachstellen, die ihren Ursprung in den Verflechtungen von Nichtbanken-Finanzintermediären untereinander und zwischen ihnen und Banken haben und durch direkte Verbindungen (z B. Beteiligungen zwischen Banken und Nichtbanken-Finanzintermediären, von Nichtbanken-Finanzintermediären untereinander oder Aufforderungen zur Nachschusszahlung) und indirekte Verbindungen (z. B. gemeinsame Anlagenportfolios) entstehen.

Nicht zuletzt aufgrund dieser strukturellen Schwachstellen und der Komplexität der Beaufsichtigung solcher miteinander verflochtenen Sektoren sollten die Vorzüge **eines kohärenteren und besser koordinierten makroprudenziellen Rahmens für Nichtbanken-Finanzintermediäre** weiter geprüft werden. Derzeit bestehen nur wenige makroprudenzielle Maßnahmen, die auf Nichtbanken-Finanzintermediäre anwendbar sind, und die Aufsicht über solche Instrumente in jedem einzelnen Sektor erstreckt sich auch innerhalb derselben Rechtsordnung über verschiedene Aufsichtsbehörden. Beispielsweise sind die zuständigen nationalen Behörden nach der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD) bzw. der Richtlinie über Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) befugt, die Rückkaufrechte auszusetzen, wenn Fonds Risiken für die Finanzstabilität ausgesetzt sind; nationale Aufsichtsbehörden haben diese Befugnis in der Vergangenheit bereits individuell ausgeübt. Es gibt nur begrenzte Erfahrungen mit der koordinierten Nutzung dieser Befugnis im Fall einer Konfrontation mit einer umfassenderen, EU-weiten Gefahr für die Finanzstabilität.

Die Unterstützung einer kohärenten Anwendung makroprudenzieller Instrumente und eine ausreichende Koordinierung zwischen den Aufsichtsbehörden innerhalb der EU und mit den Aufsichtsbehörden in Drittländern sind für eine wirksame makroprudenzielle Strategie von entscheidender Bedeutung. Die Fragmentierung zwischen Sektoren und nationalen Rechtsordnungen wirft wichtige Fragen hinsichtlich dessen auf, wie eine wirksame Koordinierung zwischen den Mitgliedstaaten sichergestellt werden kann (insbesondere in Bezug auf systemische Ereignisse, die mehr als einen Mitgliedstaat betreffen) und wie die erforderlichen Daten nach den derzeitigen Regelungsrahmen für die Berichterstattung von den Behörden gemeinsam genutzt werden können.