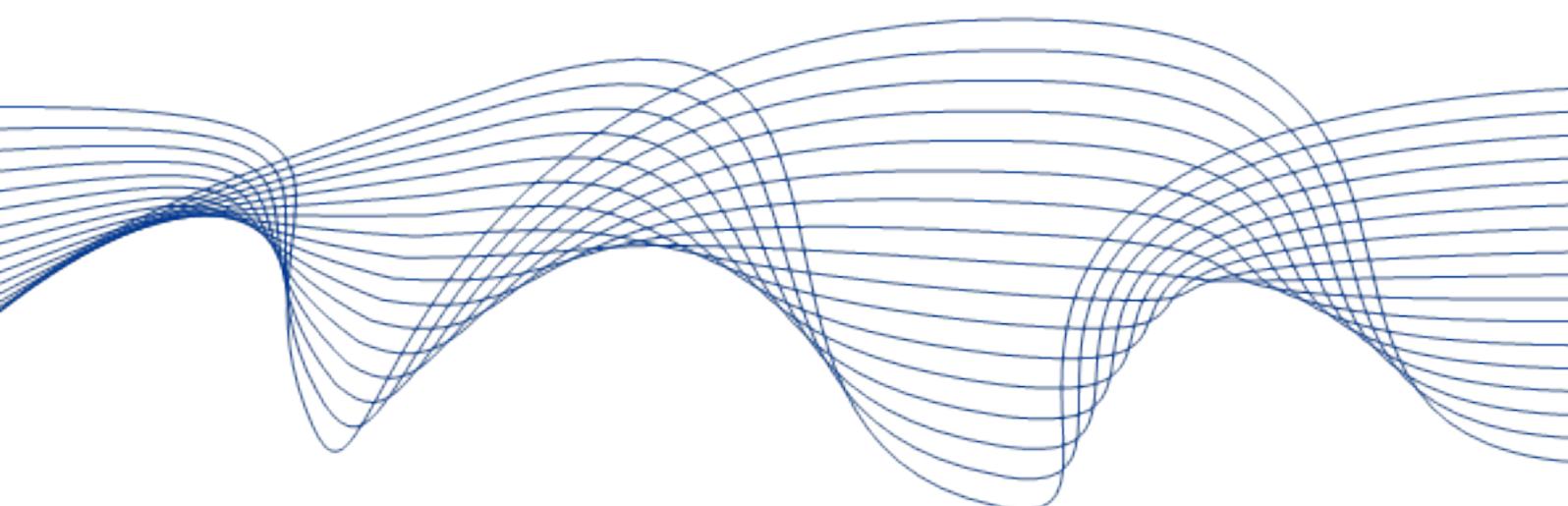


# Jahresbericht

2019



**ESRB**

Europäischer Ausschuss für Systemrisiken

Europäisches Finanzaufsichtssystem

# Inhalt

<b>Vorwort</b>	<b>3</b>
<b>Zusammenfassung</b>	<b>6</b>
<b>1 Systemische Risiken im Finanzsystem der Europäischen Union</b>	<b>9</b>
1.1 Überblick über die wichtigsten systemischen Risiken in der EU	9
Kasten 1 Systemweite Cyber-Sicherheitsvorfälle	15
Kasten 2 Überwachung der Derivatemärkte in der EU durch den ESRB	16
<b>2 Beitrag des ESRB zum politischen Rahmen</b>	<b>18</b>
2.1 Maßnahmen des ESRB	18
2.2 Bankensektor	22
2.3 Entwicklungen außerhalb des Bankensektors	24
Kasten 3 Antwort des ESRB auf die Konsultation der EIOPA zur Überarbeitung von Solvency II	27
2.4 Entwicklung des Konzepts der makroprudenziellen Ausrichtung	28
2.5 Überblick über die nationalen Maßnahmen	29
<b>3 Institutioneller Rahmen: Umsetzung und Rechenschaftslegung</b>	<b>31</b>
3.1 Änderungen der ESRB-Verordnung	31
3.2 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlungen des ESRB	35
3.3 Folgebericht zu den Ländern, für die der ESRB im Jahr 2016 Warnungen in Bezug auf mittelfristige Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor ausgesprochen hat	37
3.4 Berichterstattung an das Europäische Parlament und sonstige institutionelle Aspekte	37
3.5 Veranstaltungen des ESRB	39
3.6 EMIR Bridge Programme for Data Science	40
<b>Anhang 1 Veröffentlichungen auf der Website des ESRB vom 1. April 2019 bis zum 31. März 2020</b>	<b>41</b>
<b>Abkürzungen</b>	<b>44</b>
<b>Impressum</b>	<b>45</b>



## Vorwort



*Christine Lagarde, Vorsitzende des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken*

Der vorliegende neunte ESRB-Jahresbericht bezieht sich auf den Zeitraum vom 1. April 2019 bis zum 31. März 2020, in den auch die Anfänge der Corona-Pandemie (Covid-19) fallen. Die wirtschaftlichen und finanziellen Folgen der Covid-19-Krise haben sich allerdings noch in den Monaten danach rasant weiterentwickelt. Aus diesem Grund enthält der Bericht dieses Jahr ausnahmsweise eine Risikobewertung des ESRB bis zum Juni 2020 und berücksichtigt somit systemische Risiken, die im Zuge dieses außerordentlichen gesamtwirtschaftlichen Schocks, dem die europäische Wirtschaft ausgesetzt war, neu aufgetreten sind.

Covid-19 und die zur Eindämmung des Coronavirus ergriffenen Maßnahmen ließen die Konjunktur so stark einbrechen wie noch nie zuvor in Friedenszeiten und führten zu außergewöhnlicher gesamtwirtschaftlicher Unsicherheit und einem von Vorsicht geprägten Verhalten. Regierungen, Zentralbanken und Aufsichtsbehörden handelten entschlossen und mit Nachdruck, um private Einkommen zu stützen, günstige Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten und das Vertrauen der Menschen und Unternehmen zu stärken. So verhinderten sie erfolgreich das Eintreten schwerwiegenderer gesamtwirtschaftlicher Szenarien. Zu Beginn der aktuellen Krise war das Finanzsystem widerstandsfähiger als 2008 kurz vor Ausbruch der globalen Finanzkrise, doch der derzeitige Abschwung in der EU ist von solch einem Ausmaß, dass er unweigerlich die Finanzstabilitätsrisiken über die verschiedenen Sektoren und Märkte hinweg verstärkt hat.

Der ESRB überprüfte und aktualisierte deshalb seine Bewertung systemischer Risiken kontinuierlich, um der durch Covid-19 neu entstandenen Risikolandschaft Rechnung zu tragen. Dabei wurden vier Risiken identifiziert: a) weitverbreitete Zahlungsausfälle im privaten Sektor aufgrund einer tief greifenden weltweiten Rezession, b) das schwierige gesamtwirtschaftliche Umfeld für Banken, Versicherer und Pensionseinrichtungen, c) erneut aufflammende Bedenken über das Ausfallrisiko von Staaten und d) Instabilität und vereinzelte Illiquidität an den Finanzmärkten. Die ESRB-Risikobewertung umfasst auch Gefahren im Zusammenhang mit systemweiten Cyber-Sicherheitsvorfällen, Störungen kritischer Finanzmarktinfrastrukturen und Klima- sowie Übergangsrisiken. All diese Risiken gefährden weiterhin die Finanzstabilität auf längere Sicht.

Vor dem Hintergrund dieses anders gelagerten Risikoumfelds ging der ESRB im April und Mai 2020 in den Krisenmodus über und erhöhte die Sitzungshäufigkeit. In dieser Zeit ergriff er eine Reihe von Maßnahmen; diese betrafen a) die Auswirkungen von Kreditgarantiesystemen und anderen finanzpolitischen Maßnahmen zum Schutz der Realwirtschaft auf das Finanzsystem, b) illiquide Märkte und deren Folgen für Vermögensverwalter und Versicherer, c) den Einfluss prozyklisch wirkender Herabstufungen von Anleihen auf die Märkte und Akteure im gesamten Finanzsystem, d) systemweite Beschränkungen von Dividendenzahlungen, Aktienrückkäufen und sonstigen Ausschüttungen sowie e) Liquiditätsrisiken aufgrund von Einschussforderungen.



Informationen zu diesen Maßnahmen finden sich in den Pressemitteilungen des ESRB-Verwaltungsrats.<sup>1</sup>

Im Jahr 2019 ergriff der ESRB vor Ausbruch der Pandemie eine Reihe von Maßnahmen, die auf die an den Immobilienmärkten entstehenden systemischen Risiken abzielten. So richtete er fünf Warnungen und sechs Empfehlungen zu mittelfristigen Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor an elf seiner Mitgliedstaaten und verabschiedete die Änderung einer Empfehlung zur Schließung von Lücken bei Immobiliendaten. Um den makroprudenziellen Rahmen über den Bankensektor hinaus zu verbessern, unterstützte der ESRB die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) bei ihrer aktuellen Überprüfung des Aufsichtsrahmens für das Versicherungswesen. Ferner veröffentlichte er einen Bericht, der sich mit Möglichkeiten zur Verringerung der Prozyklizität von Einschusszahlungen und Risikoabschlägen an den Derivatmärkten und bei Wertpapierfinanzierungsgeschäften befasst.

Im Berichtszeitraum bot der ESRB auch wieder ein Forum für die Weitergabe von Wissen und Best Practices. Er organisierte mehrere Veranstaltungen zur Förderung des Austauschs über makroprudenzielle Politik. Bei der vierten Jahreskonferenz des ESRB im September 2019 berichteten die Teilnehmer über ihre Erfahrungen mit makroprudenziellen Maßnahmen. Sie erörterten die Rolle von Nichtbanken im Finanzsystem und in der Wirtschaft allgemein, die Cyber-Sicherheit und deren potenzielle Auswirkungen auf das systemische Risiko sowie die Frage, ob die Regulierungsreformen im Finanzsystem vollständig umgesetzt wurden.

Der vorliegende Bericht befasst sich überdies mit verschiedenen Änderungen der Verordnung zur Errichtung des ESRB<sup>2</sup>, die 2010 in Kraft traten, darunter Änderungen der Governance des ESRB und eine Verbesserung seines Rahmens zur Erfüllung der Rechenschaftspflicht.

Mehrere Kolleginnen und Kollegen, denen ich mich tief verbunden fühle und die ich sehr schätze, haben im Berichtszeitraum den ESRB verlassen. Ich möchte ihnen allen für ihren wertvollen Beitrag danken. Mein besonderer Dank gilt meinem Vorgänger, dem ehemaligen EZB-Präsidenten Mario Draghi, der acht Jahre lang, bis Ende Oktober 2019, den Vorsitz des ESRB führte. In dieser schwierigen Zeit galt es, die Folgen der globalen Finanzkrise und der EU-Staatsschuldenkrise zu bewältigen.

Danken möchte ich außerdem Mark Carney, dem ehemaligen Präsidenten der Bank of England, dessen Amtszeit als erster stellvertretender Vorsitzender des ESRB mit dem Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union endete, Isabel Schnabel als ehemaligem Mitglied des Verwaltungsrats und stellvertretender Vorsitzenden des Beratenden Wissenschaftlichen Ausschusses (ASC) und Philip Lane, dem ehemaligen Präsidenten der Central Bank of Ireland. Sie alle haben einen bedeutenden Beitrag zur Arbeit des ESRB geleistet.

Im Kollegenkreis herzlich willkommen heißen möchte ich Stefan Ingves, Präsident der Sveriges riksbank, der nun die Position des ersten stellvertretenden Vorsitzenden des ESRB übernimmt, Pablo Hernández de Cos, Präsident der Banco de España, als Vorsitzenden des Beratenden Technischen Ausschusses (ATC), Professorin Claudia Buch als stellvertretende Vorsitzende des

<sup>1</sup> Siehe Pressemitteilungen vom **9. April, 14. Mai, 8. Juni** und die Rubrik „**Policy measures in response to the COVID-19 pandemic**“ auf der Website des ESRB.

<sup>2</sup> Siehe **Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rats vom 24. November 2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken**, ABl. L 331, 15.12.2010, S. 1.



ATC, Professor Richard Portes als Vorsitzenden des ASC und Professorin Lorian Pelizzon sowie Professor Javier Suárez als stellvertretende Vorsitzende des ASC.

Der Tod von Professor Alberto Giovannini, ehemaliges Mitglied des ASC, erfüllt mich mit großer Trauer.

Christine Lagarde  
Vorsitzende des ES



# Zusammenfassung

Der vorliegende Jahresbericht des ESRB bezieht sich auf den Zeitraum von Anfang April 2019 bis Ende März 2020 und somit auch auf den Ausbruch der Corona-Pandemie (Covid-19) im ersten Quartal 2020. Durch die Pandemie wurde ein gewaltiger wirtschaftlicher Schock ausgelöst, der sowohl die EU als auch die Welt insgesamt betraf und sich auf die Finanzstabilität auswirkte.

Auf den Ausbruch der Covid-19-Pandemie reagierten EU-Einrichtungen, nationale Regierungen, Zentralbanken sowie Aufsichts- und Abwicklungsbehörden mit beispiellosen Maßnahmen zur Unterstützung der Wirtschaft. Der Verwaltungsrat des ESRB identifizierte und ergriff Maßnahmen in den folgenden Schwerpunktbereichen: die Auswirkungen von Garantiesystemen und anderen finanzpolitischen Maßnahmen zum Schutz der Realwirtschaft auf das Finanzsystem, illiquide Märkte und deren Folgen für Vermögensverwalter und Versicherer, den Einfluss prozyklisch wirkender Herabstufungen von Anleihen auf die Märkte und Akteure im gesamten Finanzsystem, systemweite Beschränkungen von Dividendenzahlungen, Aktienrückkäufen und sonstigen Ausschüttungen und Liquiditätsrisiken aufgrund von Einschussforderungen.<sup>3</sup> Diese Maßnahmen wurden im Mai 2020 beschlossen und fallen daher nicht in den Berichtszeitraum. Sie werden im Jahresbericht 2020 erläutert.

Im Juni 2020 überprüfte der ESRB seine Bewertung systemischer Risiken, um den aktuellen Entwicklungen Rechnung zu tragen. Er stufte die Gefahr, dass es in der Realwirtschaft zu weitverbreitenden Zahlungsausfällen kommt, als schweres systemisches Risiko für die Finanzstabilität in der EU ein (Risiko 1). Das vom schwierigen gesamtwirtschaftlichen Umfeld ausgehende Risiko für Banken, Versicherer und Pensionseinrichtungen wurde als ein erhöhtes Risiko für die Finanzstabilität klassifiziert (Risiko 2). Erneut aufflammende Bedenken über das Ausfallrisiko von Staaten und die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung stellen laut dem ESRB ein erhöhtes Risiko dar (Risiko 3), ebenso die Gefahr, dass es an den Finanzmärkten zu Instabilität und vereinzelter Illiquidität kommt (Risiko 4). Auch die operationellen Risiken etwa infolge eines systemweiten Cyber-Sicherheitsvorfalls hält der ESRB für erhöht (Risiko 5). Risiken im Zusammenhang mit nicht operationellen Störungen kritischer Finanzmarktinfrastrukturen (Risiko 6) sowie mit dem Klimawandel verbundene Risiken (Risiko 7) sollen indessen beobachtet werden.

Vor dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie gab der ESRB fünf Warnungen und sechs Empfehlungen heraus. Sie waren an die zuständigen Fachminister in elf Mitgliedstaaten gerichtet und betrafen mittelfristige Anfälligkeiten im Wohnmobiliensektor. Ferner verabschiedete der ESRB die Änderung einer früheren Empfehlung zur Schließung von Lücken bei Immobiliendaten.

Der ESRB trug weiterhin zur Koordinierung der makroprudenziellen Maßnahmen in der Europäischen Union bei. So erließ er eine Empfehlung zur Stärkung des Austauschs von Informationen zu Zweigstellen. Damit wurde dem Erfordernis Rechnung getragen, die Zusammenarbeit zwischen den Behörden des Herkunfts- und des Aufnahmemitgliedstaates zu verstärken, wenn eine Zweigstelle als relevant für die Finanzstabilität des Landes, in dem sie tätig ist, eingestuft wird. Des Weiteren gab der ESRB gegenüber dem Rat, der Europäischen Kommission und Finnland eine Stellungnahme ab. Demnach hält er es für erforderlich, eine strengere nationale Maßnahme Finnlands zu verlängern, um den systemischen Risiken und den

<sup>3</sup> Siehe [Policy measures in response to the COVID-19 pandemic](#).



Gefahren wirksam zu begegnen, die vom finnischen Wohnimmobilienmarkt ausgehen. Der ESRB nutzte seinen Reziprozitätsrahmen und empfahl die gegenseitige Anerkennung in Belgien, Estland und den Niederlanden ergriffener nationaler Flexibilitätsmaßnahmen für Risikopositionen im Wohnimmobiliensektor. Auch im Berichtsjahr überwachte der ESRB die makroprudenziellen Maßnahmen in der Europäischen Union und förderte den Meinungsaustausch seiner Mitglieder zu diesen Maßnahmen. Sie sind im Überblick des ESRB über die makroprudenzielle Politik in der EU<sup>4</sup> näher beschrieben.

Der ESRB trug ferner dazu bei, die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors sicherzustellen. Er untersuchte die makroprudenziellen Implikationen von Finanzinstrumenten, die für Rechnungslegungszwecke zum beizulegenden Zeitwert ausgewiesen und als „Level 2“ oder „Level 3“ eingestuft werden, und leistete seinen Beitrag zum EU-weiten Stresstest der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA). Die Untersuchungsergebnisse zu den als „Level 2“ und „Level 3“ eingestuften Vermögenswerten fasste der ESRB in einem Bericht zusammen und identifizierte darin im Wesentlichen drei Bereiche, in denen diese Instrumente die Finanzstabilität beeinträchtigen können. Diese ergeben sich aus a) einer nicht zutreffenden Bewertung der Finanzinstrumente, b) potenzieller Volatilität und Illiquidität in Stressphasen und c) einer nicht adäquaten Abbildung der zugrunde liegenden Risiken im Aufsichtsrahmen. Im Januar 2020 lieferte der ESRB ein adverses makrofinanzielles Szenario für die Stresstests der EBA. Das adverse Szenario spiegelt aufgrund des Zeitpunkts seiner Bereitstellung die Hauptrisiken für die Finanzstabilität wider, die der ESRB vor Beginn der Covid-19-Pandemie herausgearbeitet hatte. Da sich im Februar und März 2020 das Coronavirus in Europa auszubreiten begann, verschob die EBA den Stresstest auf 2021.

Der ESRB arbeitete auch im Berichtsjahr daran, das makroprudenzielle Instrumentarium für den Nichtbankenfinanzsektor zu erweitern. Insbesondere prüfte er mögliche Maßnahmen zur Begrenzung der Prozyklizität von Einschussforderungen und Risikoabschlägen bei Derivaten und Wertpapierfinanzierungsgeschäften sowie Ansätze für eine verbesserte Sanierung und Abwicklung von zentralen Gegenparteien (CCPs), für eine Stärkung der makroprudenziellen Aspekte der Solvency-II-Vorschriften für Versicherer und für eine Erweiterung der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD)<sup>5</sup>. In einem im Januar 2020 veröffentlichten Bericht stellte der ESRB Handlungsoptionen zur Begrenzung der Prozyklizität von Einschussforderungen und Risikoabschlägen bei Derivaten und Wertpapierfinanzierungsgeschäften vor. In Bezug auf CCPs arbeitete der ESRB mit der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) zusammen. Ziel war es, sich auf die neuen Aufgaben vorzubereiten, die sich aus EMIR Refit und EMIR 2.2 – den Überarbeitungen der Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (EMIR) – ergaben. Im Nachgang zu dem im Januar 2019 veröffentlichten Bericht setzte der ESRB seine Zusammenarbeit mit den Mitgesetzgebern bezüglich des Dossiers zur Sanierung und Abwicklung zentraler Gegenparteien fort. Was den Versicherungssektor betrifft, verfasste der ESRB eine Antwort im Rahmen des Konsultationsverfahrens der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) zur Überarbeitung von Solvency II. Darin wies er auf die Notwendigkeit hin, einen harmonisierten Sanierungs- und Abwicklungsrahmen für die gesamte Europäische Union zu schaffen und auch in Zukunft

<sup>4</sup> Siehe ESRB, [A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2019](#), April 2020.

<sup>5</sup> [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](#), ABl. L 174 vom 1.7.2011, S. 1.



sicherzustellen, dass Risiken durch Solvency II angemessen erfasst werden. Außerdem werden darin makroprudenzielle Instrumente in Bezug auf Kapital, Liquidität und sektorübergreifende Aspekte vorgeschlagen. Diese werden in einem im Februar 2020 veröffentlichten Bericht näher erläutert. Zum Thema Investmentfonds übermittelte der ESRB der Europäischen Kommission ein Schreiben und legte darin die Bereiche dar, in denen das AIFMD-Rahmenwerk verbessert werden sollte.

Im Rahmen der Rechenschafts- und Berichtspflicht des ESRB erschien der Vorsitzende des ESRB zu Anhörungen vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments (ECON). Bei diesen Anhörungen informierte er die Mitglieder des Europäischen Parlaments (MdEPs) aus erster Hand über die Gründe für die vom ESRB im Lauf des Jahres beschlossenen Initiativen. Der ESRB nahm auch zur Kenntnis, dass sich mit dem Inkrafttreten der überarbeiteten ESRB-Verordnung Änderungen ergaben, etwa in Bezug auf die Governance des ESRB und Verbesserungen seines Rahmens zur Erfüllung der Rechenschaftspflicht.

Der ESRB hielt wieder eine Reihe von Veranstaltungen ab, um die beteiligten Akteure in die Debatte über makroprudenzielle Politik einzubeziehen. Im Rahmen seines Mandats organisierte er die jährliche Sitzung mit dem Ausschuss der Europäischen Aufsichtsstellen für Abschlussprüfer (CEAOB) und mit Abschlussprüfern von in der EU ansässigen global systemrelevanten Finanzinstituten (G-SIFs). Die Sitzung soll dem ESRB Informationen über sektorspezifische oder andere wesentliche Veränderungen bei den G-SIFs liefern. Schwerpunkt in diesem Jahr waren die Umsetzung von IFRS 9, die Bewertung komplexer Finanzinstrumente, vorbereitende Arbeiten in Bezug auf IFRS 17, das makroökonomische Umfeld in Europa, Bekämpfung von Geldwäsche und Betrug sowie wichtige Fragen der Rechnungsprüfung. Der ESRB hielt ferner seine vierte Jahreskonferenz ab. Die Konferenzteilnehmer tauschten sich zu ihren Erfahrungen mit makroprudenziellen Maßnahmen aus. Weitere Themen waren die Rolle von Nichtbanken in der Wirtschaft und im Finanzsystem, die Cyber-Sicherheit und deren potenzielle Auswirkungen auf das Systemrisiko sowie die Frage, ob die Regulierungsreformen im Finanzsystem vollständig umgesetzt wurden.



# 1 Systemische Risiken im Finanzsystem der Europäischen Union

## 1.1 Überblick über die wichtigsten systemischen Risiken in der EU

Die Corona-Pandemie (Covid-19) hat die wirtschaftliche Aktivität in der EU und weltweit stark beeinträchtigt und zu einem der schärfsten Konjunkturreinbrüche der jüngeren Geschichte geführt. Um die schweren wirtschaftlichen Auswirkungen der Gesundheitskrise abzumildern, wurden umfangreiche geld-, fiskal- und arbeitsmarktpolitische Maßnahmen ergriffen. Diese dürften auch dazu beitragen, negative Verstärkungseffekte über die Kanäle des Finanzsystems zu verhindern.

Gleichwohl erhöhen sich durch Einbußen bei der Wirtschaftsleistung und größere Schuldenlasten die mittelfristigen Risiken für die Finanzstabilität in der EU, die durch die enge Verflechtung der Realwirtschaft mit dem Finanzsystem noch verschärft werden. Überdies herrscht eine beispiellose Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Pandemie und deren Auswirkungen auf das Verhalten der Wirtschaftsakteure. Dasselbe gilt für die damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen und den Erfolg der von der Politik ergriffenen Schritte. Aus diesem Grund ist auch unsicher, welchen Einfluss die Pandemie letztlich auf die Finanzstabilität in der EU ausübt und ob systemische Risiken zum Tragen kommen werden.

Tabelle 1 zeigt die Risikobewertung des ESRB vom 25. Juni 2020. Von den festgestellten sieben wichtigen Systemrisiken wird eines als schweres systemisches Risiko (rot) eingestuft, vier werden als erhöhte systemische Risiken (orange) und zwei als systemische Risiken (gelb) klassifiziert. Auf diese Risiken wird im Folgenden näher eingegangen.



Tabelle 1

**ESRB-Risikobewertung vom 25. Juni 2020**

	Risiko	Quelle des systemischen Risikos
<b>Systemische Risiken mit unmittelbarem Bezug zur Covid-19-Pandemie</b>	1	Weitverbreitete Zahlungsausfälle im privaten Sektor aufgrund einer tief greifenden weltweiten Rezession
	2	Schwieriges gesamtwirtschaftliches Umfeld für Banken, Versicherer und Pensionseinrichtungen
	3	Erneut aufflammende Bedenken über das Ausfallrisiko von Staaten und die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung
	4	Instabilität und vereinzelte Illiquidität an den Finanzmärkten
<b>Sonstige systemische Risiken</b>	5	Systemweiter Cyber-Sicherheitsvorfall
	6	Nicht operationelle Störungen kritischer Finanzinfrastrukturen
	7	Große Umweltschocks, die zum Tragen kommen

*Anmerkung: Die Risikobeurteilung und Handlungsprioritäten des ESRB betreffen die Europäische Union bzw. den Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) als Ganzes und erstrecken sich über einen Zeithorizont von bis zu drei Jahren. Die zweite Spalte enthält die Priorisierung der Risiken, wobei gelb für ein systemisches Risiko, orange für ein erhöhtes systemisches Risiko und rot für ein schweres systemisches Risiko steht. Die farbliche Kennzeichnung wird sowohl von der Eintrittswahrscheinlichkeit als auch den möglichen Auswirkungen des jeweiligen Risikos bestimmt. Auch der Regulierungsrahmen zum Zeitpunkt der Risikobeurteilung kommt hierbei zum Tragen.*

Die politischen Maßnahmen, die auf EU- und nationaler Ebene zur Eindämmung der Auswirkungen der Covid-19-Pandemie ergriffen wurden, fließen in die Risikobeurteilung ein. Der ESRB kommuniziert seine jeweils aktuelle Risikobeurteilung über regelmäßige Pressemitteilungen im Anschluss an die Sitzungen des ESRB-Verwaltungsrats.<sup>6</sup>

Erstens erachtet der ESRB aufgrund der wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie die Realwirtschaft als wichtigste Quelle für systemische Risiken. Durch die schwache Erholung verringern sich die Cashflows weiter, und die finanzielle Lage der Unternehmen und der privaten Haushalte verschlechtert sich. Daraus erwächst letztlich das Risiko, dass es zu einer Häufung von Zahlungsausfällen und einem Anstieg sowohl der Arbeitslosigkeit als auch der wirtschaftlichen Ungleichgewichte kommt (Risiko 1). Grundlage für diese Beurteilung waren die Störungen der wirtschaftlichen Aktivitäten von privaten Haushalten und Unternehmen, die sich aus den in vielen Ländern ergriffenen Maßnahmen gegen die Ausbreitung des Coronavirus ergaben. Die schwächere Binnen- und Auslandsnachfrage wird – in Verbindung mit einem geringeren Angebot – in vielen Wirtschaftszweigen zu einer Abnahme der Handelsströme und der Wirtschaftstätigkeit führen. Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften werden aufgrund von Einkommenseinbußen gepaart mit der Notwendigkeit, die Fixkosten zu decken, geringere Cashflows erzielen und somit weniger in der Lage sein, ihre Schulden zu bedienen und ihre Angestellten weiterzubeschäftigen. Eine höhere Arbeitslosigkeit wiederum wird sich negativ auf die Schuldendienstfähigkeit der privaten Haushalte auswirken. Durch diese Entwicklungen werden sich auch die Spannungen an den Märkten für Gewerbe- und für Wohnimmobilien erhöhen. Das EU-weit koordinierte Vorgehen wird von außerordentlichen Maßnahmen der nationalen Regierungen zur Unterstützung inländischer nichtfinanzieller Unternehmen und privater Haushalte flankiert. Dazu zählen Schuldenmoratorien, Steuerstundungen, erweiterte staatliche Garantien für Kredite an kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) sowie Lohnzuschüsse. Diese besonderen Maßnahmen mildern zwar die Auswirkungen der

<sup>6</sup> Siehe die [im Jahr 2020 veröffentlichten Pressemitteilungen](#).



Covid-19-Pandemie auf private Haushalte und Unternehmen, werden zuweilen aber auch Ausweitungen der Haushaltsdefizite mit sich bringen, die über die direkten Effekte der Ausgabenerhöhungen zur Bekämpfung des Gesundheitsnotstands und der automatischen fiskalischen Stabilisatoren hinausgehen.

Zweitens stuft der ESRB das vom schwierigen gesamtwirtschaftlichen Umfeld ausgehende Risiko für Banken, Versicherer und Pensionseinrichtungen als erhöht ein (Risiko 2). Grundlage für diese Beurteilung des ESRB waren die Herausforderungen im Zusammenhang mit den Geschäftsmodellen. Diese hätten für viele Banken, Versicherer und Pensionseinrichtungen in der EU bereits zuvor bestanden und würden sich infolge der Auswirkungen der Covid-19-Pandemie noch verstärken, da sich ein höheres Kredit-, Markt-, Refinanzierungs- und Liquiditätsrisiko ergeben könnte. Bei den Banken könnten die tief greifenden wirtschaftlichen Folgen des Ausbruchs von Covid-19 dazu führen, dass das Kreditrisiko deutlich zum Tragen kommt, was mit einem Anstieg der Zahlungsausfälle, notleidenden Krediten und Rückstellungen für Kreditverluste verbunden wäre. Neben den fiskalischen Maßnahmen, die auf EU- und nationaler Ebene zur Verringerung der wirtschaftlichen Konsequenzen des Ausbruchs von Covid-19 getroffen wurden, räumten die EBA, die EZB und die nationalen Aufsichtsbehörden den Banken Flexibilität ein und ermöglichten eine operative Entlastung. So sollte sichergestellt werden, dass durch die Erfassung von Kreditverlusten die Kreditvergabe an die Realwirtschaft nicht beeinträchtigt wird und dass übermäßige prozyklische Effekte vermieden werden. Bei Versicherern und Pensionseinrichtungen verstärkt der Ausbruch von Covid-19 ebenfalls Anfälligkeiten, die hinsichtlich ihrer Geschäftsmodelle und des Klimawandels bestehen. Die Bilanzen dieser Institute werden auf beiden Seiten von einem sogenannten „Double Hit“ getroffen: Der Wert ihrer Aktiva sinkt infolge der schlechteren Konjunkturaussichten und höherer Risikoprämien, und der Wert ihrer Passiva steigt, da für dessen Berechnung die niedrigeren risikofreien Zinssätze herangezogen werden. So besteht – obwohl die Widerstandsfähigkeit der Finanzinstitute in der EU seit der weltweiten Finanzkrise gestärkt wurde – eine Unsicherheit darüber, wie sich die Krise letztlich auf die Finanzinstitute und ihre Fähigkeit, in effizienter Weise Dienstleistungen für die Realwirtschaft zu erbringen, auswirken wird.

Drittens stuft der ESRB das Risiko wieder aufflammender Bedenken über das Ausfallrisiko von Staaten und die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung als erhöht ein (Risiko 3). Dieses systemische Risiko ergibt sich aus dem erwarteten Anstieg der öffentlichen Defizite aufgrund der zahlreichen Unterstützungsmaßnahmen, die während der Covid-19-Krise auf nationaler Ebene ergriffen wurden, um die Zahlungsausfälle im privaten Sektor zu begrenzen (darunter insbesondere staatlich garantierte Kredite). In ihrer Frühjahrsprognose 2020 geht die Europäische Kommission davon aus, dass der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo 2020 auf EU-Ebene -8,3 % des BIP erreichen wird und dass alle EU-Länder einen negativen Saldo aufweisen werden. Mittelfristig dürften diese Defizite dafür sorgen, dass der – in der EU ohnehin bereits hohe – öffentliche Schuldenstand steigt, insbesondere wenn sich die Wirtschaft nur langsam erholt. Eine verstärkte Verschuldung des öffentlichen Sektors könnte auf mittlere Sicht Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der Staatsverschuldung und des Ausfallrisikos hervorrufen. Sie könnte auch Ansteckungs- und Rückkopplungseffekte auf nationale Finanzinstitute nach sich ziehen. In einigen hoch verschuldeten Mitgliedstaaten könnten die Risikoprämien steigen, wodurch sich die Wahrscheinlichkeit von Ratingherabstufungen erhöhen würde. Durch die auf europäischer Ebene ergriffenen oder geplanten Maßnahmen sollte die Tragweite dieses Risikos jedoch begrenzt werden. Zu den genannten Maßnahmen zählen auch die Pandemie-Krisenhilfe (Pandemic Crisis



Support) des Europäischen Stabilitätsmechanismus sowie der von der Europäischen Kommission vorgeschlagene umfangreiche Aufbauplan.

Viertens stufte der ESRB das Risiko, dass es an den Finanzmärkten zu Instabilität und vereinzelter Illiquidität kommt, als erhöht ein (Risiko 4). Der Ausbruch von Covid-19 führte zu starken Korrekturen an den Finanzmärkten. So erreichte der Volatilitätsindex VIX – ein weithin beobachteter Indikator der Risikobereitschaft, der die aus Optionen abgeleitete Volatilität im US-amerikanischen S&P-500-Aktienmarktindex anzeigt, – im März an mehreren Tagen Werte, die zuletzt während der weltweiten Finanzkrise gemessen worden waren. Es kam überdies zu einer starken Fluchtbewegung in sichere Anlagen, in deren Folge die Aktienindizes und die Preise anderer Vermögenswerte – darunter viele Staatsanleihen von EU-Ländern – erheblich fielen. Diese Neubewertung von Risikoprämien zählt zu den Risiken, auf die der ESRB und viele seiner Mitglieder in den letzten Jahren wiederholt dezidiert hingewiesen haben. Obschon sich die Finanzmärkte von dem Schock im April weitgehend erholt haben, ist die Unsicherheit bezüglich der künftigen Wirtschaftsentwicklung und der Frage, ob es möglicherweise zu einer zweiten Ansteckungswelle kommt, weiterhin hoch. Die Instabilität des Marktes ist daher ein Risiko, das auch weiterhin genau beobachtet werden muss. Zwar kam das Risiko zum Tragen, als sich die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems in der EU seit der weltweiten Finanzkrise bereits deutlich verbessert hatte, doch könnte die Verschlechterung der Bilanzen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften infolge der zur Eindämmung der Covid-19-Pandemie getroffenen Maßnahmen eine umfassende Herabstufung von Unternehmensanleihen nach sich ziehen. Dies würde die Finanzierungskosten für Unternehmen erhöhen, und Anleihen, die schlechter als mit Investment Grade bewertet werden, wären für viele Anleger nicht mehr anlagefähig. Der ESRB war der Auffassung, dass es in der Folge zu ungeordneten Vermögenspreiskorrekturen kommen könnte, die sich negativ auf die Marktliquidität auswirken und zu Ansteckungseffekten im gesamten Finanzsystem führen könnten. Darüber hinaus wurde durch die massiven Marktbewegungen und die Flucht in als sicherer geltende Vermögenswerte anderen Märkten Liquidität entzogen. Die Vermögensverwalter waren mit umfangreichen Rückzahlungsforderungen seitens der Anleger konfrontiert. Sofern sie in Vermögenswerte investiert hatten, die strukturell bedingt weniger liquide waren oder illiquide wurden, mussten sie zum Teil auf Liquiditätssteuerungsinstrumente zurückgreifen, um das Tempo der Mittelabflüsse zu begrenzen oder zu verlangsamen. Für einige Arten von Geldmarktfonds führte die Bewältigung der Rückzahlungsforderungen zu schweren Liquiditätsengpässen. Börsengehandelte Indexfonds (ETFs), insbesondere Anleihen-ETFs, verzeichneten negative Preisabschläge zwischen ihrem Handelspreis und dem Nettoinventarwert. Die Abschläge wurden mehrere Tage lang beobachtet, erwiesen sich aber als vorübergehend. Arbitragemechanismen funktionierten nicht immer reibungslos; so bildete sich zwischen den Anteilen von Anleihen-ETFs und dem Preis der zugrunde liegenden Anleihen eine Differenz heraus, die über mehrere Tage fortbestand. Obschon die Spannungen an den Finanzmärkten im Gefolge der von der Geld- und Finanzpolitik sowie der Aufsicht ergriffenen Maßnahmen nachließen, könnte die Widerstandsfähigkeit des marktbasieren Finanzierungssystems bei künftigen Belastungen erneut geprüft werden. Daraus erwachsen möglicherweise Übertragungseffekte auf andere Wirtschaftszweige, was letztlich der Realwirtschaft schaden würde.

Vor Ausbruch der Covid-19-Pandemie nahm der ESRB die nachfolgenden drei weiteren systemischen Risiken in seine Risikobeurteilung auf: einen systemweiten Cyber-Sicherheitsvorfall, Störungen kritischer Finanzmarktinfrastrukturen und den Klimawandel.



Hinsichtlich des Risikos eines systemweiten Cyber-Sicherheitsvorfalls (Risiko 5) stellte der ESRB fest, dass sich Häufigkeit und Auswirkungen von Cybervorfällen in den letzten Jahren und seit Ausbruch der Pandemie erhöht haben. So haben vor allem Vorfälle im Zusammenhang mit Software-Lieferketten und der Einsatz gezielter destruktiver Schadsoftware erheblich zugenommen. Bösertige Cybervorfälle haben sich stärker verbreitet, sind von längerer Dauer und ausgefeilter konstruiert. Vermehrt haben sich auch Vorfälle durch staatliche Akteure. Ein Cyber-Sicherheitsvorfall kann über die operationelle Ebene hinausgehen und sich zu einer systemischen Krise auswachsen, wenn das Vertrauen in das Finanzsystem ausgehöhlt wird. So könnte beispielsweise die Wahrnehmung, dass die Kontensalden bei einem oder mehreren Finanzinstituten unwiederbringlich zerstört, verändert oder verschlüsselt wurden, einen hinreichend schweren Schock für das Finanzsystem darstellen. Allein der Verlust des Vertrauens in die Integrität der Daten könnte ein ähnliches Ergebnis zur Folge haben. Ein derartiger Vertrauensverlust könnte beispielsweise durch Änderungen an den bei Zentralverwahrern gehaltenen Beständen hervorgerufen werden. Der ESRB veröffentlichte im Februar 2020 einen Bericht, in dem er die systemischen Cyberrisiken analysiert.<sup>7</sup> Parallel zum großflächigen Einsatz von Remote-Verbindungen mit dem Ziel, die Ausbreitung des Coronavirus einzudämmen, haben sich die Zahl der „standardmäßigen“ Cyberangriffe und die Cyberkriminalität erhöht. Angesichts dessen stellte der Verwaltungsrat des ESRB fest, dass operationelle Risiken, zu denen auch das Risiko eines systemweiten Cybervorfalls zählt, auf kurze Sicht an Schwere gewinnen könnten, und stufte dieses Risiko als erhöht (orange) ein.

Was die systemischen Risiken im Zusammenhang mit nicht operationellen Störungen kritischer Finanzmarktinfrastrukturen (Risiko 6) betrifft, so stellte der ESRB fest, dass Finanzmarktinfrastrukturen an Bedeutung gewonnen haben und die Konzentration im Bereich der Erbringung von Clearingdienstleistungen zugenommen hat. So könnte die vorübergehende Störung bei einer zentralen Gegenpartei (CCP) oder einem ihrer großen Clearingmitglieder mit Kundengeschäft dazu führen, dass zahlreiche Endnutzer ihren Zugang zum Clearing verlieren. Dies wiederum könnte die operationellen Risiken ansteigen lassen, die sich aus der Suche nach neuen Gegenparteien für die Glattstellung oder Übertragung von Kontrakten ergeben, die Liquidität der zugrunde liegenden Vermögenswerte und die diesbezügliche Preisbildung beeinträchtigen, die Anzahl verfügbarer Sicherungsgeschäfte verringern, die Sicherheiten und die Liquidität belasten und über gemeinsame Clearingmitgliedschaften auf andere CCPs übergreifen. Ungeachtet der eingeführten regulatorischen Sicherungsmechanismen, zu denen auch verbesserte Angaben zu den Derivatepositionen (siehe Kasten 2) zählen, können Schocks wie Volatilitätsspitzen und die vorübergehende Verknappung der zur Finanzierung von Einschussforderungen benötigten Liquidität einen technisch bedingten Ausfall eines Clearingmitglieds auslösen. Durch prozyklische Entwicklungen der Höhe der zu hinterlegenden Sicherheiten oder durch einen Zusammenbruch von Korrelationen, die Einfluss auf die Verrechnung haben, könnten die Auswirkungen solcher Schocks beispielsweise noch verstärkt werden. In Verbindung mit dem eigentlichen Schock könnte dadurch der Stress für CCPs und deren Nutzer weiter zunehmen. Der regulatorische Rahmen enthält zwar Bestimmungen zur Minimierung derartiger Risiken, ist jedoch dem Verwaltungsrat des ESRB zufolge nach wie vor unvollständig. So fehlen beispielsweise ein harmonisiertes EU-weites Sanierungs- und Abwicklungsregime, Maßnahmen zur Eindämmung prozyklischer Effekte zweiter Ordnung bei der Berechnung der zu hinterlegenden Sicherheiten und der Risikoabschläge sowie eine systemweite Analyse der Abhängigkeit und der Widerstandsfähigkeit in Bezug auf die

<sup>7</sup> Siehe ESRB, [Systemic Cyber Risk](#), Februar 2020.



Erbringung kritischer Dienstleistungen für den europäischen Binnenmarkt durch inländische und gebietsfremde Finanzmarktinfrastrukturen. Dementsprechend veröffentlichte der ESRB im Januar 2020 einen Bericht, in dem sechs mögliche Maßnahmen zur Verringerung der Prozyklizität von Einschusszahlungen und Risikoabschlägen an den Derivatmärkten und bei Wertpapierfinanzierungsgeschäften dargelegt werden.<sup>8</sup> Auf diese Publikation wird in Abschnitt 2.3.2 ausführlicher eingegangen. Nach dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie war die Dienstleistungserbringung durch CCPs im ersten Quartal 2020 vor dem Hintergrund drastischer Veränderungen der Vermögenspreise und einer erhöhten Volatilität weiterhin angemessen. Die Clearingmitglieder waren allerdings mit hohen Einschussforderungen konfrontiert, was zuweilen Druck auf die Finanzierungsliquidität ausübte.

Was die mit dem Klimawandel verbundenen systemischen Risiken (Risiko 7) betrifft, so stellte der Verwaltungsrat des ESRB fest, dass die Beurteilung der Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems gegenüber den sich aus dem Klimawandel ergebenden Herausforderungen für europäische Institutionen (einschließlich des ESRB selbst) Priorität hat. Der Klimawandel stellt für die Gesellschaft ein existenzielles Problem dar und wird auf längere Sicht wohl zu tief greifenden Veränderungen im Wirtschafts- und Finanzsystem führen. Aus dem Klimawandel ergeben sich physische Risiken (z.B. Extremwetterlagen) und Transitionsrisiken, die den Übergang der Realwirtschaft zu einer nachhaltigeren Produktion betreffen. Die Fähigkeit des Finanzsystems, weiterhin Dienstleistungen für die (sich wandelnde) Realwirtschaft zu erbringen, wird maßgeblich davon abhängen, wie das System auf die durch den Klimawandel hervorgerufenen Herausforderungen reagiert. Dies kann wiederum die Entwicklung des Klimawandels selbst beeinflussen. In Zusammenarbeit mit anderen Behörden hat der ESRB seine Kapazitäten zur Beurteilung der Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems durch verschiedene Szenarien zu physischen Risiken und Übergangsrisiken verbessert. Im Rahmen des „Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System“, eines Netzwerks der Zentralbanken und Aufsichtsbehörden für den grünen Wandel im Finanzsystem, wurden verschiedene dieser Szenarien untersucht. Der ESRB weitet die in einer Studie der Nederlandsche Bank verwendete Methodik<sup>9</sup> aus. In der genannten Studie wird untersucht, wie sich vier Übergangsszenarien für Banken, Versicherungen und Pensionsfonds auf das Finanzsystem der EU auswirken. Die Fähigkeit der Wirtschaft, auf die vom Klimawandel ausgelösten Übergangsrisiken oder physischen Risiken zu reagieren, wird möglicherweise durch die Covid-19-Krise beeinträchtigt. Vor diesem Hintergrund hält es der Verwaltungsrat des ESRB für möglich, dass sich das aus dem Klimawandel ergebende Risiko für den Finanzsektor erhöht.

Stand der oben beschriebenen Risikobeurteilung ist der 25. Juni 2020 – also nach dem Redaktionsschluss für den vorliegenden Bericht. Dieser Zeitraum wurde mit einbezogen, um die aktuellste Einschätzung der Quellen systemischer Risiken für die Finanzstabilität in der EU vorlegen zu können. Demzufolge werden auch die Maßnahmen berücksichtigt, die der ESRB im zweiten Quartal 2020 ergriffen hat. Da diese nicht in den Betrachtungszeitraum des vorliegenden Berichts fallen, werden sie im Jahresbericht 2020 näher beschrieben. Grundlage der Maßnahmen des ESRB sind dessen mehrjährige Arbeiten vor allem zum makroprudenziellen Rahmenwerk für den Nichtbankenfinanzsektor. Sie betreffen die Auswirkungen, die Garantiesysteme und andere

<sup>8</sup> Siehe ESRB, [Mitigating the procyclicality of margins and haircuts in derivatives markets and securities financing transactions](#), Januar 2020.

<sup>9</sup> Siehe De Nederlandsche Bank, [An energy transition risk stress test for the financial system of the Netherlands](#), Occasional Studies, Bd 16-7, 2018.



fiskalische Maßnahmen zum Schutz der Realwirtschaft auf das Finanzsystem haben, Liquiditätsengpässe am Markt und deren Folgen für Vermögensverwalter und Versicherer, den Einfluss prozyklisch wirkender Herabstufungen von Anleihen auf die Märkte und Akteure im gesamten Finanzsystem, systemweite Beschränkungen von Dividendenzahlungen, Aktienrückkäufen und sonstigen Ausschüttungen sowie Liquiditätsrisiken aufgrund von Einschussforderungen. Diese hier nicht weiter erläuterten Maßnahmen finden Sie in einer eigenen Rubrik auf der Website des ESRB.<sup>10</sup>

## Kasten 1 Systemweite Cyber-Sicherheitsvorfälle

Kenzeichnend für Cyberrisiken sind drei wesentliche Merkmale, die zusammengenommen diese Risiken von anderen Quellen operationeller Risiken grundsätzlich unterscheiden, nämlich die Geschwindigkeit und das Ausmaß der Risikoverbreitung sowie die potenziellen Absichten der Bedrohungsakteure (Threat Actors). Durch die Vernetzung verschiedener Informationssysteme können sich Cyber-Sicherheitsvorfälle schnell und großflächig ausbreiten. Einige aktuelle Vorfälle haben gezeigt, dass die Bedrohungsakteure in der Lage sind, in die Netzwerke großer Organisationen einzudringen und diese innerhalb kurzer Zeit zu blockieren. Cybervorfälle können sich zudem über Sektoren und geografische Grenzen hinweg weit ausbreiten. Dabei können sie auch Einrichtungen betreffen, die nicht das primäre Ziel oder die Störungsquelle darstellen.

In den letzten Jahren haben sich Häufigkeit und Schwere von Cybervorfällen erhöht, und die böswilligen Cyberangriffe waren zuweilen immer ausgefeilter konstruiert. So haben vor allem Vorfälle im Zusammenhang mit Software-Lieferketten und der Einsatz gezielter destruktiver Schadsoftware erheblich zugenommen. Böswillige Cybervorfälle haben sich stärker verbreitet und sind von längerer Dauer. Überdies stieg die Anzahl der Vorfälle durch staatliche Akteure. Eine Schätzung der Gesamtkosten von Cyber-Sicherheitsvorfällen ist aus zwei Gründen schwierig: Erstens werden nicht alle Cybervorfälle und die daraus resultierenden Verluste gemeldet. Und zweitens ist auch bei Meldung eines Vorfalls oftmals unklar, inwieweit die Verlustschätzung nicht nur direkte Verluste (entgangene Einnahmen, entwendete Gelder, Reparaturkosten usw.), sondern auch indirekte Verluste umfasst (Reputationsverlust, Schaden am Markenwert, Rechtskosten, Geldstrafen usw.). Brancheninterne Schätzungen für die Weltwirtschaft gehen von 45 Mrd USD bis zu 654 Mrd USD im Jahr 2018 aus.

Ein Cyber-Sicherheitsvorfall kann sich zu einer systemischen Krise auswachsen, wenn das Vertrauen in das Finanzsystem ausgehöhlt wird. Ein entscheidender Aspekt bei der Beurteilung der Frage, ob sich ein Cybervorfall zu einer systemischen Finanzkrise entwickeln wird, besteht darin festzustellen, ob der Vorfall von der operationellen Ebene weiter auf den Finanz- und den Vertrauensbereich übergreift oder nicht. Zu einer derartigen Ausweitung kann es nur dann kommen, wenn kritische, der Realwirtschaft dienende Funktionen so stark gestört werden oder die entstandenen (bzw. erwarteten) finanziellen Verluste aus dem Vorfall so hoch sind, dass das Finanzsystem den Schock nicht länger absorbieren kann. So könnte beispielsweise die Wahrnehmung, dass Kontensalden bei einem oder mehreren Finanzinstituten unwiederbringlich zerstört, verändert oder verschlüsselt wurden, einen hinreichend schweren Schock für das

<sup>10</sup> Siehe [Policy measures in response to the COVID-19 pandemic](#).



Finanzsystem darstellen. Allein der Verlust des Vertrauens in die Integrität der Daten könnte ein ähnliches Ergebnis zur Folge haben. Überdies könnte sich ein Cybervorfall rasch von einem operationellen Ausfall zu einer Liquiditätskrise ausweiten. Die Liquiditätskrise könnte wiederum – wie bereits in früheren Finanzkrisen der Fall – zu einer systemischen Krise führen. Dies wäre beispielsweise dann möglich, wenn umfangreiche Verluste erwartet werden. Daher ähneln die späteren Phasen einer Cyberkrise jenen einer eher traditionellen Finanzkrise, denn es kommt zu großen (erwarteten) finanziellen Verlusten und einer merklichen Beschädigung des Vertrauens in das Finanzsystem. Wenngleich vorangegangene Cyber-Sicherheitsvorfälle wie die Cyberangriffe „WannaCry“ oder „NotPetya“ keine Gefahr für die Finanzstabilität darstellten, zeigen derartige Ereignisse doch, dass ein erfolgreicher Angriff, durch den der Finanzsektor und die Realwirtschaft destabilisiert werden sollen, durchaus denkbar ist.

Normierungsgremien, nationale und internationale Behörden sowie Branchenverbände bündeln ihre Bemühungen zur Begrenzung von Cyberrisiken. Aus einer vom ESRB durchgeführten Szenarioanalyse wird deutlich, dass der Verlust des Vertrauens in das Finanzsystem wesentlich darüber entscheidet, ob sich ein Cybervorfall zu einer systemischen Krise auswächst. Zudem werden in der Analyse Politikbereiche aufgeführt, bei denen eine weitergehende Betrachtung angezeigt ist. Erstens wären angesichts der Schnelligkeit und des Ausmaßes, mit denen sich ein Cyber-Sicherheitsvorfall verbreitet, eine rasche Abstimmung zwischen den Zuständigen sowie eine konsistente und unmissverständliche Kommunikation seitens der Behörden erforderlich, um das Vertrauen zu stärken. Zweitens wäre zur effektiven Wiederherstellung wichtiger ökonomischer Funktionen eine Vorausplanung nötig. Dazu zählen Vereinbarungen über eine eindeutige Aufgabenteilung zwischen der Finanzbranche und den Behörden sowie zwischen dem (technischen) Management von Sicherheitsvorfällen und dem (finanziellen) Folgenmanagement. Sollte sich aus einer Cyberkrise eine Krise entwickeln, die die Finanzmarktstabilität bedroht, gehören dazu möglicherweise auch Überlegungen zur Krisenkommunikation der Zentralbanken, zu ihren Interventionen und der von ihnen geleisteten Unterstützung. Und schließlich wäre eine Operationalisierung systemischer Resilienzmechanismen etwa durch eine getrennte und gesicherte Datenablage (Data Vaulting) von besonderer Bedeutung, da viele Sanierungs- und Abwicklungspläne entscheidend davon abhängen, dass wesentliche Daten vorliegen bzw. wiederherstellbar sind.

## Kasten 2

### Überwachung der Derivatemärkte in der EU durch den ESRB

Dank der Verfügbarkeit umfangreicher granularer Daten lassen sich die Risiken an den Derivatemärkten der EU zunehmend besser beurteilen und quantifizieren. Der ESRB hat in Zusammenarbeit mit der EZB, der ESMA und seinen Mitgliedsinstitutionen ein tägliches Monitoring zur Überwachung dieser Märkte entwickelt. Es basiert auf den Transaktionsdaten, die Gegenparteien in der EU gemäß der Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (EMIR) an die Transaktionsregister melden müssen.

Diese Arbeit hat sich vor dem Hintergrund des EU-Austritts des Vereinigten Königreichs als besonders nützlich erwiesen. Mit den täglich erstellten Bestandsaufnahmen dokumentierte der



ESRB die Entwicklung des grenzüberschreitenden Derivategeschäfts zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich. Die Frequenz, Aktualität und Granularität der Daten ermöglichten es dem ESRB, die Entwicklung sowohl börslich als auch außerbörslich gehandelter Instrumente aus ganz unterschiedlichen Perspektiven nachzuverfolgen.

Durch die Analyse umfangreicher granularer Daten lassen sich Entwicklungen genauer quantifizieren. Der vertrauliche Austausch dieser Informationen ermöglicht es den Behörden, in einen ständigen Dialog über Fragen der Finanzstabilität in einem stark vernetzten und komplexen Finanzsystem einzutreten. Der ESRB wird seine Arbeiten in diesem Bereich fortsetzen. Hierfür wird er seine Infrastruktur erweitern und seine Überwachungstools mit neu verfügbaren Daten anreichern.



## 2 Beitrag des ESRB zum politischen Rahmen

### 2.1 Maßnahmen des ESRB

Der ESRB sprach Warnungen und Empfehlungen aus, um die Risiken am Wohnimmobilienmarkt zu bekämpfen. Zudem trug er zur Koordinierung der makroprudenziellen Politik in der Europäischen Union bei, indem er eine Empfehlung zum Austausch von Zweigstellendaten sowie Stellungnahmen zur Anwendung strengerer nationaler Maßnahmen veröffentlichte und den Reziprozitätsrahmen nutzte.

#### 2.1.1 Warnungen und Empfehlungen des ESRB in Bezug auf mittelfristige Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor

Nachdem der ESRB im Jahr 2016 Warnungen an die zuständigen Fachminister Österreichs, Belgiens, Dänemarks, Luxemburgs, der Niederlande, Finnlands, Schwedens und des Vereinigten Königreichs ausgesprochen hatte, beschloss der Verwaltungsrat am 27. Juni 2019, länderspezifische Warnungen und Empfehlungen zu veröffentlichen, die sich mit den mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) befassen. Sechs der vorgenannten Länder (Belgien, Dänemark, Luxemburg, die Niederlande, Finnland und Schweden) erhielten Empfehlungen zu zusätzlich notwendigen Gegenmaßnahmen<sup>11</sup>, da die dort bisher ergriffenen bzw. verfügbaren Maßnahmen nach Auffassung des ESRB nur teilweise geeignet bzw. ausreichend waren, um die beanstandeten mittelfristigen Anfälligkeiten zu beseitigen. Zugleich sprach der ESRB Warnungen an fünf Staaten aus, in denen aufgrund der Wohnimmobilienengagements des Bankensystems neue Anfälligkeiten festgestellt wurden, und zwar an die Tschechische Republik, Deutschland, Frankreich, Island und Norwegen.<sup>12</sup>

Um wichtige Trends der verschiedenen Risikoindikatoren zu erkennen, veröffentlichte der ESRB im September 2019 seine Analyse zu den Risiken in den Wohnimmobiliensektoren der einzelnen Länder sowie seine Bewertung der dort ergriffenen Maßnahmen.<sup>13</sup> Betrachtet wurden die Entwicklungen im EWR, d. h. in den 28 EU-Mitgliedstaaten sowie Island, Liechtenstein und Norwegen. Das Ergebnis der Analyse lautete: In den meisten Ländern, die zuletzt Empfehlungen bzw. Warnungen erhalten hatten, bestanden vor allem deshalb Anfälligkeiten, weil die Verschuldung der privaten Haushalte hoch war bzw. weiter anstieg, eine potenzielle Überbewertung einzelner Segmente der Wohnimmobilienmärkte für Bedenken sorgte, die Hypothekarkreditvergabe ausgeweitet wurde und sich eine gewisse Lockerung der Kreditvergabestandards abzeichnete. Die Analyse basierte auf dem methodischen Rahmen, den

<sup>11</sup> Siehe [Empfehlung ESRB/2019/4](#) (Belgien), [Empfehlung ESRB/2019/5](#) (Dänemark), [Empfehlung ESRB/2019/6](#) (Luxemburg), [Empfehlung ESRB/2019/7](#) (Niederlande), [Empfehlung ESRB/2019/8](#) (Finnland) und [Empfehlung ESRB/2019/9](#) (Schweden).

<sup>12</sup> Siehe [Warnung ESRB/2019/10](#) (Tschechische Republik), [Warnung ESRB/2019/11](#) (Deutschland), [Warnung ESRB/2019/12](#) (Frankreich), [Warnung ESRB/2019/13](#) (Island), [Warnung ESRB/2019/14](#) (Norwegen).

<sup>13</sup> Siehe ESRB, [Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries](#), September 2019.



der ESRB zur EU-weiten Bewertung der Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor und der diesbezüglich ergriffenen makroprudenziellen Maßnahmen entwickelt hat. Bewertet wurden dabei die Feststellung von Risiken und die Frage, ob die ergriffenen Maßnahmen geeignet und ausreichend waren.<sup>14</sup>

### 2.1.2 Änderung der Empfehlung zur Schließung von Lücken bei Immobiliendaten

Der ESRB befasste sich mit der Änderung der Empfehlung ESRB/2016/14 zur Schließung von Lücken bei Immobiliendaten.<sup>15</sup> Ziel war es, die in der Empfehlung ESRB/2016/14 verwendeten Definitionen von Gewerbeimmobilien und Wohnimmobilien mit den weiter gefassten Begriffsbestimmungen der Verordnung EZB/2016/1316<sup>16</sup> zu vereinheitlichen, um die erforderlichen Finanzstabilitätsanalysen zu erleichtern. Dies ermöglicht eine effektivere regelmäßige Erhebung und Verteilung von vergleichbaren Länderdaten auf Unionsebene. Außerdem können so die Entwicklungen am Wohnimmobilienmarkt und die Wirksamkeit der zur Behebung von Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors ergriffenen makroprudenziellen Maßnahmen genauer bewertet werden.

Im Zuge der Änderung von Empfehlung ESRB/2016/14 wurde auch die Empfehlung F hinzugefügt, die an die Europäische Kommission und insbesondere an Eurostat als zuständige Dienststelle gerichtet ist. Der Kommission wird empfohlen, das Legislativverfahren zur Schaffung eines gemeinsamen Mindestrahmens für die Entwicklung, Erstellung und Verteilung einer Datenbank zu eröffnen, in der Indikatoren des physischen Gewerbeimmobilienmarkts gespeichert werden. Darüber hinaus soll die Kommission die Ausarbeitung und Förderung der statistischen Standards, Quellen, Methoden und Verfahren für die Entwicklung dieser Datenbank vorantreiben.

### 2.1.3 Empfehlung des ESRB zur Stärkung des Austauschs von Informationen zu Zweigstellen

Am 26. September 2019 erließ der ESRB die Empfehlung ESRB/2019/18 über den Austausch und die Erhebung für makroprudenzielle Zwecke von Informationen zu Zweigstellen von Kreditinstituten mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat oder in einem Drittland.<sup>17</sup> Insbesondere wenn Zweigstellen als relevant für die Finanzstabilität des Landes, in dem sie tätig sind, eingestuft werden, besteht ein Erfordernis, die Zusammenarbeit zwischen den jeweiligen Behörden des Herkunfts- und des Aufnahmemitgliedstaats zu verstärken. Der Austausch von Daten, die als unerlässlich für die

<sup>14</sup> Siehe ESRB, [Methodologies for the assessment of real estate vulnerabilities and macroprudential policies: residential real estate](#), September 2019.

<sup>15</sup> Siehe [Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 31. Oktober 2016 zur Schließung von Lücken bei Immobiliendaten \(ESRB/2016/14\)](#), ABl. C 31 vom 31.1.2017, S. 1; [Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 21. März 2019 zur Änderung der Empfehlung ESRB/2016/14 zur Schließung von Lücken bei Immobiliendaten \(ESRB/2019/3\)](#), ABl. C 271 vom 13.8.2019, S. 1.

<sup>16</sup> Siehe [Verordnung \(EU\) 2016/867 der Europäischen Zentralbank vom 18. Mai 2016 über die Erhebung granularer Kreditdaten und Kreditrisikodaten \(EZB/2016/13\)](#), ABl. L 144 vom 1.6.2016, S. 44.

<sup>17</sup> Siehe [Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 26. September 2019 über den Austausch und die Erhebung für makroprudenzielle Zwecke von Informationen zu Zweigstellen von Kreditinstituten mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat oder in einem Drittland \(ESRB/2019/18\)](#), ABl. C 412 vom 9.12.2019, S. 1.



makroprudenzielle Überwachung in der Europäischen Union gelten, ist von überaus großer Bedeutung. Deshalb enthält die Empfehlung notwendige Maßnahmen, die dazu beitragen werden, dass die Behörden, die mit der Verabschiedung bzw. Aktivierung makroprudenzieller Maßnahmen oder mit sonstigen Aufgaben zur Wahrung der Finanzstabilität betraut sind, ihr Mandat in Bezug auf Zweigstellen mit Sitz in einem anderen EU-Mitgliedstaat oder in einem Drittland erfüllen. Darüber hinaus empfiehlt der ESRB der Kommission, das geltende Unionsrecht hinsichtlich bestehender Hürden zu prüfen, welche die Behörden derzeit an der Erfüllung ihrer Aufgaben hindern, und zu deren Beseitigung gegebenenfalls eine Änderung der jeweiligen Instrumente im Unionsrecht vorzuschlagen. Ferner empfiehlt der ESRB der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA), Leitlinien zum Informationsaustausch zu veröffentlichen, die auch ein Verzeichnis der auf auf jedem Fall auszutauschenden Informationen enthalten sollten, und danach die Wirksamkeit und Effizienz des Informationsaustauschs zwischen den jeweiligen Behörden zu überwachen.

#### 2.1.4 Stellungnahme des ESRB zur Verlängerung der Anwendung einer strengeren nationalen Maßnahme Finnlands

Finnland unterrichtete den ESRB gemäß Artikel 458 Absatz 8 der Eigenkapitalverordnung (CRR)<sup>18</sup> über die Absicht, eine strengere nationale Maßnahme, die vom 1. Januar 2018 bis zum 31. Dezember 2019 angewendet wurde, zu verlängern. Es handelt sich um eine institutsspezifische Untergrenze von 15 % für das durchschnittliche Risikogewicht von Wohnimmobilienkrediten. Diese gilt für Kreditinstitute, die den auf internen Ratings basierenden Ansatz verwenden (IRB-Banken) und bleibt nun bis 31. Dezember 2020 in Kraft. In seiner dem Europäischen Rat, der Europäischen Kommission und Finnland vorgelegten Stellungnahme gelangte der ESRB zu der Schlussfolgerung, dass die Verlängerung notwendig sei, um den in der ursprünglichen Maßnahme erwähnten systemischen Risiken und Gefahren, die vom finnischen Wohnimmobilienmarkt ausgehen, wirksam zu begegnen. Die Verlängerung habe indes keine unverhältnismäßigen nachteiligen Auswirkungen auf den europäischen Binnenmarkt oder andere Finanzsysteme.<sup>19</sup>

#### 2.1.5 Maßnahmen nach Artikel 458 der CRR

Am 15. April 2019 teilte die Eesti Pank dem ESRB ihre Absicht mit, im Einklang mit Artikel 458 Absatz 2 Buchstabe d Ziffer vi der CRR eine strengere nationale Maßnahme für Risikogewichte zu erlassen. Die Maßnahme sieht vor, für Portfolios hypothekarisch besicherter Immobilienkredite, die im Rahmen des Mengengeschäfts an in Estland ansässige Schuldner vergeben werden, eine institutsspezifische Untergrenze von 15 % für den forderungsbetragsgewichteten Durchschnitt der Risikogewichte festzulegen. Sie gilt für Banken, die ihre aufsichtlichen Kapitalanforderungen anhand des IRB-Ansatzes berechnen. Gemäß Artikel 458 Absatz 4 der CRR übermittelte der ESRB dem Europäischen Rat, der Europäischen Kommission und Estland am 13. Mai 2019 eine

<sup>18</sup> Siehe [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. 648/2012](#), ABl. L 176 vom 27.6.2013, S. 1).

<sup>19</sup> Siehe [Opinion of the European Systemic Risk Board of 25 July 2019 regarding Finnish notification of an extension of the period of application of a stricter national measure based on Article 458 of Regulation \(EU\) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council on prudential requirements for credit institutions and investment firms](#) (ESRB/2019/16).



Stellungnahme.<sup>20</sup> Darin vertrat er die Auffassung, dass die Maßnahme dazu beitragen könne, die Risikotragfähigkeit des Kapitals von in Estland ansässigen IRB-Banken so zu erhalten, dass systemische Risiken am Wohnimmobilienmarkt im Falle ihres Eintritts eingedämmt würden. Ferner, so der ESRB, seien die anderen in Artikel 458 der CRR aufgeführten makroprudenziellen Instrumente, die zunächst zu prüfen sind, bevor strengere nationale Maßnahmen ergriffen werden, nicht geeignet, um dem vorliegenden Risiko zu begegnen. Insgesamt werde die Maßnahme keine unverhältnismäßigen nachteiligen Auswirkungen auf den europäischen Binnenmarkt oder andere Finanzsysteme haben. In der wirtschaftlichen Einschätzung, die der ESRB zusammen mit seiner Stellungnahme vorlegte, betonte er auch die Bedeutung der harmonisierten europäischen Aufsicht über interne Modelle, die in den einzelnen Regionen und Ländern recht unterschiedlich ausgestaltet sind.

Am 8. Januar 2020 teilte De Nederlandsche Bank dem ESRB ihre Absicht mit, im Einklang mit Artikel 458 Absatz 2 Buchstabe d Ziffer vi der CRR eine strengere nationale Maßnahme für Risikogewichte zu erlassen. Die Maßnahme sieht eine Risikogewichtsuntergrenze für Kreditinstitute vor, die ihre aufsichtlichen Kapitalanforderungen anhand des IRB-Ansatzes ermitteln. Sie gilt für Portfolios von Forderungen gegenüber natürlichen Personen, die durch Hypotheken auf in den Niederlanden befindliche Wohnimmobilien besichert sind. Kredite, die dem nationalen Hypothekengarantieprogramm (Nationale Hypotheek Garantie – NHG) unterliegen, sind hiervon nicht betroffen. Die vorgeschlagene Maßnahme zielt hauptsächlich darauf ab, die Widerstandsfähigkeit der niederländischen Banken für den Fall zu stärken, dass es in Anbetracht der in den vergangenen Jahren fortlaufend gestiegenen Immobilienpreise zu einem deutlichen Abschwung am Wohnimmobilienmarkt kommt. Gemäß Artikel 458 Absatz 4 der CRR übermittelte der ESRB dem Europäischen Rat, der Europäischen Kommission und den Niederlanden am 6. Februar 2020 seine Stellungnahme.<sup>21</sup> Darin vertrat er die Auffassung, dass die Anfälligkeiten am Wohnimmobilienmarkt – insbesondere jene systemischer Art – durch die bisher angewendeten Risikogewichte für Hypothekarkredite in den Niederlanden nicht vollständig abgedeckt seien. Die beabsichtigte Maßnahme, die eine Untergrenze für die an das Verhältnis des Darlehensvolumens zum Immobilienwert (LTV) gekoppelten Risikogewichte vorsieht, trage dazu bei, die Widerstandsfähigkeit niederländischer Banken gegenüber möglicherweise eintretenden systemischen Risiken am Immobilienmarkt zu erhöhen.

Am 27. Januar 2020 teilte die Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique (NBB/BNB) dem ESRB ihre Absicht mit, den Anwendungszeitraum ihrer aktuellen makroprudenziellen Maßnahme auf der Grundlage von Artikel 458 Absatz 2 Buchstabe d Ziffer vi der CRR zu verlängern. Es handelt sich dabei um einen makroprudenziellen Aufschlag. Dieser ist von allen heimischen IRB-Banken auf die Risikogewichte von Forderungen aus dem Mengengeschäft anzuwenden, die durch in Belgien befindliche Wohnimmobilien besichert sind. Gemäß Artikel 458 Absatz 4 der CRR übermittelte der ESRB dem Europäischen Rat, der

---

<sup>20</sup> Siehe [Opinion of the European Systemic Risk Board of 13 May 2019 regarding Estonian notification of a stricter national measure based on Article 458 of Regulation \(EU\) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council on prudential requirements for credit institutions and investment firms](#) (ESRB/2019/2).

<sup>21</sup> Siehe [Opinion of the European Systemic Risk Board of 6 February 2020 regarding Dutch notification of a stricter national measure based on Article 458 of Regulation \(EU\) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council on prudential requirements for credit institutions and investment firms](#) (ESRB/2020/1).



Europäischen Kommission und Belgien am 26. Februar 2020 seine Stellungnahme.<sup>22</sup> Darin unterstützte er die Absicht der belgischen Zentralbank, den Anwendungszeitraum der aktuellen makroprudenziellen Maßnahme, d. h. die Erhöhung der Risikogewichte für Forderungen der IRB-Banken im belgischen Wohnimmobiliensektor, zu verlängern. Die jüngste Entwicklung in diesem Sektor rechtfertigt die Verlängerung, die darauf abzielt, die Widerstandsfähigkeit belgischer Banken zu gewährleisten, sollten systemische Risiken im Wohnimmobilienmarkt zum Tragen kommen.

## 2.2 Bankensektor

Der ESRB trug auch im aktuellen Berichtszeitraum mit seiner Arbeit dazu bei, die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors in der EU zu sichern. In diesem Zusammenhang erstellte er einen Bericht zu den makroprudenziellen Implikationen der für Rechnungslegungszwecke zum beizulegenden Zeitwert ausgewiesenen und als „Level 2“ oder „Level 3“ eingestuft Finanzinstrumente. Darüber hinaus leistete der ESRB einen Beitrag zum EU-weiten Stresstest der EBA im Jahr 2020.

### 2.2.1 Adverses Szenario für den EU-weiten Stresstest der EBA im Jahr 2020

Die EU-weiten Stresstests enthalten auch Arbeitsbeiträge des ESRB. So schreiben die EU-Verordnungen zur Errichtung der drei europäischen Aufsichtsbehörden – Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA), Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) und Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) – diesen Behörden vor, in Zusammenarbeit mit dem ESRB unionsweite Bewertungen der Widerstandsfähigkeit von Finanzinstituten gegen ungünstige Marktentwicklungen, unter anderem in Form von Stresstests, zu initiieren und zu koordinieren.<sup>23</sup> Im Rahmen dieser Kooperation erstellt der ESRB üblicherweise die adversen Szenarien für die Stresstests der europäischen Aufsichtsbehörden, wobei die von ihm festgestellten Risiken den Ausgangspunkt bilden.

<sup>22</sup> Siehe [Opinion of the European Systemic Risk Board of 26 February 2020 regarding Belgian notification of an extension of the period of application of a stricter national measure based on Article 458 of Regulation \(EU\) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council on prudential requirements for credit institutions and investment firms](#) (ESRB/2020/2).

<sup>23</sup> Siehe [Verordnung \(EU\) Nr. 1093/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde \(Europäische Bankenaufsichtsbehörde\), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/78/EG der Kommission](#), ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 12; [Verordnung \(EU\) Nr. 1094/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde \(Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung\), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/79/EG der Kommission](#), ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 48; [Verordnung \(EU\) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde \(Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde\), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission](#), ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 84.



Am 31. Januar 2020 startete die EBA den EU-weiten Stresstest des Bankensektors für das Jahr 2020. Hierfür lieferte der ESRB das adverse Szenario.<sup>24</sup> Die für Stresstests eingerichtete Task Force des ESRB erarbeitete ein entsprechendes Szenario mit dem Titel „Lower for Longer“. Dieses trug den wichtigsten vom Verwaltungsrat des ESRB und von anderen europäischen Behörden festgestellten Risiken Rechnung, denen sich der Bankensektor in einem Umfeld niedriger Zinsen, geringer Ertragskraft und schwacher Wachstumsaussichten gegenübersteht. Bei der Konzipierung des Szenarios wurden auch Empfehlungen des Europäischen Rechnungshofs berücksichtigt, die dieser im Nachgang seiner Überprüfung des Stresstests 2018 und des adversen Szenarios ausgesprochen hatte.<sup>25</sup> Insbesondere sollten der Rat der Aufseher der EBA und der ESRB stärker als bisher zusammenarbeiten, um sicherzustellen, dass alle wesentlichen Risiken im Bankensektor angemessen berücksichtigt werden.

Nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie verschob die EBA den für 2020 geplanten EU-weiten Stresstest des Bankensektors. Da sich das Coronavirus im Februar und März 2020 überall in Europa ausbreitete, beschloss der Rat der Aufseher der EBA, den Stresstest nicht 2020, sondern erst 2021 durchzuführen und damit den Banken die Möglichkeit zu geben, sich vorrangig um die Aufrechterhaltung ihres Geschäftsbetriebs zu kümmern.<sup>26</sup> Um die Risiken abzubilden, die bei Beginn des nachzulegenden Stresstests vorliegen werden, plant der ESRB, ein neues Szenario auszuarbeiten.

## 2.2.2 Bericht zu Level-2- und Level-3-Finanzinstrumenten

Der ESRB setzte seine Beurteilung der Auswirkungen von Rechnungslegungsstandards auf die Finanzstabilität fort. Im Februar 2020 veröffentlichte er einen Bericht zu den makroprudenziellen Implikationen der für Rechnungslegungszwecke zum beizulegenden Zeitwert ausgewiesenen und als „Level 2“ oder „Level 3“ eingestuften Finanzinstrumente.<sup>27</sup>

Darin werden drei Hauptproblemfelder benannt, in denen die Erfassung der Finanzinstrumente zum beizulegenden Zeitwert die Finanzstabilität beeinträchtigen und somit Auswirkungen auf makroprudenzieller Ebene haben kann. Diese ergeben sich aus a) einer nicht zutreffenden Bewertung der Finanzinstrumente, b) potenzieller Volatilität und Illiquidität in Stressphasen (insbesondere von Level-2- und Level-3-Finanzinstrumenten) und c) einer nicht adäquaten Abbildung der zugrunde liegenden Risiken im Aufsichtsrahmen.

<sup>24</sup> Siehe ESRB, **Macrofinancial scenario for the 2020 EU-wide banking sector stress test**, Januar 2020.

<sup>25</sup> Siehe Europäischer Rechnungshof, **EU-weite Stresstests für Banken: so viele Informationen über Banken wie noch nie, aber stärkere Koordinierung und Risikofokussierung nötig**, Sonderbericht 10/2019, Juli 2019.

<sup>26</sup> Siehe EBA, **EBA Statement on actions to mitigate the impact of COVID-19 on the EU Banking sector**, Pressemitteilung, 12. März 2020.

<sup>27</sup> Siehe ESRB, **Macroprudential implications of financial instruments in Levels 2 and 3 for accounting purposes**, Februar 2020. Der beizulegende Zeitwert ist gemäß den internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS) der Preis, der im Zuge eines geordneten Geschäftsvorfalles unter Marktteilnehmern am Bemessungsstichtag beim Verkauf eines Vermögenswerts erhalten würde oder bei Übertragung einer Schuld zu zahlen wäre. Finanzinstrumente, deren beizulegender Zeitwert direkt am Markt beobachtbar ist, werden der ersten Stufe (Level 1) zugeordnet. Bei Finanzinstrumenten der zweiten Stufe (Level 2) lässt sich der beizulegende Zeitwert nicht beobachten, kann jedoch anhand beobachtbarer Daten ermittelt werden. Wird der beizulegende Zeitwert zu einem erheblichen Teil auf Basis nicht beobachtbarer Daten festgelegt, so handelt es sich um ein Finanzinstrument der dritten Stufe (Level 3).



Ende 2018 befanden sich in den Bilanzen von Banken in der EU insgesamt 7 279 Mrd € an zum beizulegenden Zeitwert erfassten Vermögenswerten (rund 25 % der Gesamtaktiva). Davon entfielen 2 379 Mrd € auf Level-1-Finanzinstrumente (hauptsächlich Schuldverschreibungen), 4 600 Mrd € auf Level-2-Finanzinstrumente (größtenteils Derivate) und 300 Mrd € auf Level-3-Finanzinstrumente.<sup>28</sup> Verglichen mit Ende 2016 ist der Gesamtwert der zum beizulegenden Zeitwert erfassten Finanzinstrumente deutlich gesunken. Ursächlich hierfür ist ein Rückgang der Derivatepositionen.<sup>29</sup>

Die verfügbaren Daten zeigen auch, dass Level-2- und Level-3-Finanzinstrumente für die einzelnen Banken von unterschiedlich hoher Relevanz sind. Dabei weisen die zugrunde liegenden Portfolios, Instrumente und die im Zusammenhang mit den Instrumenten verwendeten Modelle eine hohe Heterogenität auf. Vor diesem Hintergrund lauteten die Schlussfolgerungen des Berichts, dass die politische Antwort vor allem darin bestehen sollte, a) die Transparenz durch eine verbesserte Offenlegung zu erhöhen, b) die Mandate von Wirtschaftsprüfern, Enforcement-Institutionen und mikroprudenziellen Aufsehern vollumfänglich zu nutzen und c) die grundlegende Überarbeitung des Handelsbuchs (Fundamental Review of the Trading Book) unverzüglich in den Aufsichtsrahmen der EU aufzunehmen.

## 2.3 Entwicklungen außerhalb des Bankensektors

Der ESRB arbeitete auch im Berichtsjahr daran, das außerhalb des Bankensektors eingesetzte makroprudenzielle Instrumentarium zu erweitern. Insbesondere prüfte er mögliche Maßnahmen zur Begrenzung der Prozyklizität von Einschusszahlungen und Risikoabschlägen bei Derivaten und Wertpapierfinanzierungsgeschäften sowie Ansätze für eine verbesserte Sanierung und Abwicklung von zentralen Gegenparteien (CCPs), für eine stärker makroprudenziell ausgerichtete Regulierung des Versicherungssektors und für eine Erweiterung der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD).

### 2.3.1 Einschusszahlungen und Risikoabschläge

Der ESRB veröffentlichte im Januar 2020 einen Bericht, in dem er darlegte, wie das systemische Risiko, das sich aus der Prozyklizität von Einschusszahlungen und Risikoabschlägen ergibt, begrenzt werden kann.<sup>30</sup> Damit knüpfte er an seine Arbeiten zu einem Bericht aus dem Jahr 2017 an. Das aktuelle Dokument enthält neue Analysen und zeigt mögliche Maßnahmen zur Bewältigung dieses Risikos auf.

<sup>28</sup> Die Stichprobe umfasst 128 Banken in der EU, die zusammen rund 90 % der Gesamtaktiva des Bankensektors in der EU ausmachen. Alle Daten wurden auf der obersten Konsolidierungsebene erfasst.

<sup>29</sup> Anhand der Daten aus den aufsichtlichen Meldungen lässt sich nicht unterscheiden, ob die Veränderungen bewertungsbedingt (Kursveränderungen) oder transaktionsbedingt (Volumenveränderungen) sind. Diese Einschränkung ist insbesondere bei Vergleichen unterschiedlicher Zeiträume von Bedeutung. Der Rechnungslegungsstandard IAS 32 sieht bestimmte Möglichkeiten der Verrechnung (Netting) von Derivatepositionen vor. Die entsprechenden IFRS-Bestimmungen sind jedoch nach allgemeiner Auffassung deutlich strenger als die des US-Rechnungslegungsstandards US-GAAP. Siehe hierzu auch ESRB, [Macroprudential implications of financial instruments in Levels 2 and 3 for accounting purposes](#), Februar 2020.

<sup>30</sup> Siehe ESRB, [Mitigating the procyclicality of margins and haircuts in derivatives markets and securities financing transactions](#), Januar 2020.



Eines der Risiken im Zusammenhang mit der gängigen Praxis der Einschuss- und Nachschusszahlungen besteht darin, dass die letztere stark volatil sind, wenn die Finanzmärkte unter Stress geraten. Diese Prozyklizität führt bei Marktspannungen zu steigenden Einschusszahlungen und Risikoabschlägen für Sicherheiten, wodurch sich Preisbewegungen verstärken können. Zwar ist die Prozyklizität eine natürliche Eigenschaft der Nachschusszahlungen, doch kann eine hohe Zyklizität der Einschusszahlungen oder Risikoabschläge während einer Marktstörung zu unbeabsichtigten Zweitrundeneffekten beitragen.

Der ESRB schlug sechs mögliche Maßnahmen in Bezug auf die Einschuss- und Nachschussexpraxis vor, durch die Finanzstabilitätsrisiken verringert werden könnten: taggleiche Weitergabe der innertäglich eingeforderten Nachschusszahlungen (intraday variation margins) durch die zentralen Gegenparteien; Einführung einer Untergrenze der Einschusszahlungen (initial margins) für Derivatmärkte, an denen das Clearing sowohl zentral als auch nicht zentral erfolgt; Verringerung der Prozyklizitätsrisiken im Kundenclearing durch Beschränkung des Ermessensspielraums der Anbieter von Kundenclearing-Diensten gegenüber ihren Kunden; Einführung angemessener Mitteilungsfristen für Änderungen der Risikoabschläge und der Ankererkennungsfähigkeit von Sicherheiten; Einführung eines Puffers von Barsicherheiten für Marktteilnehmer, die zentral und nicht zentral geclearte Derivategeschäfte tätigen; Pflicht zur Verwendung von Einschuss- und Nachschusszahlungen für Risikominderungszwecke bei nicht zentral geclearnten Wertpapierfinanzierungsgeschäften. Der ESRB zeigt diese Maßnahmen in dem Wissen auf, dass ihre Umsetzung noch weitere Arbeiten und eine Einbindung von Marktteilnehmern und internationalen Foren erfordern würde.

## 2.3.2 Regulierungsrahmen für zentrale Gegenparteien

Im Jahr 2019 traten die Überarbeitungen der Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (EMIR) in Kraft (EMIR-Refit und EMIR 2.2)<sup>31</sup>. Dementsprechend muss die ESMA nun den ESRB zu einer Reihe von Fragen zu Rate ziehen. Dies betrifft unter anderem die Einteilung der Drittstaaten-CCPs anhand ihrer Systemrelevanz (Tiering), die Aussetzung der Clearingpflicht, zentrale Clearing-Lösungen für Pensionseinrichtungen und die mögliche Befreiung zur Risikominderung bereitgestellter Nachhandelsdienstleistungen von der Clearingpflicht. Der ESRB widmete sich gemeinsam mit der ESMA diesen neuen Aufgaben und entwickelt derzeit den analytischen Rahmen, um der ESMA die erforderlichen Einschätzungen geben zu können. Des Weiteren verfasste der ESRB eine Antwort zu einem Konsultationsentwurf der ESMA, der sich mit den technischen Aspekten der Bereitstellung von Clearingdienstleistungen gemäß der EMIR befasste. Insbesondere ging es um die Kriterien für faire, angemessene, nicht diskriminierende und transparente Handelsbedingungen („fair, reasonable, non-discriminatory, transparent“ –

<sup>31</sup> Siehe [Verordnung \(EU\) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister](#), ABl. L 201 vom 27.7.2012, S. 1; [Verordnung \(EU\) 2019/834 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Mai 2019 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](#), ABl. 141 vom 28.5.2019, S. 42; [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, S. 1.



FRANDT). Im Berichtszeitraum begann der Trilog-Prozess für das Dossier zur Sanierung und Abwicklung zentraler Gegenparteien.<sup>32</sup> Der ESRB trug zur Entwicklung des Sanierungs- und Abwicklungsrahmenwerks für CCPs bei, indem er eine Antwort für das Konsultationsverfahren der Europäischen Kommission verfasste und im Januar 2019 einen Bericht<sup>33</sup> veröffentlichte, in dem die spezifischen Aspekte von Interoperabilitätsvereinbarungen hervorgehoben wurden.

In der Antwort zum Konsultationsverfahren ging der ESRB auf die Interoperabilitätsbeziehungen zwischen CCPs ein. Interoperabilitätsbeziehungen ermöglichen es den Clearing-Mitgliedern einer CCP, Geschäfte, die sie mit einem Mitglied einer anderen CCP abgeschlossen haben, zentral zu clearen.<sup>34</sup> Sie müssen hierfür nicht Mitglied der anderen CCP sein. Der ESRB stellte fest, dass es im Falle der Sanierung oder Abwicklung einer interoperablen CCP keine vollständige rechtliche Sicherheit darüber gebe, ob die CCP und/oder ihre Abwicklungsbehörden durch den Einsatz von Instrumenten zur Verlustteilung die andere interoperable CCP nicht ebenfalls in die Sanierung oder Abwicklung zwingen würden. Anfang Februar 2020 legten die Mitarbeiter des ESRB-Sekretariats diese Fragen in bilateralen Treffen mit den Vertretern des Europäischen Parlaments und der kroatischen EU-Ratspräsidentschaft vor und unterbreiteten Überarbeitungsvorschläge für den Gesetzestext.

### 2.3.3 Erweiterung der makroprudenziellen Ebene von Solvency II

Der ESRB ist der Auffassung, dass der EU-Regulierungsrahmen für die Versicherungsaufsicht (Solvency II) nach einer Überarbeitung den makroprudenziellen Aspekten besser Rechnung tragen dürfte. Er sollte somit zur Verringerung des systemischen Risikos im Finanzsektor beitragen. Der Verwaltungsrat des ESRB verabschiedete einen Bericht<sup>35</sup>, in dem drei Arten von Instrumenten erörtert werden:

- **Solvabilitätsinstrumente:** Sie sollen ein prozyklisches Anlageverhalten der Versicherer verhindern bzw. begrenzen. Die bestehenden Mechanismen zur Beschränkung der Prozyklizität sollten durch eine symmetrische und transparente Volatilitätsanpassung und durch die Berücksichtigung von Interaktionen mit internen Modellen verbessert werden.
- **Liquiditätsinstrumente:** Sie dienen der Bewältigung von Risiken, die sich aus bestimmten Aktivitäten wie z. B. der Absicherung über Derivate und dem Verkauf von Versicherungsprodukten mit Kündigungsmerkmalen ergeben. Zur Erweiterung des Rahmens für das Liquiditätsrisiko sollten das Meldewesen und die Risikomessung verbessert sowie Stresstestanforderungen und Säule-2-Bestimmungen für Liquiditätspuffer festgelegt werden.
- **Instrumente, um den Risiken aus der Kreditvergabe an die Wirtschaft zu begegnen:** Sie kommen beispielsweise zum Einsatz, wenn Versicherer Hypothekarkredite ausreichen oder in Unternehmensanleihen investieren. Die Behandlung der Kreditbereitstellung sollte durch ein

<sup>32</sup> In den Trilog-Verhandlungen zwischen dem Rat der EU, dem Europäischen Parlament und der Europäischen Kommission soll eine Einigung über den endgültigen Text erzielt werden.

<sup>33</sup> Siehe ESRB, [ESRB report to the European Commission on the systemic risk implications of CCP interoperability arrangements](#), Januar 2016.

<sup>34</sup> Dieser Fall tritt entweder ein, wenn ein Finanzinstrument an mehreren Handelsplätzen gehandelt wird, für die jeweils unterschiedliche CCPs Clearing-Leistungen anbieten, oder wenn an einem Handelsplatz mehrere CCPs ihre Clearing-Leistungen anbieten.

<sup>35</sup> Siehe ESRB, [Enhancing the macroprudential dimension of Solvency II](#), Februar 2020.



am Kapital ansetzendes Instrumentarium für (sub-)sektorale Risikopositionen und durch die Ausweitung des Anwendungsbereichs des kreditnehmerbasierten Instrumentariums auf Versicherer verbessert werden, um eine einheitliche makroprudenzielle Politik in den einzelnen Sektoren des Finanzsystems zu gewährleisten.

### Kasten 3

#### Antwort des ESRB auf die Konsultation der EIOPA zur Überarbeitung von Solvency II

Der ESRB nahm im Januar 2020 Stellung zum Konsultationspapier der EIOPA zur Überarbeitung von Solvency II.<sup>36</sup> Er vertritt die Position, dass Solvency II zu einer höheren Sicherheit der einzelnen Versicherungsunternehmen beigetragen hat. Der Erfolg des neuen Aufsichtsregimes ist maßgeblich der EIOPA zu verdanken. Allerdings weist das Regelwerk auch Lücken auf. Die bevorstehende Überarbeitung von Solvency II bietet daher eine einzigartige Gelegenheit, diese Lücken in den kommenden Jahren zu schließen. Der ESRB hat in den vergangenen Jahren zu unterschiedlichen Punkten Stellung bezogen, die von besonders hoher Bedeutung für die Stabilität des Finanzsystems sind, und hält Folgendes für notwendig:

- Stärkere Berücksichtigung makroprudenzieller Aspekte in den Solvency II-Regeln: Die diesbezüglichen Vorschläge des ESRB sind in zwei Berichten detailliert dargelegt.<sup>37</sup>
- Schaffung eines harmonisierten Sanierungs- und Abwicklungsrahmens für die EU: Dieser würde zu einem angemessenen Schutz der Versicherungsnehmer sowie zur Wahrung der Finanzstabilität in der EU beitragen. Beide Zielsetzungen sollten dabei gleichgestellt sein. Ein harmonisierter Sanierungs- und Abwicklungsrahmen erfordert ein Instrumentarium, das umfangreicher ist als im regulären Insolvenzverfahren. Dazu zählen eine Präventivplanung, die Befugniserteilung für die Behörden, bereits vor einem Verstoß gegen die Solvabilitätsanforderungen einzugreifen, die Möglichkeit, das Portfolio vollständig oder teilweise zu übertragen oder abzuspalten, sowie eine Abänderung der Vertragsrechte als Ultima Ratio.
- Sicherstellung, dass Risiken mithilfe von Solvency II ordnungsgemäß erfasst werden: Vor allem angesichts des Niedrigzinsumfelds hält es der ESRB für notwendig, die risikofreie Zinsstrukturkurve anzupassen. Der Last Liquid Point der regulatorischen risikofreien Euro-Zinsstrukturkurve sollte auf 30 Jahre gesetzt werden. Überdies sollte der Konvergenzzeitraum vom Last Liquid Point bis zum langfristigen Gleichgewichtszins (Ultimate Forward Rate) von 40 auf 100 Jahre verlängert werden. Der ESRB erachtet es zudem als wichtig, dass die Widerstandsfähigkeit des Versicherungssektors gegenüber Immobilienmarktrisiken derzeit nicht geschwächt wird.

<sup>36</sup> Siehe ESRB, [ESRB response to the EIOPA Consultation Paper on the 2020 review of Solvency II](#), Januar 2020.

<sup>37</sup> Siehe ESRB, [Macroprudential provisions, measures and instruments for insurance](#), November 2018; ESRB, [Enhancing the macroprudential dimension of Solvency II](#), Februar 2020.



### 2.3.4 Überprüfung der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD)

Die Vorbereitungen für die nächste Phase einer öffentlichen Konsultation zur Überprüfung der AIFMD wurden 2019 fortgesetzt. Zuvor war hierzu ein von der Europäischen Kommission in Auftrag gegebener Bericht<sup>38</sup> veröffentlicht worden. Am 3. Februar 2020 übermittelte der ESRB der Kommission ein Schreiben, in dem die Bereiche dargelegt wurden, in denen das AIFMD-Rahmenwerk verbessert werden könnte.<sup>39</sup> Hauptgegenstand dieses Briefes waren drei Bereiche: Erstens wurde betrachtet, ob der Rahmen für die Berichterstattung und der Zugriff auf Daten zur Überwachung systemischer Risiken geeignet sind. Zweitens wurde auf die Notwendigkeit eingegangen, die vorhandenen makroprudenziellen Instrumente zu operationalisieren. Und drittens wurde die ständige Weiterentwicklung des makroprudenziellen Rahmenwerks über den Bankensektor hinaus – und insbesondere für Investmentfonds – hervorgehoben. Deshalb ist es laut dem Brief erforderlich, im Zuge eines späteren Überprüfungsprozesses erneut zu untersuchen, ob der makroprudenzielle AIFMD-Rahmen ausreichend ist.

## 2.4 Entwicklung des Konzepts der makroprudenziellen Ausrichtung

Im April 2019 veröffentlichte der ESRB erste Überlegungen zur makroprudenziellen Ausrichtung. Ziel war es, einen konzeptionellen Rahmen zu entwickeln, der als Leitfaden für die Debatte über makroprudenzielle Politik dienen soll.<sup>40</sup> Mit der makroprudenziellen Ausrichtung wird beurteilt, ob makroprudenzielle Maßnahmen angemessen und dergestalt wirksam sind, dass durch sie die angestrebten Ziele erreicht werden. Laut der ESRB-Verordnung<sup>41</sup> und dem **ESRB-Handbuch zur Operationalisierung makroprudenzieller Maßnahmen im Bankensektor** ist es das Ziel makroprudenzieller Politik, durch eine Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems und die Minimierung des Aufbaus systemischer Risiken zur Finanzstabilität beizutragen. Unter Berücksichtigung dieses Ziels basieren die ersten Überlegungen zur makroprudenziellen Ausrichtung auf einem „Rahmen für die Risikotragfähigkeit“. Hierbei wird das Risikoniveau, dem das Finanzsystem ausgesetzt ist, dem Niveau der Widerstandsfähigkeit im Finanzsystem im Hinblick auf mögliche Risiken gegenübergestellt. Die makroprudenzielle Politik kann die Finanzstabilität fördern, indem sie das Risikoniveau verringert, den Stand der Widerstandsfähigkeit erhöht oder beides gleichzeitig erreicht.

Die makroprudenzielle Ausrichtung kann „locker“, „neutral“ oder „straff“ sein. Dabei deuten ein „lockerer“ und ein „straffer“ Kurs darauf hin, dass die aktuelle makroprudenzielle Politik möglicherweise einer Anpassung bedarf. Bei einer „lockeren“ Ausrichtung ist das Risikoniveau im Vergleich zum Niveau der Widerstandsfähigkeit relativ hoch. In dieser Situation könnte es

<sup>38</sup> Siehe KPMG, **Report on the Operation of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) – Directive 2011/61/EU**, Dezember 2018.

<sup>39</sup> Siehe den **Brief des ESRB-Sekretariats an die Europäische Kommission vom 3. Februar 2020**.

<sup>40</sup> Siehe ESRB, **Features of a macroprudential stance: initial considerations**, April 2019.

<sup>41</sup> Siehe **Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken**, Abl. L 331 vom 15.12.2010, S. 1, insbesondere Erwägungsgrund 10 und Artikel 3 Absatz 1.



erstrebenswert sein, die Kalibrierung vorhandener makroprudenzieller Instrumente zu straffen oder neue Instrumente zu aktivieren, um so Risiken und Widerstandsfähigkeit zurück in ein neutrales Gleichgewicht zu bringen. Ein „straffer“ Kurs deutet hingegen darauf hin, dass das Niveau der Widerstandsfähigkeit verglichen mit dem Risikoniveau relativ hoch ist. In diesem Fall könnte eine Lockerung oder Deaktivierung einiger makroprudenzieller Instrumente erwogen werden, da ein zu strenger Kurs möglicherweise unerwünschte Nebenwirkungen mit sich bringt. Beispielsweise kann er das Wirtschaftswachstum drosseln. Die Beurteilung der makroprudenziellen Ausrichtung gibt den politischen Entscheidungsträgern Hinweise zum Kurs der makroprudenziellen Politik. Allerdings ergibt sich hieraus nicht zwangsläufig eine Handlungsaufforderung, sofern die Entscheidungsträger zusätzliche Gründe für die Beibehaltung der aktuellen makroprudenziellen Ausrichtung haben.

Die makroprudenzielle Ausrichtung ermöglicht es, die makroprudenzielle Politik mit dem Ziel der Finanzstabilität zu verknüpfen. Dies kommt den Mitgliedstaaten und dem ESRB bei ihrer Entscheidungsfindung und ihren Bewertungen zugute.<sup>42</sup> Die Aktivitäten in diesem Bereich wurden 2019 fortgeführt und werden auch 2020 weitergehen.

## 2.5 Überblick über die nationalen Maßnahmen

Der ESRB fungiert für die beteiligten Akteure als zentrale Sammelstelle für Informationen. Er bündelt die Mitteilungen über die von seinen Mitgliedern ergriffenen makroprudenziellen Maßnahmen und stellt diese auf seiner Website zur Verfügung. Ein Überblick über die makroprudenziellen Maßnahmen wird vierteljährlich veröffentlicht.<sup>43</sup> Eine separate Übersicht mit den aktuell aktivierten Kapitalpuffern, die in den jeweiligen Mitgliedstaaten für inländische Banken gelten, wird ebenfalls vierteljährlich aktualisiert.<sup>44</sup> Laut der Eigenkapitalrichtlinie (CRD IV)<sup>45</sup> sind die benannten Behörden verpflichtet, dem ESRB jedes Quartal bestimmte Informationen hinsichtlich der Festlegung von antizyklischen Kapitalpuffern mitzuteilen; auch diese Angaben werden veröffentlicht.<sup>46</sup> Darüber hinaus sind auf der ESRB-Website Informationen zur reziproken Anwendung nationaler makroprudenzieller Maßnahmen zu finden.<sup>47</sup>

Wie bereits in den Vorjahren gab der ESRB einen Bericht mit einem Überblick über die von seinen Mitgliedern im Jahr 2019 ergriffenen Maßnahmen heraus; hierbei wurde der Analysegehalt weiter

---

<sup>42</sup> Siehe Erwägungsgrund 25 der überarbeiteten Eigenkapitalrichtlinie (CRD V) – [Richtlinie \(EU\) 2019/878 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Mai 2019 zur Änderung der Richtlinie 2013/36/EU im Hinblick auf von der Anwendung ausgenommene Unternehmen, Finanzholdinggesellschaften, gemischte Finanzholdinggesellschaften, Vergütung, Aufsichtsmaßnahmen und -befugnisse und Kapitalerhaltungsmaßnahmen](#), Abl. L 150 vom 7.6.2019, S. 253.

<sup>43</sup> Siehe [Overview of national macroprudential measures](#).

<sup>44</sup> Siehe [Overview of national capital-based measures](#).

<sup>45</sup> Siehe [Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG](#), Abl. L 176 vom 27.6.2013, S. 338.

<sup>46</sup> Siehe [Countercyclical capital buffer](#).

<sup>47</sup> Siehe [Reciprocation of measures](#).



angepasst.<sup>48</sup> Die sektorale Struktur des Berichts wurde beibehalten, aber makroprudenzielle Maßnahmen (bzw. deren Fehlen) wurden in stärkerem Maße dahingehend beurteilt, ob Risiken für die Finanzstabilität entstehen oder bereits vorhanden sind. Zudem wurde der Bericht enger mit der allgemeinen Risikobewertung des ESRB verknüpft.

Der ESRB hat keine einseitige Empfehlung ausgesprochen, beim antizyklischen Kapitalpuffer für Drittländer eine andere Pufferquote festzulegen als die von der entsprechenden Drittlandsbehörde festgesetzte Quote. Die Liste der Drittländer, die für den EU-Bankensektor als wesentlich eingestuft wurden, änderte sich 2019 nicht. Sie umfasst demnach weiterhin China, Hongkong, Russland, Singapur, die Schweiz, die Türkei und die Vereinigten Staaten. Aus der Beobachtung der wesentlichen Drittländer ergab sich keine Notwendigkeit, eine Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer festzulegen, die sich von der im Jahr 2019 durch die Drittlandsbehörde festgesetzten Quote unterscheidet.

Im Zuge der Covid-19-Pandemie begann der ESRB damit, Informationen zu nationalen Maßnahmen zu sammeln und bereitzustellen, mit denen die negativen Auswirkungen der Pandemie auf die Finanzstabilität bekämpft werden sollen. Da der ESRB auch als zentrale Sammelstelle für Informationen für seine Mitglieder und die Öffentlichkeit fungieren soll, besteht das Hauptziel darin, zu diesem Zweck eine umfassende Datenbank zu schaffen. Diese Datenbank liefert Informationen zu den Maßnahmen, die von den Mitgliedstaaten, den EU-Institutionen und den nationalen Behörden als Reaktion auf die Covid-19-Pandemie ergriffen wurden. Die in der Datenbank enthaltenen Angaben beschränken sich nicht nur auf makroprudenzielle Maßnahmen, sondern erstrecken sich auf ein weiter gefasstes Feld wie etwa mikroprudenzielle, fiskalische, marktbasierende und geldpolitische Maßnahmen. Die Datenbank wird regelmäßig aktualisiert und auf der Website des ESRB in der neuen Rubrik „**Policy measures in response to the COVID-19 pandemic**“ zur Verfügung gestellt.

Weitere Informationen zu den makroprudenziellen Maßnahmen, die zu Beginn der Covid-19-Pandemie in Europa Gültigkeit hatten, finden sich in dem Bericht „A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2019“.<sup>49</sup>

---

<sup>48</sup> Siehe ESRB, **A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2019**, April 2020; ESRB, **A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2018**, April 2019; ESRB, **A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2017**, April 2018; ESRB, **A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2016**, April 2017; ESRB, **A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2015**, Mai 2016; ESRB, **A review of macroprudential policy in the EU one year after the introduction of the CRD/CRR**, Juni 2015.

<sup>49</sup> Der Bericht enthält auch einige aktualisierte Informationen zur Freigabe des antizyklischen Kapitalpuffers sowie zur Rekalibrierung bzw. Aufhebung anderer Kapitalpuffer für Banken vor dem Hintergrund der Covid-19-Pandemie, sofern diese Schritte bis zum 31. März 2020 angekündigt waren.



## 3 Institutioneller Rahmen: Umsetzung und Rechenschaftslegung

### 3.1 Änderungen der ESRB-Verordnung<sup>50</sup>

Artikel 20 der ESRB-Verordnung sieht vor, dass Aufgaben und Organisation des ESRB bei Bedarf geändert werden. Vor dem Hintergrund eines sich zunehmend wandelnden Umfelds, das von technologischen Veränderungen und Entwicklungen in Richtung einer Kapitalmarktunion geprägt ist, wurde beschlossen, das Mandat des ESRB um die Erörterung von Risiken für die Finanzstabilität ungeachtet ihres Ursprungs zu erweitern. Diese können sich beispielsweise aus den monetären Rahmenbedingungen ergeben. Darüber hinaus geht es um Risiken und Schwachstellen aufgrund des technologischen Wandels oder aufgrund ökologischer oder gesellschaftlicher Faktoren.

#### Neue Definition des systemischen Risikos

In Artikel 2 Buchstabe c der ESRB-Verordnung wurde die Definition von Systemrisiken erweitert. Nach der neuen Definition sind Systemrisiken Risiken einer Beeinträchtigung des Finanzsystems, die das Potenzial schwerwiegender negativer Folgen für die Realwirtschaft der Union oder eines oder mehrerer ihrer Mitgliedstaaten und für das Funktionieren des Binnenmarkts beinhalten. Alle Arten von Finanzmittlern, -märkten und -infrastrukturen können potenziell in gewissem Maße von systemischer Bedeutung sein.

#### Die breiter gefächerte Mitgliedschaft im Verwaltungsrat des ESRB

Eine breit gefächerte Zusammensetzung wurde stets als Vorteil für den ESRB angesehen. Daher sind nun auch der Vorsitzende des Aufsichtsgremiums der EZB und der Vorsitzende des Einheitlichen Abwicklungsausschusses Mitglied im Verwaltungsrat des ESRB. Sie sind dort ohne Stimmrecht vertreten. Entsprechende Anpassungen wurden auch im Beratenden Fachausschuss (ATC) des ESRB vorgenommen.

Gleichzeitig erhalten Mitgliedstaaten, in denen die benannte Behörde in ihrem Zuständigkeitsbereich die führende Rolle bei der Finanzstabilität innehat, mit der geänderten ESRB-Verordnung mehr Flexibilität bei der Auswahl der stimmberechtigten Mitglieder des Verwaltungsrats. Diese Länder können alternativ einen hochrangigen Vertreter einer benannten Behörde im Sinne der Eigenkapitalrichtlinie (CRD IV) oder der Eigenkapitalverordnung (CRR) in den Verwaltungsrat entsenden. Macht ein Mitgliedstaat von diesem Recht Gebrauch und nominiert einen hochrangigen Vertreter als stimmberechtigtes Mitglied, so ist der Präsident der jeweiligen nationalen Zentralbank automatisch ein stimmrechtsloses Mitglied im Sinne von Artikel 6 Absatz 2

<sup>50</sup> Siehe [Verordnung \(EU\) Nr. 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken](#), ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 1; [Verordnung \(EU\) 2019/2176 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Dezember 2019 zur Änderung der Verordnung \(EU\) Nr. 1092/2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken](#), ABl. L 334 vom 27.12.2019, S. 146.



der ESRB-Verordnung. Darüber hinaus wurde auch für Mitgliedstaaten, deren stimmberechtigtes Mitglied der Zentralbankpräsident ist, Flexibilität geschaffen. So kann als stimmrechtsloses Mitglied des Verwaltungsrats ein hochrangiger Vertreter der nationalen Aufsichtsbehörde, der mit der Durchführung der makroprudenziellen Politik betrauten nationalen Behörde oder der nationalen Zentralbank ernannt werden. Ein Mitgliedstaat hat das ihm gemäß dem geänderten Artikel 6 Absatz 1 Buchstabe b der ESRB-Verordnung zustehende Recht bereits ausgeübt und statt des Präsidenten seiner nationalen Zentralbank einen hochrangigen Vertreter einer benannten Behörde als sein stimmberechtigtes Mitglied ausgewählt.

## Der Vorsitzende und der erste stellvertretende Vorsitzende des ESRB

Ab dem Zeitpunkt der Einrichtung des ESRB hatte der Präsident der EZB den Vorsitz des ESRB gemäß Artikel 5 der ESRB-Verordnung für fünf Jahre (bis zum 15. Dezember 2015) inne und führt ihn seither vorläufig weiter. In diesem Zeitraum hat die Tatsache, dass der Präsident der EZB den Vorsitz des ESRB ausübt, dem ESRB Autorität und Glaubwürdigkeit verliehen und gewährleistet, dass dieser sich erfolgreich auf die Sachkenntnis der EZB und die geschaffenen Synergien im Bereich der Finanzstabilität stützen und verlassen kann. Es wurde daher als angemessen erachtet, dass der EZB-Präsident den Vorsitz des ESRB von Amts wegen dauerhaft führt.

Gemäß der geänderten Verordnung wird der erste stellvertretende Vorsitzende von und aus dem Kreis der nationalen stimmberechtigten Mitglieder des Verwaltungsrats gewählt, was die größere Flexibilität bei der Mitgliedschaft im Verwaltungsrat widerspiegelt.

## Leiter des ESRB-Sekretariats

Verordnung (EU) 1096/2010 des Rates<sup>51</sup> sieht vor, dass der Leiter des Sekretariats in Abstimmung mit dem Verwaltungsrat des ESRB von der EZB bestellt wird. Um das Profil des Leiters des Sekretariats des ESRB zu schärfen, soll der Verwaltungsrat gemäß der geänderten ESRB-Verordnung in einem offenen und transparenten Verfahren bewerten, ob die Kandidaten auf der Auswahlliste für die Stelle des Leiters des Sekretariats des ESRB über die erforderlichen Eigenschaften, die erforderliche Unparteilichkeit und die erforderlichen Erfahrungen zur Verwaltung des Sekretariats des ESRB verfügen. Der Verwaltungsrat muss zudem das Europäische Parlament und den Rat über das Bewertungsverfahren unterrichten. Darüber hinaus sollte die EZB in Erwägung ziehen, das Auswahlverfahren systematisch für externe Kandidaten zu öffnen.

Ferner wurden die Aufgaben des Leiters des Sekretariats des ESRB genauer festgelegt. Diese umfassen nun auch

1. die laufende Verwaltung des Sekretariats
2. alle das Sekretariat betreffenden verwaltungs- und haushaltstechnischen Fragen
3. die Koordinierung und Vorbereitung der Arbeit und der Beschlussfassung des Verwaltungsrats

---

<sup>51</sup> Siehe [Verordnung \(EU\) Nr. 1096/2010 des Rates vom 17. November 2010 zur Betrauung der Europäischen Zentralbank mit besonderen Aufgaben bezüglich der Arbeitsweise des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken](#), ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 162.



4. die Erarbeitung des Vorschlags für das Jahresprogramm des ESRB und seine Umsetzung sowie
5. die Erstellung des Jahresberichts über die Tätigkeit des ESRB und die Berichterstattung an den Verwaltungsrat über die Umsetzung des Jahresprogramms.

## Warnungen und Empfehlungen des ESRB

Der ESRB veröffentlicht Empfehlungen für Abhilfemaßnahmen, wenn erhebliche systemische Risiken festgestellt werden und Maßnahmen zu deren Bewältigung erforderlich sind. Darüber hinaus spricht er Warnungen aus, wenn auf diese Systemrisiken aufmerksam gemacht werden muss.

Der Adressatenkreis der Empfehlungen des ESRB wurde konkretisiert und umfasst nun ausdrücklich auch

- nationale Behörden, die für die Anwendung von Maßnahmen zur Bekämpfung von System- oder Makrorisiken benannt wurden,
- die EZB in Bezug auf die Aufgaben, die ihr gemäß Artikel 4 Absatz 1 und 2 und Artikel 5 Absatz 2 der SSM-Verordnung<sup>52</sup> übertragen wurden,
- die gemäß der Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>53</sup> von den Mitgliedstaaten benannten Abwicklungsbehörden und
- den Einheitlichen Abwicklungsausschuss.

Die Adressaten teilen dem Europäischen Parlament, dem Rat, der Kommission und dem ESRB mit, welche Maßnahmen sie zur Umsetzung der Empfehlung ergriffen haben, und begründen ein eventuelles Nichthandeln. Die Antworten werden gegebenenfalls vom ESRB unter Beachtung strikter Geheimhaltungsregeln unverzüglich den europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs) zur Kenntnis gebracht.

Stellt der ESRB fest, dass seine Empfehlung nicht befolgt wurde oder die Adressaten keine angemessene Begründung für ihr Nichthandeln gegeben haben, so setzt er die Adressaten, das Europäische Parlament, den Rat und die betroffenen ESAs hiervon in Kenntnis.

## Geheimhaltungspflicht und Informationsaustausch

Zur Erfüllung seines Mandats sollte der ESRB den Informationsaustausch erleichtern. Hierzu sieht die geänderte ESRB-Verordnung vor: Die Mitglieder des ESRB aus nationalen Zentralbanken, nationalen Aufsichtsbehörden und mit der Durchführung makroprudenzieller Politik betrauten

<sup>52</sup> Siehe [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](#), ABl. L 287 vom 29.10.2013, S. 63.

<sup>53</sup> Siehe [Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinie 82/891/EWG des Rates, der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU und 2013/36/EU sowie der Verordnungen \(EU\) Nr. 1093/2010 und \(EU\) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates](#), ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 190.



nationalen Behörden können den nationalen Finanzstabilitätsbehörden oder -einrichtungen im Einklang mit dem Unionsrecht oder den nationalen Regelungen die Informationen zur Verfügung stellen, die sie im Rahmen ihrer Tätigkeiten vom ESRB im Zusammenhang mit dessen Aufgaben erhalten und die für die Ausübung der gesetzlichen Aufgaben dieser Behörden oder Einrichtungen notwendig sind.

Stammen Informationen von anderen als den oben genannten Behörden, dürfen die Mitglieder des ESRB aus nationalen Zentralbanken, nationalen Aufsichtsbehörden und mit der Durchführung makroprudenzieller Politik betrauten nationalen Behörden diese Informationen für die Ausübung ihrer gesetzlichen Aufgaben nur mit ausdrücklicher Zustimmung der betreffenden Behörden nutzen.

## Rechenschafts- und Berichtspflichten

Der Vorsitzende des ESRB wird mindestens jährlich, wenn der ESRB-Jahresbericht veröffentlicht und dem Europäischen Parlament und dem Rat vorgelegt wird, zu einer Anhörung vor dem Europäischen Parlament eingeladen. Die bisherige ESRB-Verordnung schrieb bereits vor, dass diese Anhörung getrennt vom währungspolitischen Dialog zwischen dem Europäischen Parlament und dem Präsidenten der EZB erfolgen muss.

Durch die geänderte Verordnung wird nun die Transparenz des Verfahrens erhöht. So muss der Jahresbericht einen Überblick über die dem ESRB gemäß Artikel 3 Absatz 1 der Verordnung (EU) Nr. 1096/2010 überlassenen Ressourcen enthalten. Dort ist geregelt, dass die EZB ausreichende personelle und finanzielle Ressourcen für die Erfüllung ihrer Aufgabe, das Sekretariat zu stellen, zur Verfügung stellt.

Darüber hinaus sieht die geänderte Verordnung vor, dass der ESRB unverzüglich mündlich oder schriftlich auf Anfragen, die vom Europäischen Parlament oder vom Rat an ihn gerichtet werden, zu antworten hat. Bei der Übermittlung vertraulicher Informationen stellt das Europäische Parlament die vollständige Wahrung der Geheimhaltung sicher.

## Beschluss ESRB/2020/3 zur Änderung des Beschlusses ESRB/2011/1 zur Verabschiedung der Geschäftsordnung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken

Angesichts der Änderungen der ESRB-Verordnung wurde es als notwendig erachtet, auch den Beschluss des ESRB zur Festlegung seiner Geschäftsordnung anzupassen. Aus diesem Grund fasste der Verwaltungsrat am 20. März 2020 den Beschluss ESRB/2020/3 zur Änderung des Beschlusses ESRB/2011/1 zur Verabschiedung der Geschäftsordnung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken.<sup>54</sup> Der Änderungsbeschluss trägt der neuen ESRB-Verordnung im erforderlichen Umfang Rechnung und enthält darüber hinaus weitere Neuregelungen, etwa zur Ausweitung des Kandidatenkreises für den Posten des stellvertretenden Vorsitzenden des Beratenden Fachausschusses (ATC), zur Unterzeichnung von Rechtsinstrumenten des ESRB durch den ESRB-Vorsitzenden und zur Teilnahme von Vertretern aus Drittländern.

<sup>54</sup> Siehe [Beschluss des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 20. März 2020 zur Änderung des Beschlusses ESRB/2011/1 zur Verabschiedung der Geschäftsordnung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken](#) (ESRB/2020/3), ABl. C 140 vom 29.4.2020, S. 5.



## 3.2 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlungen des ESRB

Die Empfehlungen des ESRB sind zwar nicht rechtsverbindlich, unterliegen jedoch gemäß Artikel 17 der ESRB-Verordnung einem Mechanismus des „Handelns oder Rechtfertigens“. Demnach sind die Adressaten der Empfehlungen – z. B. die Europäische Union, einzelne Mitgliedstaaten, die europäischen und die nationalen Aufsichtsbehörden sowie die Europäische Kommission – verpflichtet, dem ESRB und dem Rat der EU entweder Bericht über die von ihnen ergriffenen Umsetzungsmaßnahmen zu erstatten oder die Nichtbefolgung einer Empfehlung in angemessener Weise zu begründen. Um den Adressaten eine Orientierungshilfe für die Beurteilung der Umsetzung von ESRB-Empfehlungen zu geben, veröffentlichte der ESRB im Juli 2013 ein entsprechendes Handbuch („**Handbook on the assessment of compliance with ESRB recommendations**“). Im April 2016 erschien eine überarbeitete Fassung.

Nachfolgend werden die zwei im Berichtszeitraum durchgeführten Umsetzungsbeurteilungen betrachtet.

### 3.2.1 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlung ESRB/2015/2 zur Bewertung der grenzüberschreitenden Auswirkungen und der gegenseitigen Anerkennung auf freiwilliger Basis in Bezug auf makroprudenzielle Maßnahmen

Mit Empfehlung ESRB 2015/2<sup>55</sup> soll sichergestellt werden, dass innerhalb der EU grenzüberschreitend koordinierte makroprudenzielle Maßnahmen ergriffen werden und Finanzdienstleister die nationalen makroprudenziellen Maßnahmen nicht umgehen. Im Mittelpunkt steht dabei die Bewertung der grenzüberschreitenden Auswirkungen von makroprudenziellen Maßnahmen der jeweiligen Behörden noch vor deren Ersuchen um gegenseitige Anerkennung solcher Maßnahmen. Des Weiteren legt die Empfehlung die Verfahren dar, die bei der Einreichung eines Ersuchens um gegenseitige Anerkennung und bei der Anzeige der gegenseitigen Anerkennung von makroprudenziellen Maßnahmen anderer Behörden zu befolgen sind. Die Empfehlung enthält zudem eine fortlaufend aktualisierte Liste der makroprudenziellen Maßnahmen, die von den anderen Behörden erlassen wurden und deren gegenseitige Anerkennung der ESRB empfiehlt. Die Beurteilung der im Nachgang zur Empfehlung ergriffenen Maßnahmen begann im ersten Quartal 2018. Grundlage hierfür waren die bis zum 30. Juni 2017 von den Adressaten vorgelegten Informationen. Die Bewertung dauert noch an und wird voraussichtlich im Verlauf des Jahres 2020 abgeschlossen werden.

---

<sup>55</sup> Siehe **Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 15. Dezember 2015 zur Bewertung der grenzüberschreitenden Auswirkungen und der gegenseitigen Anerkennung auf freiwilliger Basis in Bezug auf makroprudenzielle Maßnahmen** (ESRB/2015/2), konsolidierte Fassung.



### 3.2.2 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlung ESRB/2017/6 zu Liquiditäts- und Hebelfinanzierungsrisiken von Investmentfonds

Empfehlung ESRB/2017/6<sup>56</sup> enthält fünf Empfehlungen (A bis E): Empfehlung A betrifft die Risiken, die entstehen können, wenn Fondsmanager nicht über adäquate Liquiditätsmanagement-Instrumente verfügen. Mit Empfehlung B sollen bei offenen alternativen Investmentfonds (AIFs) Liquiditätsinkongruenzen abgedeckt und übermäßige Liquiditätsinkongruenzen vermieden werden. Ziel der Empfehlung C ist es, kohärente Liquiditätsstresstestverfahren auf Ebene des Investmentfonds zu fördern. Empfehlung D sieht die Einführung unionsweit harmonisierter Meldevorschriften für Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAWs) vor. Mit Empfehlung E schließlich soll die Grundlage für die Umsetzung von Artikel 25 der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD), der ein makroprudenzielles Instrument zur Begrenzung der Hebelwirkung bei AIFs zur Verfügung stellt, geschaffen werden.

Die ESMA veröffentlichte im September 2019 die in Empfehlung B genannte Orientierungshilfe in ihrem Bericht „**Final Report Guidelines on liquidity stress testing in UCITS and AIFs**“. Darüber hinaus folgte sie der Empfehlung E und gab im März 2020 ein Konsultationspapier („**Consultation Paper: Guidelines on Article 25 of Directive 2011/61/EU**“) heraus, um die Leitlinien nach dem Ablauf der Konsultationsperiode im September 2020 zu finalisieren.

### 3.2.3 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlung ESRB/2016/4 zur Schließung von Lücken bei Immobiliendaten

Ziel der Empfehlung ESRB/2016/14<sup>57</sup> ist die Umsetzung eines Rahmens für die Überwachung finanzstabilitätsrelevanter Entwicklungen im Immobiliensektor durch die nationalen makroprudenziellen Behörden, der auf den allgemein akzeptierten Zieldefinitionen und Indikatoren basiert. Gemäß den Empfehlungen A bis D haben die makroprudenziellen Behörden dem ESRB ihre Zwischenberichte übermittelt. Diese waren bis zum 31. Dezember 2019 einzureichen. Die Beurteilung der im Nachgang zur Empfehlung ergriffenen Maßnahmen dauert noch an und wird voraussichtlich im Verlauf des Jahres 2020 abgeschlossen werden.

---

<sup>56</sup> Siehe **Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 7. Dezember 2017 zu Liquiditäts- und Hebelfinanzierungsrisiken von Investmentfonds** (ESRB/2017/6), ABl. C 151 vom 30.4.2018, S. 1.

<sup>57</sup> Siehe **Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 31. Oktober 2016 zur Schließung von Lücken bei Immobiliendaten** (ESRB/2016/14), ABl. C 31 vom 31.1.2017, S. 1; **Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 21. März 2019 zur Änderung der Empfehlung ESRB/2016/14 zur Schließung von Lücken bei Immobiliendaten** (ESRB/2019/3), ABl. C 271 vom 13.8.2019, S. 1.



### 3.3 Folgebericht zu den Ländern, für die der ESRB im Jahr 2016 Warnungen in Bezug auf mittelfristige Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor ausgesprochen hat

Der ESRB sprach im Jahr 2016 acht länderspezifische Warnungen zu mittelfristigen Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor aus und legte 2019 einen Bericht über deren Befolgung vor.<sup>58</sup> Der ESRB trägt im Rahmen seines Mandats dazu bei, das Entstehen von Anfälligkeiten in den Wohnimmobiliensektoren in Europa zu verhindern. Im Jahr 2016 sprach er Warnungen an Österreich, Belgien, Dänemark, Finnland, Luxemburg, die Niederlande, Schweden und das Vereinigte Königreich aus.<sup>59</sup>

Die im Jahr 2019 vom ESRB durchgeführte Folgeanalyse zeigt, dass die in der Vergangenheit akkumulierten Schwachstellen in den meisten Ländern fortbestehen, obwohl die meisten Adressaten sowohl kreditnehmerbezogene als auch kapitalbasierte Maßnahmen ergriffen haben, um Anfälligkeiten abzubauen. Die Verschuldung der privaten Haushalte ist in der Mehrzahl der Länder nach wie vor hoch. Ebenso deutet noch vieles auf eine Überbewertung von Wohnimmobilien vor allem in Großstädten hin. Darüber hinaus ist bei Hypothekarkrediten und Wohnimmobilienpreisen in den meisten Ländern weiterhin ein Anstieg zu verzeichnen, der sich allerdings insgesamt verlangsamt hat. Der ESRB erkennt jedoch an, dass die als Reaktion auf die Warnungen ergriffenen Maßnahmen bestimmte Mindeststandards bei der Kreditvergabe bewirkt haben. Er empfiehlt, die Maßnahmen zu rekalibrieren oder durch andere Maßnahmen zu ergänzen, um ihre Effizienz und Wirksamkeit bei Bedarf zu erhöhen. Darüber hinaus kam der ESRB zu dem Ergebnis, dass die Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor in einigen Ländern mit Merkmalen unterschiedlicher Politikbereiche zusammenhängen, darunter die Steuerpolitik oder Politikbereiche, die sich auf das Wohnungsangebot auswirken. Daher seien auf diesen Gebieten zusätzlich zu den makroprudenziellen Maßnahmen gezielte Interventionen erforderlich.

### 3.4 Berichterstattung an das Europäische Parlament und sonstige institutionelle Aspekte

#### 3.4.1 Berichterstattung an das Europäische Parlament

Im Einklang mit der Rechenschafts- und Berichtspflicht tritt der Vorsitzende des ESRB zu Anhörungen vor den Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments (ECON). Die Anhörungen sind öffentlich und werden als Webcast übertragen. Ein Link hierzu findet sich auf der Website des ESRB.

<sup>58</sup> Siehe ESRB, [Follow-up report on countries that received ESRB warnings in 2016 on medium-term vulnerabilities in the residential real estate sector](#), September 2019.

<sup>59</sup> Siehe [Warnung ESRB/2016/05](#) (Österreich), [Warnung ESRB/2016/06](#) (Belgien), [Warnung ESRB/2016/07](#) (Dänemark), [Warnung ESRB/2016/08](#) (Finnland), [Warnung ESRB/2016/09](#) (Luxemburg), [Warnung ESRB/2016/10](#) (Niederlande), [Warnung ESRB/2016/11](#) (Schweden) und [Warnung ESRB/2016/12](#) (Vereinigtes Königreich).



Die einleitenden Bemerkungen des Vorsitzenden des ESRB werden ebenfalls auf der ESRB-Website veröffentlicht. Sie vermitteln den Abgeordneten des Europäischen Parlaments einen Überblick über die Einschätzung des ESRB zu aktuellen von den verschiedenen Finanzsektoren ausgehenden Systemrisiken sowie zu den empfohlenen makroprudenziellen Politikoptionen.

Die Anhörung des ehemaligen ESRB-Vorsitzenden Mario Draghi vor dem ECON am 23. September 2019 befasste sich schwerpunktmäßig mit dem Wohnimmobiliensektor, den der ESRB im Rahmen seiner regelmäßigen Überwachung der Mitgliedstaaten untersuchte. Herr Draghi kündigte an, dass der ESRB auf der Grundlage seiner zukunftsgerichteten Analyse des Wohnimmobiliensektors fünf Warnungen und sechs Empfehlungen zu mittelfristigen Anfälligkeiten in diesem Sektor veröffentlichen werde.

Die erste Anhörung der neuen ESRB-Vorsitzenden Christine Lagarde vor dem ECON fand am 8. Juni 2020 statt.

### 3.4.2 Sonstige institutionelle Beziehungen

Am 28./29. Oktober 2019 kam der ESRB zu seiner jährlichen Sitzung mit dem Ausschuss der Europäischen Aufsichtsstellen für Abschlussprüfer (CEAOB) und Abschlussprüfern von in der EU ansässigen global systemrelevanten Finanzinstituten (G-SIFIs) zusammen. Diese Sitzung ist nach EU-Recht vorgeschrieben und soll dem ESRB Informationen zu sektorspezifischen oder wichtigen auf Ebene der G-SIFIs stattfindenden Entwicklungen liefern. Im Mittelpunkt der Gespräche standen folgende Themen: a) Umsetzung von IFRS 9, b) Bewertung komplexer Finanzinstrumente, c) vorbereitende Arbeiten in Bezug auf IFRS 17, d) das makroökonomische Umfeld in Europa, e) Bekämpfung von Geldwäsche und Betrug und f) wichtige Fragen der Rechnungsprüfung.

### 3.4.3 Institutioneller Rahmen

Der ESRB setzt sich aus dem Verwaltungsrat, dem Lenkungsausschuss, dem Beratenden Wissenschaftlichen Ausschuss (ASC), dem Beratenden Fachausschuss (ATC) sowie dem Sekretariat zusammen. Den Vorsitz des ESRB hatte bis zum 1. November 2019 Mario Draghi als damaliger Präsident der EZB inne. Seit dem 1. November 2019 führt die neue EZB-Präsidentin Christine Lagarde den Vorsitz des ESRB. Im Berichtszeitraum wurde der Präsident der Sveriges Riksbank, Stefan Ingves, zum neuen ersten stellvertretenden Vorsitzenden des ESRB ernannt. Er folgte damit auf Mark Carney, dem ehemaligen Präsidenten der Bank of England. Der Präsident der Banco de España, Pablo Hernández de Cos, wurde zum neuen Vorsitzenden des ATC ernannt. Er folgte auf Philip R. Lane, den ehemaligen Präsidenten der irischen Zentralbank. Darüber hinaus trat Professor Richard Portes die Nachfolge von Professor Javier Suarez in der Funktion des Vorsitzenden des ASC an. Professor Javier Suarez und Professor Loriana Pelizzon wurden zu stellvertretenden Vorsitzenden des ASC ernannt.

Im Zeitraum vom 1. April 2019 bis Ende März 2020 gab es im ESRB 24 aktive Arbeitsgruppen. Diese hielten im Rahmen der Erfüllung ihrer Aufgaben insgesamt 108 Sitzungen und 598 Telekonferenzen ab.



Die EZB unterstützt die Arbeit des ESRB auf vielfältige Weise. Das Tagesgeschäft des ESRB wird vom Sekretariat wahrgenommen. Leiter des ESRB-Sekretariats ist Francesco Mazzaferro, sein Stellvertreter ist Tuomas Peltonen. Im Einklang mit Verordnung (EU) Nr. 1096/2010 des Rates gewährleistet die EZB die Funktionsfähigkeit des Sekretariats und unterstützt den ESRB damit in analytischen, statistischen, logistischen und administrativen Belangen. Im Jahr 2019 stellte die EZB dem ESRB Ressourcen in Form von 59,0 Beschäftigten (in Vollzeitäquivalenten gerechnet) zur Verfügung, von denen 29,4 im Sekretariat tätig waren und 29,6 anderweitig Unterstützung leisteten. Die direkten Kosten für die EZB beliefen sich dabei auf 9,4 Mio €. Hinzu kommen indirekte Kosten im Zusammenhang mit anderen Unterstützungsleistungen (z. B. Personal, IT, allgemeine Verwaltung). Von anderen Mitgliedsinstitutionen des ESRB wurden im genannten Zeitraum rund 47,52 Beschäftigte (in Vollzeitäquivalenten gerechnet) für die analytische Mitwirkung in den ESRB-Gruppen und als deren Vorsitzende abgestellt.

### 3.5 Veranstaltungen des ESRB

Am 23./24. Mai 2019 veranstaltete der ESRB gemeinsam mit der Suomen Pankki – Finlands Bank und dem RiskLab at Arcada eine Konferenz zur Systemrisikoanalyse.<sup>60</sup> Hierbei handelte es sich um die fünfte Jahreskonferenz, auf der die neuesten Fortschritte bei den Berechnungsinstrumenten zur Identifizierung und Bewertung systemischer Risiken vorgestellt wurden.

Am 3. Juli 2019 organisierte der ESRB in Zusammenarbeit mit der EZB und der Česká národní banka einen Workshop, der sich mit den Ursachen strukturbedingter Systemrisiken im Finanzsystem und dem Versuch, diese zu erkennen und zu messen, beschäftigte.<sup>61</sup>

Am 26./27. September 2019 fand die vierte Jahreskonferenz des ESRB statt.<sup>62</sup> Kernthema war die Zukunft von Finanzdienstleistungen. Die Podiumsteilnehmer sprachen darüber, wie die Finanzbranche durch den Markteintritt neuer Anbieter und innovative Finanzdienstleistungen beeinflusst wird. Sie diskutierten auch darüber, wie die politischen Entscheidungsträger auf den Wandel in der Finanzindustrie reagieren sollten.

Der Beratende Wissenschaftliche Ausschuss (ASC) verleiht jährlich einen Preis, mit dem herausragende Forschungsarbeiten von Nachwuchswissenschaftlern gewürdigt werden sollen, die sich mit für den ESRB relevanten Themen auseinandersetzen. Die jährliche Auszeichnung wurde 2014 im Gedenken an Ieke van den Burg gestiftet, die von 2011 bis 2014 dem ASC angehörte und von 1999 bis 2009 Mitglied des Europäischen Parlaments war. Im Jahr 2019 wurde der Preis gemeinsam an André F. Silva für sein Forschungspapier „Strategic Liquidity Mismatch and Financial Sector Stability“ und Guillaume Vuilleme für dessen Papier „The Value of Central Clearing“ vergeben.

<sup>60</sup> Siehe [2019 RiskLab/BoF/ESRB Conference on Systemic Risk Analytics \(SRA2019\)](#).

<sup>61</sup> Siehe [Joint Česká národní banka/European Central Bank/European Systemic Risk Board Workshop 2019 – Sources of structural systemic risk in the financial system: identification and measurement](#).

<sup>62</sup> Siehe [Fourth ESRB annual conference](#).



### 3.6 EMIR Bridge Programme for Data Science

Mit dem „EMIR Bridge Programme for Data Science“<sup>63</sup> sollen neue Analysemethoden entwickelt werden, um die Fülle an Informationen auszuwerten, die sich aus dem umfangreichen Datensatz zu Derivategeschäften, die an die Transaktionsregister gemeldet werden, ergeben und gemäß der Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (EMIR) erhoben werden. Das Programm startete 2019 mit einer Pilotphase, die sechs Projekte zu verschiedenen Themen im Zusammenhang mit dem Derivatemarkt umfasste. Experten des ESRB und der EZB sowie externe Forscher konnten durch ihre Zusammenarbeit und den Wissensaustausch eine erfolgreiche Kooperation zwischen der makroprudenziellen Politik und der akademischen Welt begründen.

Das Programm wird nun unter der Bezeichnung „Alberto Giovannini Programme for Data Science“ dauerhaft etabliert. Dies geschieht zu Ehren von Alberto Giovannini als ehemaligem Mitglied des ASC. Er war eine treibende Kraft, wenn es um die Förderung der Finanzmarktintegration in der EU ging, und glaubte fest daran, dass sich Systemrisiken mithilfe von Daten und Informationen verringern und vermeiden lassen.

---

<sup>63</sup> Siehe **EMIR Bridge Programme for Data Science**.



# Anhang 1

## Veröffentlichungen auf der Website des ESRB vom 1. April 2019 bis zum 31. März 2020

### Stellungnahmen

**11. März 2020**

**Opinion of the European Systemic Risk Board of 6 February 2020 regarding Dutch notification of a stricter national measure based on Article 458 of the CRR (ESRB/2020/1)**

**27. September 2019**

**Opinion of the European Systemic Risk Board of 25 July 2019 regarding Finnish notification of an extension of the period of application of a stricter national measure based on Article 458 of the CRR (ESRB/2019/16)**

**28. August 2019**

**Opinion of the European Systemic Risk Board of 13 May 2019 regarding Estonian notification of a stricter national measure based on Article 458 of the CRR (ESRB/2019/2)**

### ESRB-Berichte

**26. Februar 2020**

**Enhancing the macroprudential dimension of Solvency II**

**25. Februar 2020**

**Macroprudential implications of financial instruments in Levels 2 and 3 for accounting purposes**

**19. Februar 2020**

**Systemic cyber risk**

**9. Januar 2020**

**Mitigating the procyclicality of margins and haircuts in derivatives markets and securities financing transactions**

**17. Dezember 2019**

**Methodologies for the assessment of real estate vulnerabilities and macroprudential policies: commercial real estate**

**13. Dezember 2019**

**Macroprudential policy implications of foreign branches relevant for financial stability**

**23. September 2019**

**Follow-up report on countries that received ESRB warnings in 2016 on medium-term vulnerabilities in the residential real estate sector**



**23. September 2019**

**Methodologies for the assessment of real estate vulnerabilities and macroprudential policies: residential real estate**

**23. September 2019**

**Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries**

**17. Juli 2019**

**EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2019**

**30. April 2019**

**A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2018**

**Special Feature A: Use of national flexibility measures under Article 458 of the CRR**

**Special Feature B: Development of the concept of macroprudential stance**

**Special Feature C: Upcoming changes to the macroprudential provisions in EU banking legislation**

**8. April 2019**

**Features of a macroprudential stance: initial considerations**

## Working Papers

**14. Februar 2020**

G. Schwenkler und H. Zheng, **The network of firms implied by the news**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 108

**14. Februar 2020**

C. Ramírez, **Regulating financial networks under uncertainty**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 107

**16. Dezember 2019**

K. Müller, **Electoral cycles in macroprudential regulation**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 106

**16. Dezember 2019**

L. Voellmy, **Shadow banking and financial stability under limited deposit insurance**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 105

**2. Dezember 2019**

N. A. Pancost und R. Robatto, **The effects of capital requirements on good and bad risk-taking**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 104

**2. Dezember 2019**

F. Bremus, K. Schmidt und L. Tonzer, **Interactions between bank levies and corporate taxes: How is the bank leverage affected?**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 103



### 30. September 2019

S. Erhart, **Exposition, climax, denouement: Life-cycle evaluation of the recent financial crisis in the EU by linking the ESRB financial crisis database to the European Commission's Macroeconomic Imbalance Procedure Scoreboard**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 102

### 17. September 2019

A. Norring, **Macroprudential policy spillovers and international banking – Taking the gravity approach**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 101

### 17. September 2019

E. Ebrahimi, **Fire-sales in frozen markets**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 100

### 29. Juli 2019

P. Fiedor und N. Killeen, **Securisation special purpose entities, bank sponsors and derivatives**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 99

### 1. Juli 2019

D. Byrne und R. Kelly, **Bank asset quality and monetary policy pass-through**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 98

### 1. Juli 2019

M. Muñoz, **Rethinking capital regulation: the case for a dividend prudential target**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 97

### 17. Juni 2019

A. Segura und J. Suarez, **Optimally solving banks' legacy problems**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 96

### 17. Juni 2019

A. Braunsteffer, C. Guagliano, O. Kenny und J. Mazzacurati, **Use of credit default swaps by UCITS funds: evidence from EU regulatory data**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 95

### 15. Mai 2019

D. Wang, I. van Lelyveld und J. Schaumburg, **Do information contagion and business model similarities explain bank credit risk commonalities?**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 94

### 15. Mai 2019

N. Martynova, E. Perotti und J. Suarez, **Bank capital forbearance**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 93

### 2. Mai 2019

E. Gaffney und F. McCann, **The cyclicalities in SICR: mortgage modelling under IFRS 9**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 92

### 2. Mai 2019

E. Dautović, **Has regulatory capital made banks safer? Skin in the game vs moral hazard**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 91



## Abkürzungen

<b>ASC</b>	Beratender Wissenschaftlicher Ausschuss (Advisory Scientific Committee)
<b>ATC</b>	Beratender Fachausschuss (Advisory Technical Committee)
<b>CCP</b>	Zentrale Gegenpartei (central counterparty)
<b>CRD</b>	Eigenkapitalrichtlinie (Capital Requirements Directive)
<b>CEAOB</b>	Ausschuss der Europäischen Aufsichtsstellen für Abschlussprüfer (Committee of European Auditing Oversight Bodies)
<b>CRR</b>	Eigenkapitalverordnung (Capital Requirements Regulation)
<b>EBA</b>	Europäische Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority)
<b>ECON</b>	Ausschuss Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments (Committee on Economic and Monetary Affairs)
<b>EIOPA</b>	Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (European Insurance and Occupational Pensions Authority)
<b>EMIR</b>	Verordnung über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, auch: Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (European Market Infrastructure Regulation)
<b>ESMA</b>	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority)
<b>ESRB</b>	Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board)
<b>EWR</b>	Europäischer Wirtschaftsraum
<b>EZB</b>	Europäische Zentralbank
<b>IFRS</b>	Internationale Rechnungslegungsstandards (International Financial Reporting Standards)
<b>G-SIFIs</b>	Global systemrelevante Finanzinstitute (Global Systemically Important Financial Institutions)
<b>SSM</b>	Einheitlicher Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism)



# Impressum

© **Europäischer Ausschuss für Systemrisiken, 2020**

Postanschrift            60640 Frankfurt am Main  
Telefon                    +49 69 1344 0  
Internet                   [www.esrb.europa.eu](http://www.esrb.europa.eu)

Übersetzt von der Deutschen Bundesbank im Auftrag der Europäischen Zentralbank. In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.

Alle Rechte vorbehalten. Die Anfertigung von Kopien für Ausbildungszwecke und nichtkommerzielle Zwecke ist mit Quellenangabe gestattet.

Redaktionsschluss für die in diesem Bericht enthaltenen Daten war am 31. März 2020.

Im **ESRB-Glossar** finden Sie Erläuterungen zu speziellen Fachtermini (nur in englischer Sprache verfügbar).

ISSN                        1977-5091 (pdf)  
ISBN                        978-92-9472-170-9 (pdf)  
DOI                         10.2849/379357 (pdf)  
EU-Katalognummer    DT-AA-20-001-DE-N (pdf)