EUROPÄISCHE
KOMMISSION

Brüssel, den 9.6.2022
COM(2022) 254 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) 834/2019, 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) 834/2019, 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. EINFÜHRUNG

Nach der Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen[1] (EMIR) sind Einrichtungen, die Altersversorgungssysteme („PSAs“, Pension Scheme Arrangements) betreiben, bei bestimmten Kategorien von OTC-Derivaten (außerbörslich gehandelten Derivaten) vorübergehend von der Pflicht zum zentralen Clearing befreit[2]. Diese Befreiung wurde seit 2012 mehrmals verlängert[3]. Derzeit läuft sie noch bis zum 18. Juni 2022. Die Kommission kann einen delegierten Rechtsakt erlassen, mit dem diese Befreiung ein letztes Mal bis Juni 2023 verlängert wird.

Die Verpflichtung von Altersversorgungssystemen zum Clearing von OTC-Derivatekontrakten bei einer zentralen Clearing-Partei (CCP) könnte sie dazu veranlassen, einen erheblichen Teil ihrer Vermögenswerte in Barmittel oder andere hochliquide Vermögenswerte wie Bankeinlagen, Geldmarktfondsanteile, Rückkaufsvereinbarungen oder Kreditlinien umzuwandeln, damit sie die erforderlichen Margins[4] (Sicherheitsleistungen, also Ersteinschuss- und Nachschusszahlungen) an die CCPs erbringen können. Die Clearingpflicht und die damit verbundene Verpflichtung zur Erbringung von Sicherheitsleistungen[5] beziehen sich insbesondere auf die Notwendigkeit, ausreichende Barmittel für Nachschusszahlungen

[1] Verordnung (EU) Nr. 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister.

[2] Nach Artikel 2 Absatz 10 EMIR 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 Versicherungsunternehmen (unter bestimmten Umständen), sowie sonstige zugelassene und beaufsichtigte Einrichtungen oder Systeme, die auf nationaler Ebene tätig sind, sofern ihr primärer Zweck in der Bereitstellung von Altersversorgungsleistungen besteht. Nach Artikel 89 Absatz 1 EMIR gilt die Befreiung für OTC-Derivate, die die Anlagerisiken objektiv messbar reduzieren, welche unmittelbar mit der Zahlungsfähigkeit von Altersversorgungssystemen verbunden sind.

[3] Die Befreiung wurde zuletzt im Mai 2021 durch die Delegierte Verordnung (EU) 2021/962 der Kommission zur Verlängerung des Übergangszeitraums nach Artikel 89 Absatz 1 Unterabsatz 1 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 verlängert.

[4] Als Margin wird die Sicherheit bezeichnet, die ein Anleger hinterlegen muss. In der EMIR-Verordnung wird hierbei zwischen Ersteinschuss- und Nachschusszahlungen unterschieden. Die Ersteinschusszahlung soll aktuelle und potenzielle künftige Wertschwankungen abdecken.

[5] Einrichtungen, die Altersversorgungssysteme betreiben, deren Hauptzweck in der Bereitstellung von Altersversorgungsleistungen besteht, die üblicherweise lebenslang gezahlt werden, jedoch auch als zeitlich begrenzte Zahlungen oder als pauschaler Kapitalbetrag gezahlt werden können, halten in der Regel ihre Barmittel so niedrig wie möglich, um ihren Versicherungsnehmern ein Höchstmaß an Rentabilität und Ertrag zu verschaffen. Siehe Verordnung (EU) Nr. 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, Erwägungsgrund 26.

(„variation margin“)[6] sicherzustellen, die regelmäßig und kurzfristig gedeckt werden müssen. Daher besteht die Gefahr, dass die verfrühte Einführung der Pflicht für Altersversorgungssysteme zum zentralen Clearing ihrer OTC-Derivatekontrakte dazu führen könnte, dass diese einen erheblichen Teil ihrer Vermögenswerte gegen Barmittel veräußern werden, um Kapitalpuffer aufzubauen, damit sie möglichen Einschussforderungen von CCPs nachkommen können. Dadurch stehen weniger Mittel für Anlagezwecke zu Verfügung, um Erträge zur Deckung künftiger Renten zu erwirtschaften. Letztendlich zielt die Verordnung aber dennoch weiterhin darauf ab, die Pflicht zum zentralen Clearing für Altersversorgungssysteme so rasch wie möglich einzuführen.

Nach Artikel 85 Absatz 2 EMIR ist die Kommission verpflichtet, Jahresberichte zu erstellen, in denen bewertet wird, ob gangbare technische Lösungen für die Übertragung barer und unbarer Sicherheiten als Nachschussleistungen durch Altersversorgungssysteme entwickelt wurden und ob Maßnahmen zur Erleichterung ihrer Inanspruchnahme erforderlich sind. Dies ist der dritte diesbezügliche Bericht der Kommission, in dem die bisherigen Fortschritte dargelegt werden.

2. ERHALTENE BEITRÄGE

Seit dem Inkrafttreten von EMIR REFIT am 17. Juni 2019[7] werden die Fortschritte hin zum zentralen Clearing durch Altersversorgungssysteme in verschiedenen Foren überwacht. Beiträge gingen ein von der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA), von der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA), der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) und dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) sowie – über die PSA-Expertengruppe – von Marktteilnehmern[8]. Entsprechend der EMIR-Verordnung legte die ESMA der Kommission in Zusammenarbeit mit der EBA, der EIOPA und dem ESRB Jahresberichte zur Bewertung des Problems vor. Der erste Bericht[9] ging im April 2020 bei der Kommission ein. Ein zweiter Bericht[10] wurde der Kommission im Dezember 2020 vorgelegt[11]. Der jüngste[12] ESMA-Bericht wurde der Kommission im Januar 2022 übermittelt.

---

[6] Nachschusszahlungen sind Sicherheitsleistungen, die regelmäßig von einer Partei gefordert werden, um Änderungen des Marktwerts eines ausstehenden Kontrakts Rechnung zu tragen. Da Nachschussforderungen in der Regel kurzfristig (z. B. über Nacht oder sogar noch am selben Tag) gezahlt werden müssen, spielt die Bargeldposition eine zentrale Rolle, da Bargeld das am häufigsten verwendete Instrument zur Erfüllung dieser Forderungen ist.

[7] Verordnung (EU) 2019/834 des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 in Bezug auf die Clearingpflicht, die Aussetzung der Clearingpflicht, die Meldepflichten, die Risikominderungstechniken für nicht durch eine zentrale Gegenpartei geclearte OTC-Derivatekontrakte, die Registrierung und Beaufsichtigung von Transaktionsregistern und die Anforderungen an Transaktionsregister (EMIR REFIT).

[8] Nach Maßgabe von Artikel 85 Absatz 2 EMIR richtete die Europäische Kommission eine Sachverständigengruppe ein, die aus Vertretern von CCPs, Clearingmitgliedern, Altersversorgungssystemen und anderen maßgeblichen Beteiligten besteht, um ihre Bemühungen zu überwachen und die Fortschritte bei der Entwicklung gangbarer technischer Lösungen zu bewerten.

[9] Lösungen für das zentrale Clearing für Altersversorgungssysteme, Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, 2. April 2020, ESMA70-151-2823.

[10] Bericht über Lösungen für das zentrale Clearing für Altersversorgungssysteme (Nr. 2), Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, 17. Dezember 2020, ESMA70-151-3248.

[11] Ibid. Einzelheiten siehe Kapitel 4 „Öffentliche Konsultation“. Die Ergebnisse des zweiten Berichts wurden durch eine umfassende öffentliche Konsultation untermauert. Im Rahmen dieser Konsultation wurden die Meinungen der Interessenträger erhoben, und die Daten zu den Portfolios der europäischen Altersversorgungssysteme und zu den quantitativen Auswirkungen der Umstellung ihrer OTC-Derivateportfolios auf das zentrale Clearing wurden aktualisiert.

Unter Berücksichtigung der eingegangenen Beiträge hat die Kommission bis jetzt zwei Berichte[13, 14] veröffentlicht, in denen die Liquiditätsbedingungen bewertet und verschiedene Clearingregelungen für Pensionsfonds untersucht wurden. In diesen Berichten wurden die Argumente in Bezug auf die späteren Verlängerungen der Befreiungsregelung dargelegt[15].

Im Bericht vom Januar 2022 kam die ESMA zu dem Schluss, dass die im ausführlichen zweiten Bericht detailliert dargestellte Beschreibung und Analyse sowie die Feststellungen nach wie vor zutreffen. Sie hielt es trotz der Bemühungen von Interessenträgern und Regulierungsbehörden für unwahrscheinlich, dass es eine einzige Lösung gibt, um die Bedenken der Altersversorgungssysteme ausräumen zu können. Vielmehr sollte eine Mischung von Lösungen angestrebt werden, die den Zugang zu Liquidität erleichtern oder den Druck zur Durchführung des Clearings verringern. Der Schwerpunkt des jüngsten Berichts lag daher auf der Bewertung, inwieweit die Altersversorgungssysteme operativ schon bereit sind, die kommende Clearingpflicht für ihre OTC-Zinsderivate erfüllen zu können. Die ESMA kam zu dem Schluss, dass Altersversorgungssysteme aus operativer Sicht weitgehend bereit sind, und verwies auf die den Altersversorgungssystemen zur Verfügung stehende Mischung von Lösungen, sodass die ESMA der Ansicht war, dass es weniger Grund dafür gibt, Altersversorgungssysteme anders zu behandeln als andere Marktteilnehmer. Des Weiteren wies die ESMA darauf hin, dass die Verlängerung der Befreiung von der Clearingpflicht im weiteren Kontext des Aufbaus von Clearingkapazitäten in der EU und der Steigerung der Attraktivität von EU-CCPs gesehen werden sollte, und dazu könnte auch das Ende dieser Befreiung beitragen.

Dennoch würde eine Reihe operativer Erwägungen es nach Ansicht der ESMA rechtfertigen, den Altersversorgungssystemen mehr Zeit einzuräumen, bevor sie der Clearingpflicht unterworfen werden. Insbesondere betonte die ESMA, dass die Altersversorgungssysteme und die relevanten Marktteilnehmer Zeit benötigen, um ihre Vorkehrungen für das Clearing und das Management der Sicherheiten abzuschließen. Sie fügte auch hinzu, dass die Entscheidung der Kommission rechtzeitig mitgeteilt werden müsse, damit alle betroffenen Parteien ihre Umsetzungspläne anpassen können. Unter Berücksichtigung der vorstehenden Ausführungen empfahl die ESMA eine weitere Verlängerung der Befreiung von der Clearingpflicht bis zum 19. Juni 2023.

Seit dem letzten Bericht der Kommission im Mai 2021 ist die Expertengruppe für Altersversorgungssysteme dreimal zusammengetreten. Die Teilnehmer bestätigten, dass die Altersversorgungssysteme weitgehend bereit sind, die kommende Clearingpflicht erfüllen zu können, dass sie Clearingvereinbarungen geschlossen haben und dass sie einige Trades (Geschäfte) bereits freiwillig clearen. Gleichzeitig betonten die Altersversorgungssysteme, dass das zugrunde liegende Problem des Zugangs zu Barmitteln nach wie vor besteht. Um dieses Problem anzugehen, wurden von der Sachverständigengruppe für Altersversorgungssysteme insbesondere geclearte Repo-Geschäfte als potenzielle Liquiditätslösung erörtert. Die Altersversorgungssysteme wiesen jedoch darauf hin, dass dies zwar ein Schritt in die richtige Richtung sei, dass sie jedoch unter extremen

[12] Clearingpflicht für Altersversorgungssysteme, Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, 25. Januar 2022, ESMA70-451-110.
[13] COM(2020) 574 final.
[14] COM(2021) 224 final.
[15] Die ursprüngliche Befreiungsregelung gemäß EMIR galt bis zum 16. August 2018, während EMIR Refit eine weitere Verlängerung bis Juni 2021 vorsah, die möglicherweise nochmals um ein bis zwei Jahre verlängert werden könnte.

Marktbedingungen anfällig für ein Restliquiditätsrisiko würden, wenn sie sich zu stark auf den Markt für geclearte Repo-Geschäfte konzentrieren würden.

3. POLITISCHER KONTEXT

Das Vereinigte Königreich ist ein wichtiges Zentrum für das zentrale Clearing von Derivaten und ist nach wie vor ein wichtiger Standort für das Clearing durch die EU-Marktakteure, die im Laufe der Jahre bei den zentralen Gegenparteien im Vereinigten Königreich Positionen in beträchtlicher Höhe aufgebaut haben. Viele Altersversorgungssysteme in der EU verfügen derzeit über Clearingvereinbarungen sowohl in der EU als auch im Vereinigten Königreich; die Analyse zeigt jedoch, dass sie den tendenziell größeren Teil ihrer Geschäfte im Vereinigten Königreich clearen. Um Finanzstabilitätsrisiken für die EU zu vermeiden, nahm die Kommission im September 2020 einen befristeten Gleichwertigkeitsbeschluss an, der den Regulierungs- und Aufsichtsrahmen des Vereinigten Königreichs für CCPs abdeckte und zunächst bis Juni 2022 galt[16] und anschließend bis zum 30. Juni 2025 verlängert wurde[17]. In der Zwischenzeit wurden die Marktteilnehmer in der EU nachdrücklich aufgefordert, ihre Risikopositionen gegenüber CCPs im Vereinigten Königreich zu verringern, da es aufgrund des Ausmaßes dieser Risikopositionen für die EU-Behörden unter Umständen schwierig werden könnte, die Finanzstabilität auch unter Stressbedingungen zu gewährleisten.

Im Januar 2021 richtete die Kommission unter Einbeziehung der europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs), des ESRB, der EZB und des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM) eine Arbeitsgruppe ein, um die Chancen und Herausforderungen der Übertragung des Derivate-Clearings von CCPs im Vereinigten Königreich auf CCPs in der EU zu bewerten. Die Gruppe wandte sich auch an eine Reihe von Interessenträgern, um Meinungen und Beiträge einzuholen. Die Diskussionen in der Gruppe bestätigten die Risiken, die sich für die EU aus den Risikopositionen gegenüber zentralen Gegenparteien im Vereinigten Königreich ergeben. Diese Risiken wurden auch in der Bewertung systemrelevanter Drittstaaten-CCPs hervorgehoben, welche die ESMA im Rahmen der EMIR-Verordnung 2.2[18] durchgeführt und im Dezember letzten Jahres abgeschlossen hat[19].

Um effiziente und wettbewerbsfähige Clearingdienste zu unterstützen, wird die Kommission daher in der zweiten Jahreshälfte 2022 Maßnahmen vorschlagen, um die CCPs in der EU für die Marktteilnehmer attraktiver zu machen, indem die EU zu einer attraktiveren und kostengünstigeren Clearing-Zentrale gemacht wird und indem der Aufsichtsrahmen der EU

[16] Durchführungsbeschluss (EU) 2020/1308 der Kommission zur Feststellung der Gleichwertigkeit des für zentrale Gegenparteien im Vereinigten Königreich Großbritannien und Nordirland geltenden Rechtsrahmens gemäß der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates für einen begrenzten Zeitraum.

[17] Durchführungsbeschluss (EU) 2022/174 der Kommission zur Feststellung der Gleichwertigkeit des für zentrale Gegenparteien im Vereinigten Königreich Großbritannien und Nordirland geltenden Rechtsrahmens gemäß der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates für einen begrenzten Zeitraum.

[18] Verordnung (EU) 2019/2099 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Oktober 2019 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 hinsichtlich der für die Zulassung von zentralen Gegenparteien anwendbaren Verfahren und zuständigen Behörden und der Anforderungen für die Anerkennung zentraler Gegenparteien aus Drittstaaten (ABl. L 322 vom 12.12.2019).

[19] Bewertungsbericht der ESMA gemäß Artikel 25 Absatz 2 Buchstabe c der EMIR-Verordnung, abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-results-its-assessment-systemically-important-uk-central. Die ESMA stellte fest, dass der vom Clearinghaus LCH Ltd angebotene Dienst Swapclear für auf Euro und polnische Złoty lautende Zinsderivate sowie die Geschäftsbereiche Kreditausfallswaps (Credit Default Swaps) und kurzfristige Zinsderivate des Clearinghauses ICE Clear Europe Ltd für auf Euro lautende Produkte von erheblicher systemischer Bedeutung für die EU oder für einen oder mehrere Mitgliedstaaten sind.

für die CCPs gestärkt wird, damit die damit verbundenen Risiken besser gemanagt werden können.

In diesem Zusammenhang könnte die Aufhebung der Befreiungsregelung für Altersversorgungssysteme dazu beitragen, den Liquiditätspool in der EU auszubauen und dadurch möglicherweise das Clearing in der EU attraktiver zu machen.

4. ENTWICKLUNG SEIT DEN ERSTEN BERICHTEN DER KOMMISSION

Die vorübergehende Befreiung von der Clearingpflicht sollte den Altersversorgungssystemen und anderen relevanten Marktteilnehmern ausreichend Zeit geben, um ihre Liquiditätsquellen zur Deckung der erforderlichen Nachschusszahlungen zu differenzieren und operative Kapazitäten für die Bearbeitung des Clearings von großen Derivateportfolios aufzubauen.

4.1 Liquidität

Mit der befristeten Befreiung von der Clearingpflicht für Altersversorgungssysteme sollen die Auswirkungen der Clearingpflicht auf die Barmittel-Allokation der Altersversorgungssysteme abgemildert werden. Der häufigste Grund, weshalb Altersversorgungssysteme OTC-Derivate einsetzen, ist, dass nicht ausreichend viele langlaufende, hochwertige Anleihen emittiert werden. Dadurch sind sie in ihren Fähigkeiten, ein angemessenes Zinsrisikomanagement zu betreiben, eingeschränkt.[20]. Dies gibt Anlass zu Bedenken hinsichtlich des Zugangs zu Barmitteln in Stressphasen auf dem Markt[21], wenn die Nachschussforderungen zunehmen und die Altersversorgungssysteme mit anderen Marktteilnehmern um Liquidität konkurrieren.

Die Liquiditätsbedingungen für Altersversorgungssysteme haben sich seit dem Inkrafttreten der für bestimmte Kategorien von OTC-Derivaten geltenden Pflicht zum zentralen Clearing gemäß EMIR positiv entwickelt und sich sogar in den jüngsten volatilen Phasen gut gehalten. Mit Ausnahme von März bis April 2020, als die täglichen Nachschussforderungen deutlich über dem üblichen Durchschnitt lagen[22], hatten die Altersversorgungssysteme keine Liquiditätsprobleme im Zusammenhang mit Nachschussforderungen. Im März 2020 waren die Nachschusszahlungen – im Vergleich zu den von Pensionsfonds gehaltenen hochliquiden Vermögenswerten – hoch und setzten einige von ihnen unter Liquiditätsdruck[23]. Dennoch waren die Pensionsfonds in der Regel in der Lage, die Nachschusszahlungen zu leisten[24].

---

[20] Bericht an die Europäische Kommission über Lösungen für das zentrale Clearing für Altersversorgungssysteme (Nr. 2), Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, 17. Dezember 2020, ESMA70-151-3248.

[21] Die erheblichen Schwankungen der Nachschusszahlungen im März 2020 verdeutlichen diese Besorgnis. Zwischen dem 11. und dem 23. März 2020 mussten die europäischen Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (VGPK) zusätzliche Nachschussforderungen ihrer Gegenparteien in Höhe von 50 Mrd. EUR begleichen. Mehr als 90 % dieser Nachschusszahlungen entfielen auf niederländische VGPK, die außergewöhnlich große Portfolios mit außergewöhnlich langer Laufzeit haben. Quelle: „Verflechtung von Derivatemärkten und Geldmarktfonds durch Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds“, Europäische Zentralbank, Finanzstabilitätsbericht, November 2020.

[22] Überprüfung von Einschusspraktiken – Konsultationsbericht, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Oktober 2021.

[23] „Verflechtung von Derivatemärkten und Geldmarktfonds durch Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds“, Europäische Zentralbank, November 2020.

[24] So beliefen sich die von niederländischen VGPKs geleisteten Nachschüsse im März 2020 auf insgesamt rund 77 % ihrer Bestände an hochliquiden Vermögenswerten, auch wenn dies wahrscheinlich eine gewisse Heterogenität verdeckt. Quelle: „Verflechtung von Derivatemärkten und Geldmarktfonds durch Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds“, Europäische Zentralbank, Finanzstabilitätsbericht, November 2020.

In Zeiten angespannter Märkte kann der Repo-Markt zu einer wichtigen Liquiditätsquelle für Teilnehmer auf der Käuferseite, darunter auch Altersversorgungssysteme, werden. In den letzten Jahren haben sich die Marktteilnehmer aktiv für die Einbindung von Altersversorgungssystemen und anderen Einrichtungen in das Repo-Clearing-Ökosystem eingesetzt. Eurex, die deutsche CCP, hat ein Modell des „direkten Zugangs“ entwickelt, um den Zugang zum Clearing zu erleichtern. Das Modell umfasst sowohl Repo-Geschäfte als auch Zinsswaps. Kürzlich eröffnete eine zweite EU-Clearingstelle[25] ein gesponsertes Clearing-Repo-Modellangebot[26] und erweiterte damit die Kapazität zur Umwandlung von Sicherheiten. Es wird davon ausgegangen, dass diese Modelle in den Jahren 2022 und 2023 weiter ausgereift sein werden, was zu einer verstärkten Akzeptanz durch die Clearing-Sponsoren und die Teilnehmer auf der Käuferseite führen wird.

Dennoch melden die Altersversorgungssysteme weiterhin Bedenken bezüglich ihrer Liquiditätslage an. Obwohl die Liquiditätslage bislang robust geblieben ist, könnte sie sich insbesondere am Markt für allgemeine Sicherheiten[27] verschärfen, wenn sich die Geldpolitik mittelfristig wieder normalisiert[28]. Den Altersversorgungssystemen zufolge könnte dies dazu führen, dass sie Positionen wie Aktien, Unternehmensanleihen und Staatsanleihen verkaufen müssen. In einem solchen Umfeld würden sie auf einem rückläufigen Markt verkaufen, und ein solcher Verkauf von Vermögenswerten könnte den Abwärtsdruck auf die sinkenden Preise für Vermögenswerte weiter verstärken.

Allerdings könnten alternative Cashflow-Quellen verfügbar werden. Im Laufe des Jahres sollen die Uhrzeiten, in denen die Systeme TARGET2[29] und T2S[30] täglich in Betrieb sind, verlängert werden, was dazu beitragen könnte, sicherzustellen, dass bei Eingang von Nachschussforderungen Finanzierungstransaktionen aus auf Euro lautenden Repo-Fazilitäten abgewickelt werden können. Obwohl diese neuen Zugangsmodelle eher den Bedürfnissen großer Altersversorgungssysteme zu entsprechen scheinen, ermöglichen sie den Banken die Freisetzung von Bilanzkapazitäten, möglicherweise auch zugunsten kleinerer Altersversorgungssysteme. Die Altersversorgungssysteme fordern jedoch die Einführung einer Zentralbankverbindung zu der Plattform für geclearte Repo-Geschäfte, damit die Zentralbanken auf dem Repomarkt intervenieren und über geclearte Repogeschäfte als Anbieter von Bargeld für Pensionsfonds (sowie andere Marktteilnehmer) fungieren können.

---

[25] LCH RepoClear SA clears first euro repo by Sponsored Member *[LCH RepoClear SA cleart das erste Repo-Geschäft durch ein gesponsertes Mitglied]*, Pressemitteilung des Clearinghauses LCH , 10. Dezember 2021.

[26] Diese Modelle ermöglichen Unternehmen auf der Käuferseite den Zugang zum Clearing mit Unterstützung einer Bank („Clearingstelle“ oder „Sponsor“), was in der Regel die Einschusszahlungen erleichtern würde, und für die Transaktionen müssten Beiträge an den Ausfallfonds gezahlt werden.

[27] Der Begriff allgemeine Sicherheiten bezeichnet eine Reihe von Wertpapieremissionen, die auf dem Repo-Markt zum gleichen oder zu einem sehr ähnlichen Repo-Satz gehandelt werden. Diese Wertpapiere können also untereinander ausgetauscht werden, ohne das jeweilige Repo-Geschäft stark zu verändern. Die Liquidität auf dem Markt für Repogeschäfte mit allgemeinen Sicherheiten ist für Altersversorgungssysteme von entscheidender Bedeutung.

[28] „Geldpolitik in einer unsicheren Welt“, Rede von Ch. Lagarde, Präsidentin der Europäischen Zentralbank, Frankfurt am Main, 17. März 2022

[29] TARGET2 ist das Echtzeit-Bruttoabwicklungssystem des Eurosystems. Mit diesem System werden Zahlungen im Zusammenhang mit den geldpolitischen Geschäften des Eurosystems sowie Interbankengeschäfte und Handelsgeschäfte abgewickelt.

[30] TARGET2-Securities (T2S) ist eine gemeinsame Plattform, auf der Wertpapiere und Bargeld zwischen Anlegern in ganz Europa nach harmonisierten Regeln und Praktiken transferiert werden können. Derzeit nutzen 20 europäische Länder T2S.

Es sollte dennoch beachtet werden, dass weder die ESMA in ihren drei Jahresberichten noch die PSA-Expertengruppe darauf hingewiesen hat, dass sich die Liquiditätsbedingungen zu irgendeinem Zeitpunkt – auch nicht im Frühjahr 2020 – so stark verschlechtert hätten, dass die Fähigkeit der Altersversorgungssysteme, Nachschussforderungen zu erfüllen, dauerhaft gefährdet wäre. Ebenso blieben die Clearingdienste für Staatsanleihen und Repo-Geschäfte im Gegensatz zu der am bilateralen Repo-Markt verzeichneten Liquidität robust und stabil. Selbst vor der Intervention der Zentralbank setzte kein Geldmarktfonds[31] die Rückzahlungen aus, und der Repo-Markt funktionierte weiter, was bedeutet, dass die Altersversorgungssysteme weiterhin Zugang zu Liquidität hatten. Dennoch können Altersversorgungssysteme in Stressphasen indirekt von Zentralbankaktivitäten zur Unterstützung anfälliger Marktsegmente profitieren, wie dies im März-April 2020 der Fall war, als die EZB den Banken Kreditfazilitäten für den Erwerb von Vermögenswerten von Geldmarktfonds zur Verfügung stellte oder Sicherheiten für unbesicherte Bankschuldverschreibungen gewährte[32].

4.2 Operative Bereitschaft für die Einführung der Clearingpflicht

Die Altersversorgungssysteme sind weitgehend bereit für die Einführung der Clearingpflicht, d. h. sie verfügen über Clearingvereinbarungen und sie clearen einige Trades (Geschäfte) bereits freiwillig. Diese Feststellungen werden durch den jüngsten Bericht der ESMA bestätigt, in dem bei den Altersversorgungssystemen ein hohes Maß an operativer Bereitschaft festgestellt wurde, die kommende Clearingpflicht erfüllen zu können[33].

Aus der Analyse der ESMA geht hervor, dass rund ein Drittel der Altersversorgungssysteme, die ihre Trades (Geschäfte) bereits clearen, damit bereits im letzten Jahr angefangen hatten. Es bestehen jedoch einige Unterschiede zwischen den Altersversorgungssystemen (einige clearen die überwiegende Mehrheit ihrer Geschäfte, andere nur einige wenige oder gar keine), und die Clearingtätigkeit scheint auf einige wenige Altersversorgungssysteme konzentriert zu sein (etwa 70 % des geclearten Nominalwerts entfällt auf nur 5 Altersversorgungssysteme). Was den Prozentsatz der geclearten Geschäfte betrifft, so zeigt die Analyse, dass rund 25 % des von den Altersversorgungssystemen gehandelten Nominalwerts (40 % der Anzahl der Trades (Geschäfte)) gecleart werden. Während die drei größten Altersversorgungssysteme im Durchschnitt jedoch üblicherweise 25 %, aber nicht mehr als 25-30 % ihrer Geschäfte clearen, clearen mittlere und kleine Altersversorgungssysteme zwischen 0 und 100 % ihrer Geschäfte.

Die Aufteilung des Gesamtvolumens der von Altersversorgungssystemen geclearten Swaps zwischen der Eurex und der LCH Ltd als Clearingstelle ist jedoch die gleiche wie für den Rest des Marktes, d. h. dass die LCH Ltd beim Clearing weiterhin über einen marktbeherrschenden Anteil verfügt. Bei den Clearingvereinbarungen stellt sich das Bild jedoch anders dar. Betrachtet man die Altersversorgungssysteme oberhalb der Schwelle von 8 Mrd. EUR für Ersteinschusszahlungen, so zeigt die Analyse ähnliche Prozentsätze in Bezug auf Altersversorgungssysteme, die mindestens ein Geschäft über die Eurex gecleart haben (76 %) und ein Geschäft über die LCH Ltd (80 %). Dies würde bedeuten, dass die überwiegende

[31] Ein Geldmarktfonds investiert in liquide, kurzfristige Instrumente (in der Regel mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr). Diese Fonds bieten den Anlegern ein geringes Risiko und die Möglichkeit, sich bei Bedarf Liquidität zu beschaffen (indem sie Anteile verkaufen, also desinvestieren).

[32] „EU-Verordnung über Geldmarktfonds – legislative Überprüfung“, Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, 26. März 2021, ESMA34-49-309.

[33] Diese Ergebnisse wurden auf der Sitzung der Sachverständigengruppe der Europäischen Kommission am 14. Dezember 2021 vorgestellt und erörtert, und die Teilnehmer, die sich an der Diskussion beteiligten, bestätigten, dass sie die gleichen Trends beobachteten.

Mehrheit der größeren Altersversorgungssysteme, die am ehesten von der Clearingpflicht betroffen sein werden, über Clearingvereinbarungen mit beiden Clearingstellen (CCPs) verfügt. Nach den Berechnungen der ESMA würden 31 Altersversorgungssysteme in der EU unter die Clearingpflicht nach der EMIR-Verordnung fallen, da sie über den Clearing-Schwellenwerten liegen würden[34]. Die überwiegende Mehrheit dieser Altersversorgungssysteme (80 %) hat bereits mindestens ein Geschäft gecleart, wenn auch nicht unbedingt das gesamte Derivateportfolio, was bedeutet, dass zumindest einige Clearingvereinbarungen bereits bestehen. Die Entwicklung der Clearingstrategie der Kommission, die im Laufe des Jahres 2022 vorgestellt wird, zielt darauf ab, das Clearing in der EU attraktiver zu machen.

Schließlich ist darauf hinzuweisen, dass die Altersversorgungssysteme trotz ihrer zunehmenden operativen Bereitschaft Bedenken geäußert haben, ob ausreichende Kapazitäten bestehen, um alle ihrer der Clearingpflicht unterliegenden Derivate clearen zu können. Sie wiesen darauf hin, dass eine Anhebung der Clearingquote gegenüber dem derzeitigen Niveau Herausforderungen hinsichtlich der Grenzen der Clearingkapazitäten mit sich bringen könnte und begründeten dies mit der begrenzten Anzahl der Clearingmitglieder oder den Clearing-Limits, denen diese Mitglieder möglicherweise unterliegen.

5. SCHLUSSFOLGERUNG

Die derzeitige Befreiung von der Pflicht zum zentralen Clearing läuft am 18. Juni 2022 aus. EMIR REFIT ermöglicht es der Kommission, diese befristete Befreiung ein letztes Mal bis zum 18. Juni 2023 zu verlängern, falls sie zu dem Schluss kommen sollte, dass die Marktteilnehmer mehr Zeit benötigen, um geeignete technische Lösungen weiterzuentwickeln und zu übernehmen, und dass die nachteiligen Auswirkungen des zentralen Clearings von Derivatekontrakten auf die Alterseinkünfte aus Renten unverändert bleiben.

Die Analyse der Kommission zeigt, dass sich die Liquiditätsbedingungen für Altersversorgungssysteme weiter verbessern und dass inzwischen eine Vielzahl von Modellen für den Zugang zum zentralen Clearing oder die Umwandlung von Sicherheiten entstanden ist. Obwohl sich eine einheitliche Lösung, wie Altersversorgungssysteme unter angespannten Marktbedingungen Einschusszahlungen an die CCPs leisten können, als schwierig erwiesen hat, gibt es eine Reihe von Instrumenten, die es den Pensionsfonds ermöglichen sollten, unter unterschiedlichen Marktbedingungen, auch unter Stressbedingungen, effizient zu clearen.

Um die verfügbaren Lösungen in vollem Umfang nutzen zu können, müssen die Pensionsfonds im EWR ihre operativen Kapazitäten zum Clearing und zur Verwaltung von Liquidität und Sicherheiten ausbauen. Die von der ESMA vorgelegte Analyse ergab, dass die Anzahl der Altersversorgungssysteme, die ihre Geschäfte jetzt schon clearen, zwar weiter zunimmt, die einzelnen Unternehmen innerhalb des Sektors in ihren Vorbereitungen auf die kommende Clearingpflicht jedoch unterschiedlich weit fortgeschritten sind. Deshalb würden die Altersversorgungssysteme und ihre CCP-Clearingmitglieder noch mehr Zeit benötigen, um die erforderlichen Vorkehrungen abzuschließen, um alle unter die Clearingpflicht fallenden Kontrakte clearen zu können. Es wird auch Zeit benötigt, um die Liquiditätsvorsorge der Altersversorgungssysteme in Angriff zu nehmen, da nicht alle über ein angemessenes Liquiditätsmanagement zu verfügen scheinen. Insbesondere haben die

[34] EMIR Refit definiert kleine finanzielle Gegenparteien als Unternehmen, deren Tätigkeitsvolumen auf den OTC-Derivatemärkten zu gering ist, um ein erhebliches systemisches Risiko darzustellen. Diese Gegenparteien sind von der Clearingpflicht befreit, unterliegen jedoch weiterhin der Pflicht zum Austausch von Sicherheiten, um die systemischen Risiken zu mindern. Siehe EMIR-Refit, Erwägungsgrund 7 und Artikel 4 Buchstabe a.

zuständigen nationalen Behörden in den Mitgliedstaaten mit größeren PSA-Märkten darauf hingewiesen, dass die Aufsichtsbehörden Initiativen ergriffen haben, um diese Situation zu verbessern[35]. Schließlich wird die Clearingstrategie der Kommission mehr Clearing-Aktivitäten für die Clearinghäuser mit Sitz in der EU anziehen und den Altersversorgungssystemen dadurch mehr Zugangsmöglichkeiten zu wettbewerbsfähigen und effizienten Clearingdiensten bieten.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass seit 2019 erhebliche Fortschritte beim zentralen Clearing für Altersversorgungssysteme erzielt wurden; unter anderem sind einige Altersversorgungssysteme teilweise inzwischen bereits freiwillig zum zentralen Clearing übergegangen. Dennoch sind noch weitere operative Schritte erforderlich. Insbesondere sollten die CCPs in der EU die ihnen eingeräumte Zeit nutzen, um ihre Modelle für den erleichterten Zugang und die Umwandlung von Sicherheiten weiterzuentwickeln, um ihre Attraktivität für Altersversorgungssysteme zu erhöhen, insbesondere für die kleineren Altersversorgungssysteme, die dem Clearing gegenüber derzeit eher abgeneigt zu sein scheinen. Gleichzeitig sollten Pensionsfonds sicherstellen, dass sie über ausreichende organisatorische Kompetenzen und Kapazitäten verfügen, um das Clearing ihrer Derivateportfolios bewältigen zu können. Aus diesen Gründen wird die Kommission die Befreiung von Altersversorgungssystemen von der Clearingpflicht ein letztes Mal um ein Jahr verlängern. Ab dem 19. Juni 2023 werden Altersversorgungssysteme die Clearingpflicht gemäß EMIR dann erfüllen müssen.

[35] Clearingpflicht für Altersversorgungssysteme, Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, 25. Januar 2022, ESMA70-451-110, Ziffer 26.