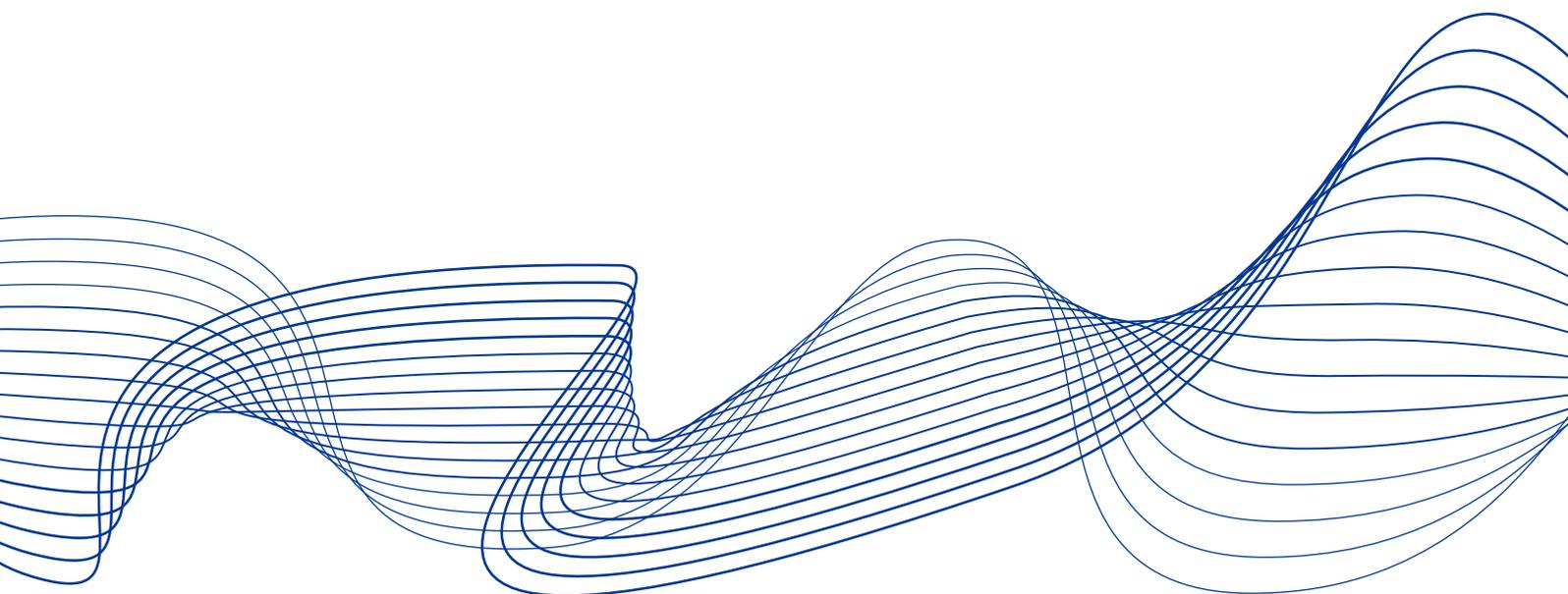


Jahresbericht

2020



ESRB
Europäischer Ausschuss für Systemrisiken
Europäisches Finanzaufsichtssystem

Inhalt

Vorwort	4
Zusammenfassung	6
1 Überblick über die wichtigsten systemischen Risiken im Finanzsystem der Europäischen Union	10
Kasten 1 ASC Insight: Vorkehrungen gegen den nach der Pandemie drohenden Anstieg von Unternehmensinsolvenzen	16
Kasten 2 Lower for longer: makroprudenzielle Herausforderungen in Zeiten niedriger Zinsen	16
2 Reaktion des ESRB auf die Covid-19- Pandemie	20
2.1 Auswirkungen von Garantieprogrammen und anderen finanzpolitischen Maßnahmen zum Schutz der Realwirtschaft auf das Finanzsystem	20
Kasten 3 Empfehlung ESRB/2020/8 zur Überwachung der Auswirkungen von als Reaktion auf die Covid-19-Pandemie aufgelegten Schuldenmoratorien und öffentlichen Garantieprogrammen sowie ergriffenen weiteren finanzpolitischen Maßnahmen zum Schutz der Realwirtschaft auf die Finanzstabilität	21
2.2 Marktiliquidität und ihre Folgen für Anlageverwalter und Versicherungsunternehmen	25
2.3 Auswirkungen breitflächiger Herabstufungen von Unternehmensanleihen auf die Märkte und Akteure im gesamten Finanzsystem	26
2.4 Systemweite Beschränkungen von Dividendenzahlungen, Aktienrückkäufen und sonstigen Ausschüttungen	27
Kasten 4 Empfehlung ESRB/2020/7 zur Beschränkung der Ausschüttungen während der Covid-19-Pandemie	30
2.5 Liquiditätsrisiken aufgrund von Einschusszahlungen	31
Kasten 5 Empfehlung des ESRB zu Liquiditätsrisiken aufgrund von Einschusszahlungen	32
3 Beitrag des ESRB zum politischen Rahmen	33
3.1 Bankensektor	33
3.2 Entwicklungen außerhalb des Bankensektors	38
3.3 Stresstests	42



Kasten 6 ASC Insight zur Reform der Bankenstresstests in der EU: Überlegungen zum Diskussionspapier der EBA	44
3.4 Querschnittsthemen	44
4 Institutioneller Rahmen: Umsetzung und Rechenschaftslegung	47
4.1 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlungen des ESRB	47
4.2 Berichterstattung an das Europäische Parlament und sonstige institutionelle Aspekte	53
Anhang 1: Veröffentlichungen auf der Website des ESRB vom 1. April 2020 bis zum 31. März 2021	56
Abkürzungen	59
Impressum	60



Vorwort



Ich freue mich sehr, Ihnen den zehnten Jahresbericht des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB) für den Zeitraum vom 1. April 2020 bis zum 31. März 2021 vorlegen zu dürfen. Der Jahresbericht ist ein wichtiger Bestandteil der Kommunikationspolitik des ESRB. Er sorgt für Transparenz und Rechenschaftslegung gegenüber den Mitgesetzgebern in der Europäischen Union und gegenüber der breiten europäischen Öffentlichkeit.

Das Jahr 2020 stand im Zeichen der Corona-Pandemie (Covid-19), die nicht nur unfassbar viele Menschenleben forderte, sondern auf der ganzen Welt großen wirtschaftlichen Schaden verursachte und die Existenzgrundlage vieler Menschen zerstörte. Bei Ausbruch der Corona-Pandemie war das Finanzsystem widerstandsfähiger als zu Beginn der globalen Finanzkrise. Gleichwohl können Verluste in der Realwirtschaft das Finanzsystem zunehmend schwächen. Gerade als die Liquiditätsversorgung der Wirtschaft unerlässlich war, drohten diese Schwächen die Funktionsfähigkeit des Finanzsektors zu beeinträchtigen.

Vor diesem Hintergrund schaltete der ESRB im April und Mai 2020 in den Krisenmodus. Er hielt seine Sitzungen als Videokonferenzen ab und erhöhte die Sitzungshäufigkeit. Die Auswirkungen der Pandemie auf die Finanzstabilität standen auch in der Zeit danach für den Ausschuss im Vordergrund, und er ergriff entsprechende Maßnahmen, um sie zu vermeiden und abzufedern.

Er konzentrierte sich dabei auf a) die Auswirkungen von Kreditgarantieprogrammen und anderen finanzpolitischen Maßnahmen zum Schutz der Realwirtschaft auf das Finanzsystem, b) Marktilliquidität und ihre Folgen für Vermögensverwalter und Versicherungsunternehmen, c) den Einfluss prozyklisch wirkender Ratingherabstufungen von Anleihen auf die Märkte und Akteure im Finanzsystem, d) systemweite Beschränkungen von Dividendenzahlungen, Aktienrückkäufen und sonstigen Ausschüttungen sowie e) Liquiditätsrisiken aufgrund von Einschussforderungen.

Der vorliegende Jahresbericht befasst sich ausführlich mit den beschlossenen Maßnahmen und den damit verbundenen Tätigkeiten des ESRB. Ein besonderer Schwerpunkt der Arbeit des Ausschusses lag auf dem Bankensektor, da die steigenden Kreditrisiken, die sich aus den wirtschaftlichen Folgen der Pandemie ergeben, erst mit der Zeit in vollem Umfang zutage treten werden. So untersuchte der ESRB, wie Kapitalpuffer genutzt werden können, um sicherzustellen, dass die Banken während des gesamten Konjunkturzyklus Kredite an die Realwirtschaft vergeben können. Ermittelt werden sollte auch, wie im öffentlichen und im privaten Sektor Kapazitäten geschaffen werden können, um einem möglichen Anstieg von Unternehmensinsolvenzen zu begegnen.

Da sich die wirtschaftlichen und finanziellen Folgen der Pandemie nach wie vor rasant entfalten, deckt die Risikobewertung des ESRB im aktuellen Jahresbericht ausnahmsweise den Zeitraum bis Juni 2021 ab. Der Ausschuss stellt folgende wichtigen Risiken fest: a) ein potenzieller Anstieg der Insolvenzen im privaten Sektor aufgrund der tiefgreifenden weltweiten Rezession, b) das



schwierige gesamtwirtschaftliche Umfeld für Banken, Versicherungsunternehmen und Pensionseinrichtungen, c) eine drastische Neubewertung von Risiken und das Entstehen von Marktilliquidität, d) starke Preiskorrekturen an den Wohn- und Gewerbeimmobilienmärkten und e) die Möglichkeit neuerlicher Bedenken hinsichtlich des Ausfallrisikos von Staaten. Die ESRB-Risikobewertung umfasst auch Gefahren im Zusammenhang mit systemweiten Cyber-Sicherheitsvorfällen, Störungen kritischer Finanzmarktinfrastrukturen sowie Klima- und Übergangsrisiken. All diese Risiken gefährden weiterhin die Finanzstabilität auf längere Sicht.

Im vergangenen Jahr setzte der ESRB auch Arbeiten fort, mit denen er vor der Pandemie begonnen hatte. Im Hinblick auf die Entwicklung eines makroprudenziellen Rahmens für den Nichtbankensektor verfasste der ESRB beispielsweise eine Antwort anlässlich von öffentlichen Konsultationsverfahren der Europäischen Kommission zur Überprüfung des Aufsichtsrahmens für das Versicherungswesen und zur Überprüfung der Regelungen für alternative Investmentfonds. Darüber hinaus gab der ESRB seine Stellungnahme zu verschiedenen Berichten der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ab, die sich mit Aspekten des zentralen Clearings befassten.

Mehrere Kolleginnen und Kollegen, denen ich mich tief verbunden fühle und die ich sehr schätze, haben im Berichtszeitraum den ESRB verlassen, andere wurden neu ernannt. Mein besonderer Dank für ihren Beitrag zur Arbeit des ESRB gilt Richard Portes, dem ehemaligen Vorsitzenden und stellvertretenden Vorsitzenden des Beratenden Wissenschaftlichen Ausschusses (ASC), und Thomas Schepens, dem ehemaligen Co-Vorsitzenden der Analysis Working Group (AWG).

Herzlich willkommen heißen möchte ich Claudia Buch, Vizepräsidentin der Deutschen Bundesbank, als stellvertretende Vorsitzende des Beratenden Fachausschusses (ATC), Steven Cecchetti als stellvertretenden Vorsitzenden des ASC und Emmanuelle Assouan als Co-Vorsitzende der AWG.

Christine Lagarde
Vorsitzende des ESRB



Zusammenfassung

Der vorliegende Jahresbericht bezieht sich auf den Zeitraum von Anfang April 2020 bis Ende März 2021, der von der Corona-Pandemie (Covid-19) bestimmt war. Die Pandemie löste weltweit und auch in der EU einen gewaltigen wirtschaftlichen Schock aus, der die Risiken für die Finanzstabilität erhöhte.

In Reaktion auf den Ausbruch von Covid-19 wurden von EU-Einrichtungen, nationalen Regierungen, Zentralbanken sowie Aufsichts- und Abwicklungsbehörden beispiellose Maßnahmen zur Unterstützung der Wirtschaft ergriffen. Der Verwaltungsrat des ESRB leitete zunächst Maßnahmen in folgenden fünf, von ihm zuvor identifizierten Schwerpunktbereichen ein: Auswirkungen von Garantieprogrammen und anderen finanzpolitischen Maßnahmen zum Schutz der Realwirtschaft auf das Finanzsystem, Marktliquidität und ihre Folgen für Vermögensverwalter und Versicherungsunternehmen, Einfluss breitflächiger Ratingherabstufungen von Anleihen auf die Märkte und Akteure im gesamten Finanzsystem, systemweite Beschränkungen von Dividendenzahlungen, Aktienrückkäufen und sonstigen Ausschüttungen sowie Liquiditätsrisiken aufgrund von Ein- und Nachschussforderungen. Ergänzend zur ersten Krisenreaktion des ESRB wurde im weiteren Jahresverlauf 2020 die Frage geprüft, ob die Banken durch geeignete Maßnahmen dabei unterstützt werden könnten, die wirtschaftliche Erholung zu finanzieren. Hierbei ging es um die Nutzung und Verfügbarkeit von Kapitalpuffern und des makroprudenziellen Instrumentariums im Allgemeinen, den Ablauf von Insolvenzverfahren für Unternehmen, die Funktionsweise des Sanierungs- und Abwicklungsrahmens für Banken sowie den Umgang mit notleidenden Krediten, auch durch Risikotransfers an andere Teile des Privatsektors, in denen diese Risiken besser aufgefangen werden können.

Der ESRB nimmt regelmäßig eine Neubewertung der durch die Covid-19-Pandemie verursachten Risiken für die Finanzstabilität vor. Die Risikobeurteilung in diesem Bericht schließt daher die Entwicklungen bis Juni 2021 ein. Der ESRB stuft die Gefahr, dass es in der Realwirtschaft zu weitverbreiteten Zahlungsausfällen kommt (Risiko 1), als schweres systemisches Risiko für die Finanzstabilität in der EU ein. Das vom schwierigen gesamtwirtschaftlichen Umfeld ausgehende Risiko für Banken, Versicherungsunternehmen und Pensionseinrichtungen (Risiko 2) wird als ein erhöhtes Risiko für die Finanzstabilität klassifiziert. Neuerliche Bedenken hinsichtlich des Ausfallrisikos und der Schuldentragfähigkeit von Staaten (Risiko 3) stellen laut dem ESRB ein erhöhtes Risiko dar, ebenso die Gefahr, dass es an den Finanzmärkten zu Instabilität und vereinzelter Illiquidität kommt (Risiko 4). Die operationellen Risiken etwa infolge eines systemweiten Cyber-Sicherheitsvorfalls (Risiko 5) hält der ESRB für erhöht. Systemische Risiken im Zusammenhang mit nicht operationellen Störungen kritischer Finanzmarktinfrastrukturen (Risiko 6) sowie mit dem Klimawandel verbundene Risiken (Risiko 7) sollen indessen beobachtet werden. Um Risiken und insbesondere die Verflechtungen innerhalb des gesamten Finanzsektors besser überwachen zu können, gab der ESRB eine Empfehlung zur Verwendung einer Rechtsträgerkennung heraus.¹

¹ Siehe [Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 24. September 2020 zur Identifizierung von Rechtsträgern](#) (ESRB/2020/12), ABl. C 403 vom 26.11.2020, S. 1.



Angesichts der erwarteten Auswirkungen der Covid-19-Krise trug der ESRB mit seiner Arbeit vor allem dazu bei, die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors sicherzustellen. Was das Schwerpunktthema der Auswirkungen öffentlicher Garantieprogramme und anderer finanzpolitischer Maßnahmen auf die Finanzstabilität betrifft, so regte der ESRB in einem Schreiben an den ECOFIN-Rat die Kooperation und den Informationsaustausch zwischen den nationalen Finanzbehörden und makroprudenziellen Behörden an.² In einer anschließenden Empfehlung nannte er Mindestanforderungen für die nationale Überwachung und schuf einen Rahmen für die Berichterstattung an den ESRB.³ Auf der Grundlage dieser Überwachung veröffentlichte der ESRB im Februar 2021 einen Bericht zu den Auswirkungen der angesichts Covid-19 ergriffenen Unterstützungsmaßnahmen auf die Finanzstabilität.⁴ Die Empfehlung des ESRB zur Beschränkung der Ausschüttungen war eine weitere wichtige Maßnahme, um die Widerstandskraft des Finanzsystems zu erhalten.⁵ Sie galt für Kreditinstitute sowie Wertpapierfirmen, (Rück-)Versicherungsunternehmen und zentrale Gegenparteien und wurde im Dezember 2020 in einer geänderten Fassung verlängert.

Der ESRB trug im Berichtsjahr weiterhin zur Koordinierung makroprudenzieller Maßnahmen im Bankensektor der Europäischen Union bei. In diesem Zusammenhang verfasste er eine Stellungnahme zu einer auf Artikel 458 der Eigenkapitalverordnung (Capital Requirements Regulation – CRR) basierenden makroprudenziellen Maßnahme in Belgien, mit der die Geltungsdauer einer dort bestehenden strengeren Anforderung bezüglich der Risikogewichtung von Risikopositionen im Wohnimmobiliensektor verlängert wurde.⁶ Eine weitere Stellungnahme des ESRB betraf eine auf Artikel 458 CRR basierende makroprudenzielle Maßnahme in Frankreich, mit der die Geltungsdauer dort bestehender strengerer Anforderungen an Großkredite in Bezug auf hoch verschuldete große nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verlängert wurde. Der ESRB gab auch eine Stellungnahme zur Verlängerung einer strengeren makroprudenziellen Maßnahme nach Artikel 458 CRR in Schweden ab, mit der eine Untergrenze für die Risikogewichtung von Risikopositionen im Wohnimmobiliensektor festgelegt wurde. Zudem veröffentlichte der ESRB eine Empfehlung zu einer makroprudenziellen Maßnahme zur Festsetzung eines Systemrisikopuffers in Norwegen.⁷ Darüber hinaus empfahl der ESRB die gegenseitige Anerkennung einer nicht unter die CRR oder die Eigenkapitalrichtlinie (Capital Requirements Directive – CRD) fallenden nationalen Maßnahme in Luxemburg sowie der oben genannten Systemrisikopuffer und Maßnahmen nach

² Siehe ESRB, [ESRB work on implications for the financial system of guarantee schemes and other fiscal measures to protect the real economy in response to the coronavirus](#), Schreiben an die Mitglieder des ECOFIN-Rates, Mai 2020.

³ Siehe [Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 27. Mai 2020 zur Überwachung der Auswirkungen von als Reaktion auf die COVID-19-Pandemie aufgelegten Schuldenmoratorien und öffentlichen Garantieprogrammen sowie ergriffenen weiteren finanzpolitischen Maßnahmen zum Schutz der Realwirtschaft auf die Finanzstabilität](#) (ESRB/2020/8), ABl. C 249 vom 29.7.2020, S. 1.

⁴ Siehe ESRB, [Financial stability implications of support measures to protect the real economy from the COVID-19 pandemic](#), Februar 2021.

⁵ Siehe [Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 27. Mai 2020 zur Beschränkung der Ausschüttungen während der COVID-19-Pandemie](#) (ESRB/2020/7), ABl. C 212 vom 26.6.2020, S. 1.

⁶ Siehe [Opinion of the European Systemic Risk Board of 18 February 2021 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/2021/1).

⁷ Siehe ESRB, [Recommendation of the European Systemic Risk Board of 4 December 2020 regarding Norwegian notification of its intention to set a systemic risk buffer rate in accordance with Article 133 of Directive \(EU\) 2013/36/EU](#), Empfehlung ESRB/2020/14 vom 4. Dezember 2020, und ESRB, [Assessment of the Norwegian notification in accordance with Article 133 of Directive \(EU\) 2013/36/EU concerning the application of a systemic risk buffer set between 3% and 5%](#), Begleitdokument zur Empfehlung, Dezember 2020.



Artikel 458 CRR für den Wohn- und Gewerbeimmobiliensektor in Norwegen. Ferner überwachte der ESRB allgemein die in der Europäischen Union ergriffenen makroprudenziellen Maßnahmen und förderte den Meinungsaustausch seiner Mitglieder.

Neben den Maßnahmen, die als Reaktion auf die Covid-19-Pandemie ergriffen wurden, befasste sich der ESRB auch im Berichtsjahr mit der Erweiterung des makroprudenziellen Instrumentariums für den Nichtbankensektor. Insbesondere unterstützte er die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Market Authority – ESMA) bei einer Reihe von Themen wie dem zentralen Clearing, der Stärkung makroprudenzieller Aspekte der Solvency-II-Vorschriften für Versicherer und der Weiterentwicklung der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (Alternative Investment Fund Managers Directive – AIFMD)⁸. Die Arbeiten zum zentralen Clearing führte der ESRB zusammen mit der ESMA durch. Hierbei ging es insbesondere um zentrale Clearinglösungen für Pensionseinrichtungen, die Clearingpflicht von Diensten zur Verringerung von Nachhandelsrisiken sowie technische Standards bezüglich Meldung, Datenqualität, Datenzugang und Registrierung von Transaktionsregistern gemäß der Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (EMIR-Refit). Darüber hinaus legte der ESRB der ESMA eine Stellungnahme zur Klassifizierung und anschließenden Anerkennung zentraler Gegenparteien aus Drittstaaten vor, die in der Europäischen Union Dienstleistungen erbringen. Was die Arbeit zum Versicherungssektor betrifft, so reichte der ESRB seine Antwort im Rahmen eines Konsultationsverfahrens der Europäischen Kommission zur Überarbeitung von Solvency II ein. Darin schlägt der Ausschuss makroprudenzielle Instrumente in Bezug auf Kapital, Liquidität und sektorübergreifende Aspekte vor, die er in einem im Februar 2020 veröffentlichten Bericht näher erläutert. Dabei wird auch auf die Notwendigkeit hingewiesen, weiterhin sicherzustellen, dass Risiken durch Solvency II angemessen erfasst werden, und einen harmonisierten Sanierungs- und Abwicklungsrahmen für die gesamte Europäische Union zu schaffen. Im Bereich Investmentfonds verfasste der ESRB eine Antwort im Rahmen der Konsultation der Europäischen Kommission zur Überarbeitung der AIFMD. Seine Vorschläge betrafen die Eignung des Melderahmens, den Zugriff auf Daten zur Überwachung systemischer Risiken, die Notwendigkeit, die vorhandenen makroprudenziellen Instrumente zu operationalisieren, sowie die laufende Weiterentwicklung des makroprudenziellen Rahmens für Investmentfonds.

Darüber hinaus steuerte der ESRB adverse Szenarios zu den Stresstests der europäischen Aufsichtsbehörden bei. Der für 2020 geplante Stresstest für den Bankensektor wurde von der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority – EBA) auf 2021 verschoben. Der ESRB hatte der EBA bereits 2020 ein adverses makrofinanzielles Szenario geliefert. In seinem aktualisierten Szenario vom Januar 2021 berücksichtigte er seine jüngste Risikobewertung. Ebenfalls im Jahr 2021 stellte der ESRB der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA) ein adverses Szenario für den EU-weiten Stresstest des Versicherungssektors zur Verfügung. Des Weiteren legte der ESRB der ESMA einen rekalierten Satz von Risikofaktoren für Stresstests von Geldmarktfonds vor. Hierdurch sollte sichergestellt

⁸ 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.



werden, dass das Szenario gravierender als alle im März 2020 beobachteten Marktbewegungen ist und allen Risikofaktoren Rechnung trägt.

Im Rahmen der Rechenschafts- und Berichtspflicht des ESRB erschien die Vorsitzende des ESRB zu Anhörungen vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments. Bei diesen Anhörungen informierte sie die Mitglieder des Europäischen Parlaments aus erster Hand über die Hintergründe der vom ESRB beschlossenen Initiativen. Dazu gehörten auch die Maßnahmen, die der ESRB als Reaktion auf die Covid-19-Pandemie ergriffen hatte.

Der ESRB hielt wie auch in den vorangegangenen Jahren eine Reihe von Veranstaltungen ab, um die beteiligten Akteure in die Debatte über makroprudenzielle Politik einzubeziehen. Angesichts der Covid-19-Pandemie wurden diese Veranstaltungen sowie die regelmäßigen Sitzungen des ESRB als Videokonferenzen abgehalten. Im Rahmen seines Mandats organisierte der ESRB die jährliche Sitzung mit dem Ausschuss der Europäischen Aufsichtsstellen für Abschlussprüfer (Committee of European Auditing Oversight Bodies – CEAOB) und mit Abschlussprüfern von in der EU ansässigen global systemrelevanten Banken und Versicherern (Global Systemically Important Financial Institutions – G-SIFIs). Die Sitzung soll dem ESRB Informationen über sektorspezifische oder andere wesentliche Veränderungen bei den G-SIFIs liefern. Schwerpunkt in diesem Jahr waren die unmittelbaren und langfristigen Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf Banken und Versicherungsunternehmen, die Folgen der Pandemie für die Prüfarbeit und die Rolle von Rechnungsprüfern bei der Verhinderung von Bilanzfälschungen. Die Jahreskonferenz des ESRB fand pandemiebedingt nicht statt.



1 Überblick über die wichtigsten systemischen Risiken im Finanzsystem der Europäischen Union

Die Corona-Pandemie (Covid-19) hat die Gesundheitssysteme überall auf der Welt in eine Krise von bislang ungekanntem Ausmaß gestürzt und darüber hinaus zu einer schweren wirtschaftlichen Rezession geführt. In den Bereichen der Geld-, Fiskal- und makroprudenziellen Politik wurden in kürzester Zeit weitreichende Hilfsmaßnahmen ergriffen. Sie bezweckten vor allem die Aufrechterhaltung günstiger Finanzierungsbedingungen, die Stabilisierung der Einkommen privater Haushalte und die Unterstützung der Liquiditätsversorgung des Unternehmenssektors und trugen auf diese Weise zur Eindämmung der Coronakrise bei. Dennoch kam es im zweiten Quartal 2020 zu einem Konjunkturereinbruch. Die wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie waren äußerst heterogen, denn das Wachstum der Wertschöpfung wies sowohl auf Sektor- als auch auf Länderebene eine hohe Schwankungsbreite auf. Ende des zweiten Quartals wurden die Maßnahmen zur Eindämmung von Covid-19 gelockert, sodass die konjunkturelle Aktivität im darauffolgenden Quartal wieder deutlich zunahm. Im Jahr 2020 sank das reale BIP im Euro-Währungsgebiet um 6,9 % und in der Europäischen Union um 6,2 %. Verantwortlich hierfür war vor allem der starke Rückgang des privaten Konsums – ausgelöst durch das vermehrte Vorsichts- bzw. Zwangssparen der privaten Haushalte – und der Investitionstätigkeit.

Während die Bereitstellung von Impfstoffen zu einer Verankerung der mittelfristigen Erwartungen führte, wurde die wirtschaftliche Erholung durch neue Covid-19-Infektionswellen belastet. Die sich weltweit wieder belebende Nachfrage und zusätzliche finanzpolitische Maßnahmen wirkten sich günstig auf die wirtschaftliche Aktivität aus. Im vierten Quartal 2020 und im ersten Quartal 2021 wurde die Konjunktur in den Ländern der EU jedoch durch eine zweite und dritte Infektionswelle und die damit einhergehende Verschärfung der Eindämmungsmaßnahmen gebremst. Das verarbeitende Gewerbe behauptete sich gut, doch im Dienstleistungssektor – insbesondere in den kontaktintensiven Bereichen – wurde die Aktivität stark beeinträchtigt, wenn auch in etwas geringerem Maße als im Frühjahr 2020. Die kurzfristige Unsicherheit blieb hoch, was mit der verzögerten Bereitstellung von Impfstoffen sowie mit Bedenken bezüglich deren Wirksamkeit gegenüber neuen Virusvarianten zusammenhing. Solange diese Unsicherheit anhält und der wirtschaftliche Aufschwung noch nicht Tritt gefasst hat, sind Maßnahmen zur Wahrung günstiger Finanzierungsbedingungen und ein expansiver fiskalischer Kurs weiterhin unerlässlich.

Auch auf mittlere Sicht herrscht nach wie vor erhebliche Unsicherheit, da noch immer nicht absehbar ist, inwieweit Angebots- und Nachfragemuster dauerhaften strukturellen Veränderungen unterliegen. Diese Veränderungen dürften deutliche (positive wie auch negative) Auswirkungen auf die Liquiditätslage und Ertragskraft der einzelnen Sektoren haben. Zudem könnten sie die wirtschaftlichen Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten des Euroraums weiter vergrößern, da sich die Wertschöpfung in jedem Land anders zusammensetzt. Darüber hinaus haben derartige strukturelle Veränderungen möglicherweise Einfluss auf die Finanzstabilität. Sowohl in Sektoren, die vorübergehend, jedoch schwer von der Pandemie betroffen sind, als auch in Sektoren, die dauerhaften Schaden genommen haben, wachsen die Solvenzrisiken und die Gefahr von Unternehmensinsolvenzen. Diese Entwicklung könnte durch Klippeneffekte im Falle einer vorzeitigen Einstellung der finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen noch verstärkt werden. Insbesondere gilt dies für Länder, in denen derartige Maßnahmen angesichts des eingeschränkten



fiskalischen Spielraums und der hohen Staatsverschuldung nur begrenzt fortgesetzt werden können.

Systemische Risiken innerhalb der EU ergeben sich hauptsächlich aus den wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie; diese können zu steigenden Solvenzrisiken im privat-wirtschaftlichen Sektor und entsprechenden Rückkopplungseffekten auf das Finanzsystem führen.

Es ist unter anderem den raschen und umfassenden Unterstützungsmaßnahmen zu verdanken, dass sich der Rückgang der Liquidität im Unternehmenssektor bislang in Grenzen hielt. Allerdings werden die staatlichen Maßnahmen mittlerweile zielgerichteter eingesetzt und schrittweise eingestellt, was nicht zuletzt auch von der Einschätzung des fiskalischen Spielraums in den einzelnen Mitgliedstaaten abhängig ist. Je länger die Krise allerdings andauert, umso auffälliger wird sich die Bilanzverschlechterung bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zeigen. Immer mehr Unternehmen werden, nachdem sie sämtliche kurzfristigen Kosteneinsparungsmöglichkeiten ausgeschöpft haben, den Rückgang an Einnahmen mithilfe ihrer Liquiditätspolster kompensieren. Gleichzeitig wird die Verschuldung im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zunehmen. Dies ist die Schattenseite der weitreichenden Inanspruchnahme umfangreicher Liquiditätsmaßnahmen im Jahr 2020. Untersuchungen anhand von Unternehmensdaten belegen, dass die Anzahl der Firmen in Zahlungsschwierigkeiten deutlich ansteigen könnte. In der frühen Phase der Coronakrise überwogen die liquiditätsunterstützenden Maßnahmen. Dies spiegelte sich im Bestand der Buchkredite von monetären Finanzinstituten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften wider, der sich von Ende 2019 bis Ende 2020 nominal um 6,7 % erhöhte. Besonders auffällig war der Zuwachs in EU-Staaten, in denen der Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften bereits vor der Krise hoch verschuldet war. Dementsprechend verschärften sich die Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern weiter. Insgesamt betrachtet verwendeten nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften die im zweiten Quartal 2020 zusätzlich aufgenommenen Kredite größtenteils zur Aufstockung ihrer Liquiditätsreserven, sodass die Nettoverschuldung in diesem Zeitraum weitgehend stabil blieb. Zwischen den einzelnen Teilsektoren sowie auf Länderebene ergaben sich allerdings erhebliche Unterschiede, in denen die stark asymmetrischen Auswirkungen der Coronakrise zum Ausdruck kommen. So nahm die Nettoverschuldung in den am schwersten von der Pandemie betroffenen Teilsektoren deutlich zu. Darüber hinaus waren in den Staaten mit hoher Unternehmensverschuldung die stärksten Rückgänge des Bruttobetriebsüberschusses zu beobachten. Hierin zeigen sich die Unterschiede in Bezug auf das Ausmaß und die sektorale Zusammensetzung des wirtschaftlichen Schocks. Der Erfolg der Maßnahmen zur Begrenzung der Solvenzrisiken nichtfinanzieller Unternehmen wird auch darüber entscheiden, wie stark die Übertragungseffekte auf den Finanzsektor sein werden.

Die Banken in der EU haben sich während der Coronakrise bislang als relativ widerstandsfähig erwiesen.

Zu Beginn der Pandemie waren sie deutlich besser aufgestellt als vor der letzten Krise. Vor allem sahen sich die Banken während der aktuellen Krise jederzeit in der Lage, die Realwirtschaft mit Krediten zu versorgen, und konnten – zum Teil dank staatlicher Kreditgarantien – die steigende Kreditnachfrage im zweiten und dritten Quartal 2020 bedienen. Folglich nahm die Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte im Berichtsjahr weiter zu, wengleich sich ihr Wachstum in der zweiten Jahreshälfte verlangsamte.

Gleichwohl sehen sich viele Banken wachsenden Bedenken in Bezug auf die Qualität ihrer Aktiva gegenüber; hinzu kommen der anhaltende Rentabilitätsdruck, bestehende Strukturprobleme und die in einigen Ländern noch immer hohen Altbestände an notleidenden Krediten.

Zwar blieb ein Anstieg der notleidenden Kredite (non-performing loans – NPL) bislang aus, doch die Bestände an restrukturierten Krediten und an Krediten, die nach dem IFRS 9 der Stufe 2 zugeordnet werden, waren erstmals wieder höher. Dies gilt insbesondere für Kredite, die Zahlungsmoratorien und sonstigen staatlichen Hilfsprogrammen unterliegen. Eine Verschlechterung der Aktivaqualität und eine Zunahme des Rückstellungsbedarfs hätten



schwerwiegende Folgen für die Kapitalausstattung der Banken, die ohnehin schon unter strukturellen Problemen wie einer niedrigen Rentabilität leiden. Insbesondere könnte die Vielzahl der von den Banken in Europa angewendeten Verfahren zur Bildung von Rückstellungen auf eine unzureichende Risikovorsorge in einigen Segmenten des Bankensektors hindeuten.

Um diese unmittelbaren Herausforderungen zu bewältigen, müssen die Banken neue NPLs frühzeitig in ihren Bilanzen erfassen und entsprechende Risikovorsorge betreiben sowie ihre internen Kapazitäten zur Verwaltung und zum Abbau von NPL-Beständen erweitern. Die frühzeitige Abschreibung von Krediten ist eine wichtige Voraussetzung für die Bilanztransparenz von Banken. Werden Kredite erst nach Ablauf von Moratorien und Kreditgarantieprogrammen abgeschrieben, erhöht sich das Risiko von Klippeneffekten, die einen abrupten Schuldenabbau auslösen könnten. Es ist nun von entscheidender Bedeutung, die Fehler der vergangenen Krisen nicht zu wiederholen. Seinerzeit verblieben NPLs über Jahre in den Bilanzen europäischer Banken und belasteten deren Kreditvergabe erheblich. In der Folge wurde auch das Wirtschaftswachstum gebremst.

Banken sollten sämtliche Möglichkeiten zum Abbau von NPL-Beständen nutzen, z. B. Umschuldungen, Kreditveräußerungen und die Umwandlung von Schulden in Beteiligungen. Hierzu müssen viele Banken zunächst weitreichende Verbesserungen ihrer Organisationsstrukturen vornehmen, damit sie die für sie effizientesten Maßnahmen zur Verringerung von NPL-Beständen umsetzen können. Dies ist unabdingbar, denn langwierige Prozesse zum Abbau der NPL-Bestände können dazu führen, dass überlebensfähige, aber überschuldete Unternehmen in die „Gone-Concern“-Kategorie fallen, was weitere Wohlfahrtsverluste mit sich bringt.

Um sich gegen einen Anstieg notleidender Kredite zu wappnen, müssen auch Maßnahmen außerhalb der mikro- und makroprudenziellen Politik ergriffen werden. Notwendig ist neben einer Reform des Rechtsrahmens für Insolvenzen und Zwangsvollstreckungen auch die Erhöhung der Kapazitäten in der Justiz, um dort Engpässe zu vermeiden. Ferner ließe sich der Abbau von NPL-Beständen unter anderem durch tiefe und effiziente Sekundärmärkte beschleunigen, an denen derartige Kredite veräußert werden könnten. Der Verwaltungsrat des ESRB begrüßte daher die im Dezember 2020 veröffentlichte Mitteilung der Europäischen Kommission über notleidende Kredite.⁹

Die Zielausrichtung staatlicher Unterstützungsmaßnahmen lässt sich noch weiter verbessern. Eine zielgerichtetere Ausgestaltung würde die Effizienz staatlicher Hilfsmaßnahmen erhöhen, da eine Unterstützung jener Unternehmen vermieden würde, die a) auch ohne staatliche Hilfe überleben können oder b) nicht wettbewerbsfähig sind und daher trotz staatlicher Unterstützung in absehbarer Zeit scheitern würden. Künftig sollten staatliche Hilfsmaßnahmen nicht mehr auf die Aufrechterhaltung des Vorpandemiestatus abstellen. Vielmehr müssen sie maßgeschneiderte Lösungen bieten, die überlebensfähigen Unternehmen dabei helfen, sich an die neuen Gegebenheiten nach der Pandemie anzupassen. Die schrittweise Beendigung breit angelegter Maßnahmen ist vor allem angezeigt, wenn sie die Bilanzierung von Kreditverlusten verzögern.

Maßnahmen zur Bewältigung der Schuldenlast überlebensfähiger, aber überschuldeter Unternehmen haben an Bedeutung gewonnen. Die außerordentlichen staatlichen Hilfsmaßnahmen, die während der Coronakrise ergriffen wurden, bewirkten vor allem die Beseitigung kurzfristiger Liquiditätsengpässe und weniger die Verringerung von Solvenzrisiken. Daher ergreifen die Regierungen der EU-Mitgliedstaaten inzwischen neben Maßnahmen zur Unterstützung der Liquidität auch solche zur Verbesserung der Solvenz. Hierzu zählt

⁹ Siehe Europäische Kommission, **Abbau notleidender Kredite nach der COVID-19-Pandemie**, COM(2020) 822 final, Dezember 2020.



beispielsweise die Einbringung von (Quasi-)Eigenkapital in überlebensfähige Unternehmen mit dem Ziel, die negativen wirtschaftlichen Folgen der steigenden Verschuldung im privaten Sektor zu begrenzen. Kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) bekamen die Folgen der Coronakrise stärker zu spüren als größere Unternehmen und finanzieren sich noch immer weitgehend über Banken. Aus diesem Grund ist es möglicherweise von zentraler Bedeutung, das Eigenkapital durch eine Schuldenrestrukturierung in den Bankbilanzen zu erhöhen. Begleitet werden könnte dieser Ansatz von einer (partiellen und gezielten) Umwandlung staatlicher Kreditgarantien in Kapitalbeteiligungen unter der strengen Auflage, dass eine angemessene Lastenverteilung mit anderen Gläubigern erfolgt. Hierzu ist es jedoch gegebenenfalls erforderlich, die staatlichen Kapazitäten zur Überwachung und Beurteilung der Finanzlage von Unternehmen zu erweitern, damit die Schuldenerleichterungen nur den überlebensfähigen Unternehmen zugutekommen.

Ferner sollten die Mitgliedstaaten die Verfahren für die Sicherheitenverwertung prüfen und verbessern sowie die Kapazitäten in der Justiz erhöhen, um dortige Engpässe zu vermeiden.

Durch eine Reform der Zwangsvollstreckungsverfahren könnte deren Dauer verkürzt, die Übertragung von Sicherheiten an Gläubiger vereinfacht und die Veräußerung und Bewertung von Sicherheiten beschleunigt werden. Zudem ließe sich durch eine Reform der Rechtsvorschriften für Unternehmensinsolvenzen und Schuldeneintreibung eine Annäherung der unterschiedlichen nationalen Rechtsrahmen der EU-Staaten leichter erreichen. Eine rasche Verabschiedung der geplanten EU-Richtlinie über Kreditdienstleister, Kreditkäufer und die Verwertung von Sicherheiten¹⁰ würde die außergerichtliche Realisierung von Sicherheiten vereinfachen; hierdurch könnten die Kosten für den Abbau von NPL-Beständen verringert und die Hürden für die Veräußerung von NPLs an spezialisierte Kreditkäufer beseitigt werden. Darüber hinaus könnte ein Regelungsrahmen für präventive Restrukturierungen Unternehmen mit tragfähigen Geschäftsmodellen dabei helfen, ihre Bilanzen zu sanieren. Würden noch vor Ablauf der Frist zur Umsetzung der EU-Richtlinie von 2019 über Restrukturierung und Insolvenzen entsprechende richtlinienkonforme Regelungsrahmen entwickelt, könnten langwierige und kostspielige Gerichtsverfahren vermieden und ein potenzieller Bearbeitungsrückstau in den Insolvenzgerichten verhindert werden.

Eine weitere Zunahme des Rückstellungsbedarfs würde sich negativ auf die Kapitalposition der Banken auswirken, und daher ist es umso dringlicher, die Anstrengungen zur Erhöhung der operativen Effizienz, beispielsweise durch Konsolidierungen, zu verstärken. Mithilfe gut durchdachter Konsolidierungsstrategien kann es gelingen, Überschneidungen der Vertriebsnetze zu beseitigen und somit überschüssige Kapazitäten im Privatkundengeschäft der Banken abzubauen.

Die Wohnimmobilienmärkte haben sich in der Coronakrise bislang als robust erwiesen, wengleich die Anfälligkeiten weiter gestiegen sind. Die Preise für Wohnimmobilien legten im Jahr 2020 erneut zu. Dadurch erhöhten sich abermals die Risiken aus Überbewertungen, die in einer Reihe von Mitgliedstaaten bereits vor der Krise bestanden. In einigen Ländern geht diese Entwicklung mit einer anhaltend hohen Verschuldung der privaten Haushalte einher. Deren Finanzlage wird somit zusätzlich geschwächt, insbesondere wenn darüber hinaus der Schuldendienst im Verhältnis zum Einkommen hoch ist. Die Gründe für die Widerstandsfähigkeit des Wohnimmobilienmarkts sind vielfältig: So wurde beispielsweise der Rückgang des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte durch staatliche Hilfsmaßnahmen begrenzt, und die außerordentlich günstigen Finanzierungsbedingungen blieben erhalten.

Im Vergleich zum recht krisenfesten Wohnimmobilienmarkt wurde der Markt für Gewerbeimmobilien durch die Corona-Pandemie schwer belastet. Hier fanden in den letzten drei Quartalen des Jahres 2020 rund 50 % weniger Transaktionen statt als im Vorjahreszeitraum,

¹⁰ Siehe Europäische Kommission, **Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Kreditdienstleister, Kreditkäufer und die Verwertung von Sicherheiten**, COM(2018) 135 final, März 2018.



da die Nachfrage gebietsansässiger wie auch internationaler Anleger einbrach. Der Rückgang der Auslandsnachfrage fiel dabei deutlicher aus. Am stärksten betroffen – allerdings mit erheblichen Unterschieden auf Länderebene – waren die Preise von Büro- und Einzelhandelsimmobilien. Für Einzelhandelsimmobilien könnten sich durch langfristige Verhaltensänderungen im Zusammenhang mit einem dauerhaft höheren Marktanteil des Onlinehandels schwerwiegendere Folgen ergeben. Mit dem Abklingen der Pandemie werden zwar viele Menschen wieder an ihre Büroarbeitsplätze zurückkehren. Doch Homeoffice-Modelle dürften künftig eine weitaus größere Rolle spielen als bisher. Folglich könnte es zu einer K-förmigen Erholung kommen, bei der qualitativ hochwertigere Objekte, die sich besser an strengere Gesundheitsschutzauflagen anpassen lassen, weniger in Mitleidenschaft gezogen werden. Gegen Ende des Berichtsjahrs schlugen sich die positiven Nachrichten zu Impfstoffen in den Preisindizes nieder. Am meisten profitierten dabei die von der Krise besonders hart getroffenen Sektoren (d. h. Einzelhandelsimmobilien und Büros).

Die Marktanspannungen zu Beginn der Corona-Pandemie haben einmal mehr die Risiken offenbart, die durch Instabilität und geringe Liquidität in einigen Segmenten des Finanzmarkts entstehen können.

Nach dem Ausbruch der Pandemie erhöhte sich die Risikoaversion der Anleger. Dies löste eine umfassende Neubewertung von Risiken aus, und die Nachfrage nach sicheren und liquiden Vermögenswerten wuchs. Der zu Pandemiebeginn beobachtete Kursverfall an den Aktien- und Anleihemärkten trug dazu bei, dass von anderen Märkten Liquidität abgezogen wurde („Dash for Cash“), was wiederum zu erheblichem Liquiditätsstress in einigen Marktsegmenten führte. Verstärkt wurde diese Dynamik durch höhere Sicherheitsleistungen, die für Derivategeschäfte zu hinterlegen waren (Margin Calls). Hieraus ergaben sich auch Auswirkungen auf andere Märkte. Bestimmte Arten von Geldmarktfonds und Unternehmensanleihefonds sahen sich Problemen bei der Liquiditätssteuerung gegenüber, da Investmentfonds Anteilsrückzahlungen an die Anleger vornehmen mussten und sich die Liquidität der in den Fondsportfolios gehaltenen Vermögenswerte verschlechterte.

Auf die pandemiebedingten Marktanspannungen im März 2020 folgte eine bemerkenswerte Erholung der Vermögenspreise.

Im Zuge der rasch ergriffenen und breit angelegten geld- und finanzpolitischen Maßnahmen kam es nach diesen Marktturbulenzen zu einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen. Die Stimmung unter den Anlegern verbesserte sich merklich, wofür mehrere Faktoren ausschlaggebend waren: Die gesamtwirtschaftlichen Daten übertrafen die ursprünglichen Prognosen, die politischen Maßnahmen gewannen an Glaubwürdigkeit – nicht zuletzt durch die Verständigung auf den Aufbauplan Next Generation EU (NGEU) am 21. Juli 2020 –, und die Impfungen gegen Covid-19 liefen an. All dies spiegelte sich in engeren Kreditspreads und steigenden Bewertungsniveaus von Aktien wider. Innerhalb der EU sanken die Staatsanleiherenditen allmählich, wenngleich sich die Staatsverschuldung im Verhältnis zum BIP deutlich erhöhte. Zugleich verringerten sich die Spreads von Unternehmensanleihen, nachdem sie während der Marktturbulenzen im März 2020 Höchststände erreicht hatten, und näherten sich in allen Ratingkategorien wieder ihrem Vorpandemieniveau an. Seit dem Einsetzen der Markterholung liegen die Spreads von Unternehmensanleihen weit unterhalb des Niveaus, das während der weltweiten Finanzkrise und der europäischen Staatsschuldenkrise verzeichnet wurde. In Anbetracht der Ertragsaussichten der Unternehmen und des Ratingausblicks erscheinen die Risikoaufschläge niedrig, insbesondere im Hochzinssegment des Unternehmensanleihemarktes.

Finanzintermediäre aus dem Nichtbankenbereich zeigten sich risikobereiter.

Das Niedrigzinsumfeld schafft nach wie vor starke Anreize für Anleger, ihre Positionen in risikoreicheren Vermögenswerten aufzustocken, um höhere Renditen zu erzielen. Während die Mittelzuflüsse in Investmentfonds aus dem Euroraum im Laufe des Jahres 2020 wieder anstiegen, bauten Finanzintermediäre aus dem Nichtbankenbereich ihre Positionen in Schultiteln von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften mit niedrigerem Rating aus und erhöhten auch die Duration dieser Portfolios. Hierdurch stieg ihre Anfälligkeit für Mittelabflüsse, die insbesondere zum Tragen



kommt, wenn Bewertungsänderungen an die Anleger weitergegeben werden und diese daraufhin das Kreditrisiko nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften neu bewerten. Die Barquoten von Unternehmensanleihefonds nahmen während der Marktturbulenzen im März 2020 vorübergehend zu und sanken alsbald wieder auf das Vorkrisenniveau. Der Investmentfondssektor erhöhte seinen Bestand an weniger liquiden Aktiva. Somit wuchs seine Anfälligkeit für umfangreiche Mittelabflüsse im Falle eines erneuten Auftretens akuter Marktspannungen.

Vor dem Hintergrund wachsender Bedenken, dass einige Marktsegmente Überbewertungen aufweisen könnten, ist das Risiko einer möglicherweise abrupten Vermögenspreiskorrektur gestiegen. Zumindest in einigen Marktsegmenten besteht die Gefahr, dass sich die seit Krisenbeginn erhöhte Anfälligkeit der Unternehmen in einigen Sektoren – insbesondere die steigende Verschuldung, die sinkende Rentabilität und die beeinträchtigte Schuldendienstfähigkeit – nicht in ausreichendem Maße in den Bewertungen widerspiegelt. Der anhaltende Preisanstieg bei riskanten Vermögenswerten ist überdies nicht nur auf bessere makroökonomische Aussichten zurückzuführen. Er zeigt auch die Renditejagd der Anleger in einem länger andauernden Niedrigzinsumfeld (siehe Kasten 2) sowie die Erwartung, dass die außerordentlichen Hilfsmaßnahmen aufrechterhalten werden.

Finanzstabilitätsrisiken könnten sich ferner ergeben, wenn die langfristigen Renditen von Staatsanleihen der Vereinigten Staaten weiter steigen und zu Übertragungseffekten auf Europa führen. Die rasche wirtschaftliche Erholung in den Vereinigten Staaten, die unter anderem einem umfangreichen Konjunkturpaket zu verdanken war, sorgte für einen Anstieg der Inflationserwartungen und in der Folge auch für eine Aufwärtsbewegung der Renditen von Staatsanleihen mit langen Laufzeiten. Diese Entwicklung verdeutlichte einmal mehr die Sensitivität der Vermögenspreise gegenüber veränderten Erwartungen zum künftigen Kurs der Geld- und Fiskalpolitik in den USA. Nach der jüngsten geldpolitischen Neuausrichtung könnte die Unsicherheit, die bezüglich der Reaktionsfunktion des Federal Reserve System besteht, durch das Risiko solcher Erwartungsänderungen noch verstärkt werden. Ein weiterer Anstieg der Renditen langfristiger US-Staatsanleihen könnte sich in Gestalt einer konjunkturellen Verlangsamung auf die EU übertragen, sofern die Versteilung der Zinsstrukturkurve der wirtschaftlichen Erholung in der EU erkennbar vorausgeht. Auch andere Arten von Vermögenswerten, darunter Unternehmensanleihen, wären möglicherweise von diesen Übertragungseffekten betroffen. In der Folge könnten sich die Finanzierungsbedingungen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verschärfen. Der im Februar und März 2020 verzeichnete Renditeanstieg von US-Staatsanleihen hat sich bislang nur moderat auf die EU übertragen. Sollten sich die Staatsanleiherenditen in Europa allerdings merklich stärker erhöhen als derzeit beobachtet, könnte dies negative Auswirkungen auf die Schuldendynamik haben, vor allem in Ländern, die bereits bei Ausbruch der Coronakrise hoch verschuldet waren.



Kasten 1

ASC Insight: Vorkehrungen gegen den nach der Pandemie drohenden Anstieg von Unternehmensinsolvenzen

Im Januar 2021 veröffentlichte der Beratende Wissenschaftliche Ausschuss (ASC) des ESRB in seiner Reihe „ASC Insights“¹¹ einen Beitrag von Bo Becker und Martin Oehmke mit dem Titel „Preparing for the post-pandemic rise in corporate insolvencies“. Darin werden die ökonomischen Zielkonflikte von Maßnahmen betrachtet, die im Falle eines Anstiegs der Unternehmensinsolvenzen nach der Pandemie ergriffen werden könnten. Die größte Herausforderung sehen die Autoren hierbei in der Unterscheidung, welche Unternehmen überlebensfähig sind und für welche dies aufgrund struktureller Veränderungen ihres wirtschaftlichen Umfelds nicht mehr gilt. Die Interventionsmaßnahmen müssten daher unbedingt zielgerichtet sein. Für überlebensfähige Firmen soll nach Ansicht der Verfasser eine erleichterte Schuldenrestrukturierung mithilfe formeller oder nicht formeller Insolvenzverfahren angestrebt werden. Bei nicht überlebensfähigen Unternehmen sollte das Ziel darin bestehen, die Reallokation von Ressourcen in produktivere Bereiche zu fördern.

Die Autoren nennen zudem eine Reihe von Sonderfaktoren, die den Covid-19-Schock kennzeichnen. Erstens seien kleine Firmen besonders schwer vom Pandemieschock betroffen, doch die ihnen im Rahmen formeller Insolvenzverfahren angebotenen Lösungen, insbesondere zur Restrukturierung, seien für sie häufig nicht effizient. Zweitens bedürfe es einer Sensibilisierung der politischen Entscheidungsträger für einen eventuellen Stau von formellen und informellen Insolvenzverfahren, und daher sollten die Verfahrenskapazitäten ausgeweitet werden. Drittens finanzierten sich nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in Europa vor allem über Banken, weshalb die Schuldenrestrukturierung in den Bankbilanzen entscheidend zur Unterstützung überlebensfähiger, jedoch überschuldeter Firmen beitragen werde. Förderlich wäre in diesem Zusammenhang die Beseitigung von Fehlanreizen im Bereich der Aufsicht und Rechnungslegung, die eine Restrukturierung verhinderten.

Kasten 2

Lower for longer: makroprudenzielle Herausforderungen in Zeiten niedriger Zinsen

Das makrofinanzielle Umfeld ist nach wie vor von negativen oder sehr niedrigen Nominalzinsen geprägt. Ein solches Niedrigzinsumfeld und die damit einhergehenden strukturellen Veränderungen können Risiken hervorrufen, die eine potenzielle Gefahr für die Finanzstabilität darstellen und makroprudenzielle Maßnahmen erfordern.

Mit Blick auf die Zukunft sind die Faktoren, die dem Niedrigzinsumfeld zugrunde liegen, konsistent mit einem Szenario, in dem die Zinsen und die Inflation für lange Zeit niedrig bleiben. Der strukturelle und funktionale Wandel der Realwirtschaft seit den 1980er-Jahren hat zu einem allmählichen Rückgang des natürlichen (bzw. neutralen) realen Gleichgewichtszinses (R^*) sowie der

¹¹ Die ASC Insights werden von einem oder mehreren Mitgliedern des ASC verfasst. Sie skizzieren ausgewählte Themen, die aus makroprudenzieller Sicht für den ESRB-Verwaltungsrat relevant sind.



Risikoprämienkomponente der Nominalzinsen geführt.¹² Im Gefolge der weltweiten Finanzkrise erhielt die Nachfrage nach sicheren Anlagewerten durch regulatorische Änderungen und eine zunehmend risikoaverse Positionierung der Finanzinstitute zusätzlichen Auftrieb. Dadurch sanken die Laufzeitprämien weiter, und die Inflationserwartungen sowie die realen und nominalen Zinsen gingen zurück. Die Hypothese der säkularen Stagnation trägt vielen der Angebots- und Nachfragefaktoren Rechnung, die auf globaler Ebene strukturelle Ungleichgewichte zwischen der Geldnachfrage zu Investitionszwecken und dem Geldangebot in Form von Ersparnissen hervorgerufen und somit zu einem Rückgang der globalen realen Gleichgewichtszinsen geführt haben.¹³ Aus der Perspektive eines Finanzzyklus steht die Entwicklung, die sich nach der durch die weltweite Finanzkrise bedingten Bilanzrezession zeigte, möglicherweise mit einem Szenario länger andauernder Niedrigzinsen im Einklang, d. h. mit einem „Lower for longer“-Szenario.¹⁴

Darüber hinaus legen Forschungsergebnisse den Schluss nahe, dass der durch die Corona-Pandemie ausgelöste Schock den Abwärtstrend der nominalen und realen Zinssätze noch verstärken könnte. Hierdurch steigt möglicherweise die Wahrscheinlichkeit und Dauer eines „Low for long“-Szenarios, das dadurch sogar in ein „Even lower for even longer“-Szenario übergehen könnte. Die allgemeine Wirkung des Covid-19-Schocks auf die Gesamtwirtschaft und die Zinsen ist weiterhin schwierig vorherzusagen. Dennoch gibt es Analysen mit sehr langen Zeitreihen, in denen ähnliche Episoden wie die Covid-19-Krise zurückverfolgt oder die pandemiebedingten wirtschaftlichen Wechselwirkungen und die politischen Gegenmaßnahmen strukturiert modelliert werden. Zumeist kommen diese Analysen zu dem Schluss, dass der Covid-19-Schock zusätzlichen Abwärtsdruck auf die Realzinsen und die natürlichen Realzinsen ausgeübt hat.¹⁵

In den Jahren nach der Finanzkrise sollte durch Aufsichtsreformen die Widerstandsfähigkeit der Finanzinstitute erhöht werden.¹⁶ Allerdings belastet das anhaltende Niedrigzinsumfeld den Finanzsektor nach wie vor und begünstigt die Entstehung von Finanzstabilitätsrisiken. Seit dem Jahr 2016 haben die Risiken hinsichtlich der Tragfähigkeit der Geschäftsmodelle von Banken, Versicherungsunternehmen und Pensionseinrichtungen zugenommen und liegen insgesamt noch immer auf einem hohen Niveau. In Anbetracht des Niedrigzinsumfelds ist die Risikobereitschaft von Banken und Investmentfonds seit 2016 auf breiter Front gestiegen und stellt für alle Bereiche des Finanzsystems (Banken, Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen, Investmentfonds, Finanzmärkte) weiterhin ein hohes Finanzstabilitätsrisiko dar. Infolge des Niedrigzinsumfelds und der Pandemie ist in Teilbereichen der privaten Haushalte, nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und Staaten mit einem weiteren erheblichen Anstieg der Verschuldung zu rechnen. Dieser könnte im Falle eines Schocks auf die Risikoprämien zu Problemen führen. Auch strukturelle Veränderungen innerhalb des Finanzsystems können im gegenwärtigen Zinsumfeld ein Risiko

¹² In der Phase der „Great Moderation“, also der großen Mäßigung, war das Finanzsystem von der Deregulierung der Finanz- und Kreditmärkte, einer übermäßig expansiven Geldpolitik und überhöhten optimistischen Erwartungen bezüglich der makroökonomischen und finanziellen Aussichten geprägt. Diese Faktoren führten vermutlich dazu, dass das Angebot an Finanzierungsmitteln extrem anstieg und die Risikoprämien sowie die realen und nominalen Zinssätze sanken.

¹³ Der Rückgang von R^* ist unter anderem bedingt durch: a) die demografische Entwicklung (z. B. steigende Lebenserwartung und rückläufiges Bevölkerungswachstum), b) das Sinken der (relativen) Preise für Investitionsgüter, c) das langsamere Tempo technologischer Innovationen, d) die Zunahme von Vermögens- und Einkommensungleichheiten, e) die steigenden Sparquoten in Entwicklungsländern und den daraus resultierenden Nachfrageanstieg nach Vermögenswerten aus Industriestaaten sowie f) die Veränderungen des Quotienten aus Konsum und Vermögen.

¹⁴ Demzufolge wäre zu erwarten, dass die Zinsen wieder ein „normales“ Niveau erreichen, sobald keine Bilanzrestriktionen mehr bestehen.

¹⁵ Siehe Jordà et al. (2020); Holston et al. (2017); Holston et al. (2020); Leduc und Liu (2020); Kozłowski et al. (2020).

¹⁶ Nach der weltweiten Finanzkrise wurden die Bestimmungen von Basel III und des IFRS 9 (International Financial Reporting Standard) umgesetzt, um die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors gegenüber adversen Schocks zu erhöhen. Die Sanierungs- und Abwicklungsrichtlinie und die Errichtung des Einheitlichen Abwicklungsausschusses zielten hingegen darauf ab, ein ordnungsgemäßes Ausscheiden aus dem Bankensektor zu vereinfachen. Eine rechtliche Umsetzung der Stellungnahme der EIOPA zur Überprüfung von Solvency II (Opinion on the 2020 Review of Solvency II) würde die Risiken, die das Niedrigzinsumfeld für den Versicherungssektor birgt, reduzieren. Bei den Pensionseinrichtungen werden die Risiken durch die Richtlinie über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV-II-Richtlinie) sowie durch eine Risikoübertragung auf die Kunden verringert. Für Investmentfonds wurden seit der globalen Finanzkrise die Leitlinien für Überwachung und Stresstests verbessert.



darstellen: Ein eher marktbasierendes Finanzsystem bringt zwar Vorteile mit sich, da der Wirtschaft unterschiedliche Finanzierungsquellen zur Verfügung stehen, es geht aber auch mit einer engeren Verflechtung und einer höheren Anfälligkeit für Marktrisiken und Liquiditätsschocks einher.

Die Analyse hat vier wesentliche Bereiche aufgedeckt, in denen makroprudenzielle Maßnahmen erforderlich sein könnten, um die mit dem Niedrigzinsumfeld verbundenen Risiken zu mindern: 1) Ertragslage und Resilienz von Banken, 2) Verschuldung und Überlebensfähigkeit von Kreditnehmern, 3) systemisches Liquiditätsrisiko und 4) Tragfähigkeit der Geschäftsmodelle von Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen, die längerfristige Renditegarantien abgeben.

Das Niedrigzinsumfeld hat die bereits bestehenden strukturellen Probleme im EU-Bankensektor (z. B. Überkapazitäten und Kosteneffizienz) noch verschärft. Angesichts der zentralen Rolle, die das Bankensystem für die Wirtschaft in der EU spielt, ist es überaus wichtig, nicht überlebende Banken zu identifizieren und zeitnahe Lösungen für die gefährdeten Institute zu finden (sei es durch Eingreifen oder ein ordnungsgemäßes Ausscheiden aus dem Markt). Dementsprechend schlägt der ESRB vor, die bestehenden Hindernisse für ein effizientes Funktionieren der Märkte abzubauen und das Rahmenwerk für den Umgang mit in Schieflage geratenen Banken zu überarbeiten. Darüber hinaus sollten potenzielle Hürden, die der Konsolidierung im Bankensektor im Wege stehen, beseitigt und neue Anreize zur Förderung der Digitalisierung und der Kosteneffizienz im Bankensektor erwogen werden. Außerdem regt der ESRB an, die rechtlichen Beschränkungen für die Anwendung negativer Zinsen auf Einlagen abzuklären.

Die Schuldenlast in der Realwirtschaft und im Finanzsystem ist durch das Niedrigzinsumfeld beträchtlich gestiegen und dürfte wegen des Covid-19-Schocks noch weiter zunehmen. Zur Bekämpfung der Risiken, die mit einer übermäßigen Verschuldung einhergehen, schlägt der ESRB den Aufbau eines engmaschigen Bonitäts- und Schuldenmonitorings vor, um die größten Gefahren im Hinblick auf Verschuldungshöhe und -trends aufdecken und die Anfälligkeit für Schocks überwachen zu können. Des Weiteren sollten kreditnehmerbezogene Maßnahmen für Privathaushalte und Maßnahmen zur Sicherstellung der finanziellen Überlebensfähigkeit von Unternehmen eingeführt werden. Dabei sollten gezielt überlebende Firmen umstrukturiert und nicht überlebende Firmen einem effizienten Insolvenzverfahren zugeführt werden.

Durch das Niedrigzinsumfeld und die damit verbundenen strukturellen Veränderungen ist das Finanzsystem anfälliger für Schocks und systemische Liquiditätsrisiken geworden. Dies geschah im Wesentlichen über drei Kanäle: die endogene Zunahme von Risiken, die Illusion von Liquidität und die Verflechtungen innerhalb des Finanzsystems. Die systemischen Liquiditätsspannungen, die die Finanzintermediäre während der Turbulenzen im März 2020 erlebten, scheinen dies zu bestätigen. Diesbezüglich schlägt der ESRB vor, das Liquiditätsmeldewesen zu verbessern und die bereits verfügbaren Daten effizienter zu nutzen. Außerdem sollten systemweite Liquiditätsstresstests eingeführt und makroprudenzielle Liquiditätsanforderungen in Betracht gezogen werden. Darüber hinaus können strukturelle Veränderungen dazu führen, dass traditionelle bankgeschäftliche Tätigkeiten und die damit verbundenen Risiken von Nichtbanken-Finanzintermediären übernommen werden. Hier macht das Niedrigzinsumfeld die Entwicklung einer makroprudenziellen Politik auch für Bereiche außerhalb des Bankensektors und eine stärker tätigkeitsbasierte Regulierung notwendig. Diese Möglichkeiten gibt es bislang nicht, und so lassen sich die Risiken, die aus strukturellen Veränderungen des Finanzsystems resultieren, mit dem bestehenden makroprudenziellen Instrumentarium kaum direkt bewältigen.

Die lang anhaltende Phase niedriger Zinsen hat die Widerstandsfähigkeit von Versicherungsunternehmen und betrieblichen Altersversorgungseinrichtungen, die längerfristige Garantien



anbieten, geschwächt.¹⁷ In diesen beiden Sektoren droht bei einem plötzlichen Verfall der Vermögenspreise ein „Double Hit“-Szenario. Dabei würde sich der Nettobarwert der Verbindlichkeiten aufgrund der niedrigen Zinsen erhöhen, während gleichzeitig die Aktiva an Wert verlören. Deshalb fordert der ESRB die beteiligten Akteure dazu auf, die von ihm vorgeschlagenen Maßnahmen¹⁸ in Betracht zu ziehen, und würde die Annahme der EIOPA-Stellungnahme zur Überprüfung von Solvency II¹⁹ begrüßen. Was die betrieblichen Altersversorgungseinrichtungen betrifft, sollten im Zuge der anstehenden Überarbeitung der EbAV-II-Richtlinie auch die vom ESRB aufgezeigten Fragen zur Tragfähigkeit Beachtung finden, die sich solchen Einrichtungen in einem Niedrigzinsumfeld stellen.

Einige der bereits existierenden makroprudenziellen Instrumente wurden dazu genutzt, die Finanzstabilitätsrisiken im Niedrigzinsumfeld zu verringern.

Zwar stehen die niedrigen Zinsen vor allem mit strukturellen Risikofaktoren in Zusammenhang, sie können jedoch auch zyklische Entwicklungen verstärken. Bisher hat kein EU-Mitgliedstaat makroprudenzielle Instrumente (antizyklische Kapitalpuffer, Systemrisikopuffer, sektorale Systemrisikopuffer oder kreditnehmerbezogene Maßnahmen) mit dem ausdrücklichen Ziel eingeführt, speziell die durch das Niedrigzinsumfeld bedingten systemischen Risiken anzugehen. Allerdings haben mehrere makroprudenzielle Behörden in der EU zur Bekämpfung zyklischer Risiken antizyklische Kapitalpuffer eingesetzt. Dem lag die Überlegung zugrunde, dass diese Risiken durch zyklische Faktoren entstehen, die möglicherweise durch das Niedrigzinsumfeld verschärft werden. Um die Nutzung der antizyklischen Kapitalpuffer zu ergänzen, sollten die makroprudenziellen Behörden in Erwägung ziehen, entweder systemweite oder gezielte Kapitalpuffer (Systemrisikopuffer oder sektorale Systemrisikopuffer) einzuführen. So würde verhindert, dass sich in bestimmten Marktsegmenten nicht synchronisierte Ungleichgewichte aufbauen, die eine Zunahme des systemischen Risikos im Bankensektor begünstigen könnten. Die Ausgestaltung und Kalibrierung kreditnehmerbasierter Maßnahmen muss angesichts der niedrigen Zinsen unter Umständen angepasst werden, um die Schuldendienstfähigkeit der privaten Haushalte widerzuspiegeln und dem erwarteten Anstieg ihrer Verschuldung Rechnung zu tragen. Gleichzeitig sollten die Auswirkungen kreditnehmerbasierter Maßnahmen auf den Marktzugang der Privathaushalte und auf die Ungleichheit nicht vernachlässigt werden.

¹⁷ Für Versicherungsunternehmen stellt die lang anhaltende Niedrigzinsphase ein erhebliches Risiko dar, denn sie verfügen über hohe Verbindlichkeiten, für die eine bestimmte Rendite garantiert wird. Dies gilt insbesondere für Lebensversicherungen. Bei Pensionseinrichtungen ergibt sich das Risiko vor allem aus Leistungszusagen.

¹⁸ Siehe ESRB, **Macprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system**, 2016

¹⁹ Siehe EIOPA, **Opinion on the 2020 review of Solvency II**, Dezember 2020



2 Reaktion des ESRB auf die Covid-19-Pandemie

Als die Corona-Pandemie (Covid-19) begann, zeigten sich die ersten Auswirkungen auf das Finanzsystem vor allem an den Finanzmärkten. So kam es im März 2020 zu einem Einbruch der Vermögenspreise und teilweise auch zu Spannungen an den Märkten (siehe Abschnitt 1). Vor diesem Hintergrund zielten viele der Maßnahmen, die der ESRB zur Vermeidung und Abfederung der Pandemiefolgen auf die Finanzstabilität in der EU ergriff, auf den Bereich der marktbasierter Finanzierung und den Nichtbankenfinanzsektor ab. Die Maßnahmen bezogen sich unter anderem auf Marktliquidität und die damit verbundenen Auswirkungen auf Anlageverwalter und Versicherungsunternehmen, den Einfluss breitflächiger Ratingherabstufungen von Anleihen auf die Märkte und Akteure im gesamten Finanzsystem sowie Liquiditätsrisiken aufgrund von Ein- bzw. Nachschussforderungen. Im Bankensektor konzentrierte sich der ESRB zunächst darauf, eine Kreditklemme zu verhindern. Im Rahmen der ergriffenen Schritte befasste er sich unter anderem mit den Auswirkungen von Garantieprogrammen und anderen finanzpolitischen Maßnahmen zum Schutz der Realwirtschaft auf das Finanzsystem sowie mit der systemweiten Beschränkung von Dividendenzahlungen, Aktienrückkäufen und sonstigen Ausschüttungen. Im weiteren Jahresverlauf 2020 führte der ESRB als Ergänzung zu seiner ersten Reaktion auf die Coronakrise eine Untersuchung durch, in der geprüft wurde, ob die Banken durch geeignete Maßnahmen dabei unterstützt werden könnten, die wirtschaftliche Erholung zu finanzieren. Dabei ging es unter anderem um die Nutzung und Verfügbarkeit von Kapitalpuffern und des makroprudenziellen Instrumentariums im Allgemeinen, den Ablauf von Insolvenzverfahren für Unternehmen, die Funktionsweise des Sanierungs- und Abwicklungsrahmens sowie den Umgang mit notleidenden Krediten, auch durch Risikotransfers an andere Teile des Privatsektors, in denen diese Risiken besser aufgefangen werden können. Im vorliegenden Abschnitt werden die Maßnahmen ausführlicher dargestellt.

2.1 Auswirkungen von Garantieprogrammen und anderen finanzpolitischen Maßnahmen zum Schutz der Realwirtschaft auf das Finanzsystem

Zur Unterstützung der Realwirtschaft während der Corona-Pandemie stellten die Regierungen in kürzester Zeit beispiellose Hilfspakete bereit. Finanzpolitische Maßnahmen wie staatliche Kreditgarantien und direkte Zuschüsse trugen dazu bei, die Folgen der Pandemie einzudämmen und zu verhindern, dass überlebensfähige Unternehmen aus dem Markt ausscheiden müssen. Außerdem wurden mithilfe von Kreditmoratorien Liquiditätsengpässe während der Krise verhindert. Geldpolitische Maßnahmen sorgten für günstige Finanzierungsbedingungen. Im Verbund mit aufsichtlichen Maßnahmen wirkten die genannten Schritte stützend auf die Realwirtschaft. Angesichts des hohen Integrationsgrads der Volkswirtschaften in der Europäischen Union können die nationalen Maßnahmen auch erheblichen Einfluss auf die EU-weite Finanzstabilität haben, vor allem durch vorteilhafte oder nachteilige Übertragungseffekte über Länder- und Sektorengrenzen hinweg. Die Gewährleistung der Finanzstabilität erfordert daher eine



genaue Beobachtung der Lage und eine enge Zusammenarbeit zwischen den nationalen makroprudenziellen Behörden, der nationalen Finanzpolitik und den nationalen Aufsichtsbehörden. In Anbetracht dessen hält es der ESRB für wichtig, einen umfassenden Überwachungsmechanismus einzuführen und über diesen zu prüfen, wie sich die finanzpolitischen Maßnahmen, die von den nationalen Behörden als Reaktion auf die Pandemie zum Schutz der Realwirtschaft ergriffen wurden, auf die Finanzstabilität in der EU auswirken.

Im April 2020 wurde zu diesem Thema ein Workstream unter der Federführung des Lenkungsausschusses eingerichtet, der dafür sorgen soll, dass relevante Informationen eingeholt und mit den betreffenden Behörden ausgetauscht werden können. Am

14. Mai 2020 forderte der ESRB die nationalen Fiskalbehörden der EU in einem Schreiben dazu auf, den Dialog untereinander zu intensivieren und frühzeitig Gespräche aufzunehmen.²⁰ Am 27. Mai erließ er die Empfehlung ESRB/2020/8.²¹ Darin empfiehlt der ESRB den nationalen makroprudenziellen Behörden, a) die Gestaltungsmerkmale und die Inanspruchnahme der pandemiebedingten Maßnahmen sowie deren Auswirkungen auf die Finanzstabilität zu überwachen und b) dem ESRB über die Gestaltungsmerkmale und die Inanspruchnahme der Maßnahmen Bericht zu erstatten (siehe Kasten 3). Die im Rahmen von Empfehlung B gesammelten Daten umfassen alle für die Finanzstabilität relevanten finanzpolitischen Maßnahmen und liefern einen bestmöglichen Überblick über den Umfang, die Inanspruchnahme und die Gestaltungsmerkmale der von den ESRB-Mitgliedsländern ergriffenen Maßnahmen.²²

Kasten 3

Empfehlung ESRB/2020/8 zur Überwachung der Auswirkungen von als Reaktion auf die Covid-19-Pandemie aufgelegten Schuldenmoratorien und öffentlichen Garantieprogrammen sowie ergriffenen weiteren finanzpolitischen Maßnahmen zum Schutz der Realwirtschaft auf die Finanzstabilität

Laut Empfehlung ESRB/2020/8 sollen die nationalen makroprudenziellen Behörden die Covid-19-bezogenen Maßnahmen sowie die Auswirkungen dieser Maßnahmen auf die Finanzstabilität überwachen und dem ESRB über deren Gestaltungsmerkmale sowie Inanspruchnahme berichten. Diese Überwachung erfordert eine enge Zusammenarbeit zwischen den nationalen makroprudenziellen Behörden und den nationalen Finanz- und Aufsichtsbehörden. Die Empfehlung umfasst zwei Einzelempfehlungen:

²⁰ Siehe ESRB, **ESRB work on implications for the financial system of guarantee schemes and other fiscal measures to protect the real economy in response to the coronavirus**, Mai 2020.

²¹ Siehe ESRB, **Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 27. Mai 2020 zur Überwachung der Auswirkungen von als Reaktion auf die COVID-19-Pandemie aufgelegten Schuldenmoratorien und öffentlichen Garantieprogrammen sowie ergriffenen weiteren finanzpolitischen Maßnahmen zum Schutz der Realwirtschaft auf die Finanzstabilität** (ESRB/2020/8), ABl. C 249 vom 29.7.2020, S. 1.

²² Gemäß Empfehlung B sind drei Formulare für die Berichterstattung auszufüllen und beim ESRB einzureichen. Die erste Einreichung musste bis zum 31. Juli 2020 erfolgen, die anderen Meldungen erfolgen vierteljährlich. In den drei Formularen („Templates“) werden die Gestaltungsmerkmale (Template 1) und die Inanspruchnahme (Template 2) der finanzpolitischen Maßnahmen abgefragt. Außerdem ist ein qualitativer Fragebogen auszufüllen (Template 3). Während in den ersten beiden Formularen Angaben zu den ergriffenen finanzpolitischen Maßnahmen zu machen sind, erfolgt mit dem dritten eine qualitative Erhebung der wichtigsten Bedenken der Behörden hinsichtlich der Auswirkungen dieser Maßnahmen. Die Informationen aus Template 1 werden auch auf der **ESRB-Website** veröffentlicht.



Empfehlung A – Nationale Überwachung der Auswirkungen von Maßnahmen, die als Reaktion auf die Covid-19-Pandemie zum Schutz der Realwirtschaft ergriffen wurden, auf die Finanzstabilität

Den nationalen makroprudenziellen Behörden wird empfohlen, zu überwachen und zu bewerten, wie sich die Covid-19-bezogenen Maßnahmen, die in den jeweiligen Mitgliedstaaten zum Schutz der Realwirtschaft ergriffen werden – wie etwa Schuldenmoratorien, öffentliche Garantieprogramme sowie weitere finanzpolitische Maßnahmen –, auf die Finanzstabilität auswirken. Zu diesem Zweck sollen die nationalen makroprudenziellen Behörden die Gestaltungsmerkmale und die Inanspruchnahme dieser Maßnahmen sowie deren mögliche Auswirkungen auf die Finanzstabilität anhand von Schlüsselindikatoren wie den folgenden überwachen:

a) Gestaltungsmerkmale und Inanspruchnahme von Maßnahmen: insbesondere das Volumen der Maßnahmen, die Art der finanziellen Unterstützung (z. B. Schuldenmoratorien, Kreditgarantien, subventionierte Kredite oder Eigenkapitalbeteiligungen), Begünstigte und Bedingungen für die Inanspruchnahme, Dauer und Informationen zur Anwendung der Maßnahmen (z. B. Volumen und Anzahl der eingegangenen und gewährten Anträge).

b) Auswirkungen auf die Finanzstabilität: insbesondere Kreditfluss an die Realwirtschaft, Liquidität, Solvenz und Verschuldung des nichtfinanziellen Sektors sowie finanzielle Solidität der Finanzinstitute, einschließlich beobachteter und erwarteter Trends bei notleidenden Krediten und die Fähigkeit zur Erfüllung von Liquiditäts- und Kapitalanforderungen.

Empfehlung B – Berichterstattung der nationalen makroprudenziellen Behörden an den ESRB

Den nationalen makroprudenziellen Behörden wird empfohlen, dem ESRB regelmäßig die Informationen zu übermitteln, die er benötigt, um die Auswirkungen der in Empfehlung A genannten nationalen Maßnahmen auf die Finanzstabilität in der Europäischen Union zu überwachen und zu bewerten. Teil dieser Berichterstattung sind somit Informationen, die für die Überwachung und Bewertung der grenz- und sektorübergreifenden Auswirkungen der Maßnahmen erforderlich sind und die den nationalen makroprudenziellen Behörden im Rahmen bestehender Meldevereinbarungen mit Finanzinstituten zur Verfügung gestellt werden, sowie alle zusätzlichen Informationen, die von Finanzbehörden und anderen an der Umsetzung der Maßnahmen beteiligten staatlichen Stellen bereitgestellt werden.

Am 15. Dezember 2020 billigte der Verwaltungsrat des ESRB einen Bericht zu den finanzstabilitätsrelevanten Auswirkungen der pandemiebedingten Stützungsmaßnahmen zum Schutz der Realwirtschaft.²³ Der Bericht wurde im Februar 2021 veröffentlicht und gibt einen Überblick über die Arbeitsergebnisse einer im Juni 2020 unter der Federführung des ESRB-Verwaltungsrats gegründeten Arbeitsgruppe. Er kommt zu dem Ergebnis, dass die zur Stützung der Realwirtschaft ergriffenen finanzpolitischen Maßnahmen die Kreditvergabe stabilisierten und dass die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems aufrechterhalten werden konnte. Darüber hinaus zeigt der Bericht auf, welche politischen Prioritäten bezüglich Ausgestaltung und Dauer der finanzpolitischen Maßnahmen sowie bezüglich einer höheren Transparenz und verbesserten

²³ Siehe ESRB, **Financial stability implications of support measures to protect the real economy from the COVID-19 pandemic**, Februar 2021.



Berichterstattung künftig gesetzt werden sollten. Außerdem wird die Bedeutung einer Vorbereitung auf mögliche adverse Szenarios herausgestellt. Im Folgenden werden die wichtigsten Ergebnisse des Berichts zusammengefasst.

1) Das Finanzsystem hat die Realwirtschaft weiter beständig mit Finanzmitteln versorgt; zudem hielten sich bei den Banken die Verluste im Anlagebuch in Grenzen. Dennoch hat die Pandemie die Risiken und Anfälligkeiten in der Realwirtschaft verstärkt. In der Anfangsphase gerieten die am stärksten betroffenen Sektoren und privaten Haushalte unter massiven Liquiditätsdruck. Das rasche Handeln der Regierungen brachte jedoch eine deutliche Entlastung. Die finanzpolitischen Maßnahmen boten dem Finanzsektor indirekt Schutz vor den Auswirkungen der Pandemie und ermöglichten die kontinuierliche Bereitstellung von Finanzdienstleistungen. Bis zu 35 % der Neukredite, die Banken während der Pandemie an Unternehmen vergaben, hingen mit diesen Maßnahmen zusammen. So konnte durch finanzpolitisches Handeln der Fortbestand überlebensfähiger Unternehmen gesichert werden. Zudem wirkten Kreditmoratorien Liquiditätsengpässen entgegen. Auch die Geldpolitik spielte eine wichtige unterstützende Rolle. Darüber hinaus nutzten die Aufsichtsbehörden die bestehende regulatorische Flexibilität und lockerten die Bilanzrestriktionen für Banken.

2) Nationale Unterschiede zwischen den finanzpolitischen Maßnahmen ergeben sich größtenteils daraus, dass die Länder in unterschiedlicher Weise von der Pandemie betroffen sind. Beispielsweise verfügen stärker von der Pandemie in Mitleidenschaft gezogene Länder tendenziell über umfangreichere Programme, die auch mehr in Anspruch genommen werden. Staaten mit einem höheren Anteil von Beschäftigten in anfälligen Sektoren vergeben indes eher direkte Zuschüsse als öffentliche Garantien. Die Inanspruchnahme von Moratorien korreliert positiv mit dem vor der Krise beobachteten Verschuldungsniveau der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und der privaten Haushalte. Allerdings spiegelt die beobachtete Heterogenität auch Unterschiede bei den Haushaltsspielräumen sowie eine potenziell fehlende Koordinierung der politischen Maßnahmen wider.

3) Je länger die Krise andauert und je schwächer die konjunkturelle Erholung ausfällt, desto größer ist die Gefahr, dass Verluste im nichtfinanziellen Sektor auf den Finanzsektor übergreifen. Zwar ist das Maß an Unsicherheit hoch, doch ist ein adverses Szenario nicht auszuschließen. Es könnte zu negativen Rückkopplungseffekten auf die Realwirtschaft kommen, sollten sich die Banken aufgrund der aufsichtlich oder marktseitig bestehenden Kapitalanforderungen veranlasst sehen, ihre Verschuldung abzubauen. Das grenzüberschreitende Bankgeschäft könnte von einem Schuldenabbau besonders stark betroffen sein. In der Folge wäre es möglich, dass die Zahl der Unternehmensinsolvenzen ansteigt, und die Banken sähen sich unter Umständen mit höheren Verlusten konfrontiert. Daher muss rechtzeitig gehandelt werden, um auftretenden Anfälligkeiten entgegenzuwirken und die Transparenz der Bilanzen zu erhöhen. Sollten die Bankbilanzen über das Krisenende hinaus für längere Zeit belastet bleiben, würde dies die wirtschaftliche Erholung und die Finanzstabilität gefährden.

Auf der Grundlage dieser Ergebnisse hat der ESRB mehrere Bereiche abgesteckt, mit denen sich die Politik beschäftigen sollte. Dabei geht es insbesondere um die Ausgestaltung und Koordinierung politischer Maßnahmen, das Schuldenmonitoring, die Transparenz der Bankbilanzen sowie die Vorbereitung auf mögliche adverse Szenarios.

Vermeidung von Klippeneffekten: Die Bestimmung des Zeitpunkts für die Rücknahme von staatlichen Stützungsmaßnahmen erfordert eine sorgfältige Risikoabwägung: Einerseits besteht die



Gefahr kurzfristiger Klippeneffekte, sollten die Maßnahmen zu früh und zudem zeitgleich zurückgenommen werden. Andererseits könnten die in einigen Wirtschaftssektoren erforderlichen strukturellen Veränderungen auf längere Sicht unbeabsichtigt behindert werden. In welchem Umfang künftig potenzielle Solvenzprobleme auftreten, hängt vom Verlauf der Pandemie, von der Wirtschaftsleistung der verschiedenen Sektoren und der Angemessenheit der politischen Reaktionen ab.

Zielgerichteter Einsatz finanzpolitischer Maßnahmen: Mit der Zeit müssen die finanzpolitischen Maßnahmen zielgerichteter eingesetzt werden. Besonders wichtig wird es sein, ein Gleichgewicht zwischen liquiditätsfördernden Maßnahmen und Maßnahmen zur Verbesserung der Solvenz herzustellen. Außerdem sollte sich das Handeln von Behörden und Regierungen auf die Förderung eines nachhaltigen Wirtschaftswachstums konzentrieren.

Überwachung der Schuldentragfähigkeit im privaten Sektor: Sollte die Wirtschaftskrise länger andauern als erwartet und das Einkommen bzw. die Ertragslage der Kreditnehmer nicht mit der Schuldenlast Schritt halten können, könnte sich das erhöhte Verschuldungsniveau der privaten Haushalte und Unternehmen als nicht tragfähig erweisen. Dies wiederum könnte zu einer deutlichen Zunahme von Verlusten im Finanzsektor führen.

Vorbereitung auf ein Szenario mit vermehrten Schieflagen im Unternehmenssektor: Es ist wichtig, dass die Institutionen, die für Umstrukturierungs- und Insolvenzverfahren zuständig sind, nicht an ihre Kapazitätsgrenzen geraten und alles dafür tun, eine Vernichtung von Werten zu vermeiden. Es kommt entscheidend darauf an, das Problem der notleidenden Kredite so frühzeitig und entschlossen wie möglich anzugehen, um sicherzustellen, dass das Finanzsystem stark, stabil und einem nachhaltigen Wachstum zuträglich ist.

Erhöhung der Bilanztransparenz von Finanzinstituten und Verbesserung des Meldewesens: Ein konstanter Zugang zu Krediten kann kurzfristig stabilisierend wirken. Allerdings führt die Vergabe von Darlehen an nicht überlebensfähige Unternehmen womöglich dazu, dass sich strukturelle Veränderungen verzögern und längerfristig noch einschneidendere Anpassungen erforderlich werden. Eine zeitnahe und umsichtige bankbilanzielle Erfassung von Kreditrisiken ist notwendig, um die Transparenz der Bankbilanzen zu erhöhen.

Sachbereichs- und länderübergreifende Koordinierung politischer Maßnahmen: Politische Maßnahmen zur Behebung möglicher Solvenzprobleme müssen über mehrere Politikbereiche hinweg koordiniert werden. Hierzu zählen etwa das Insolvenzrecht, die Arbeits- und Sozialpolitik und die Wettbewerbspolitik.

Der ESRB überwachte auch im ersten Quartal 2021 die Auswirkungen der pandemiebedingten Maßnahmen auf die Finanzstabilität. Im Mittelpunkt standen dabei Finanzstabilitätsrisiken, die entstehen könnten, wenn makroökonomische Risiken (darunter die Gefahr deutlich zunehmender Unternehmensinsolvenzen und höherer Risikobewertungen der Banken) nicht ausreichend Beachtung finden und die finanzpolitischen Hilfen zu früh zurückgenommen werden. Um diese Risiken besser überwachen zu können, wurde der Berichtsrahmen in Empfehlung ESRB/2020/8 überarbeitet. So werden nun auch Informationen darüber gesammelt, wie die nationalen Behörden auf Solvenzrisiken im Unternehmenssektor zu reagieren beabsichtigen, etwa durch Anpassung von Stützungsmaßnahmen oder durch eine Aufforderung zur frühzeitigen Schuldenrestrukturierung.



2.2 Marktliquidität und ihre Folgen für Anlageverwalter und Versicherungsunternehmen

Der zu Beginn der Corona-Pandemie beobachtete Verfall der Vermögenspreise war begleitet von umfangreichen Anteilsrücknahmen einiger Investmentfonds und einer Verschlechterung der Liquiditätssituation an den Finanzmärkten. Im Zuge der Maßnahmen, die von Zentralbanken, Aufsichtsbehörden und Regierungen in der EU und weltweit ergriffen wurden, stabilisierte sich die Lage an den Märkten. Insbesondere in Anbetracht der hohen Unsicherheit, von der die makroökonomischen Aussichten in dieser Zeit geprägt waren, leisteten diese Maßnahmen einen Beitrag zur Verringerung des Risikos eines steigenden Rücknahmedrucks.

Vor diesem Hintergrund verabschiedete der Verwaltungsrat des ESRB eine Empfehlung an die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) zur Koordinierung einer aufsichtlichen Überprüfung von Investmentfonds.²⁴ Dabei sollte untersucht werden, inwieweit bestimmte Segmente des Investmentfondssektors auf Rücknahmedruck, eine weitere Verschlechterung der Marktliquidität oder einen Anstieg der Bewertungsunsicherheit vorbereitet waren. Ein weiteres Ziel bestand darin zu prüfen, welche Maßnahmen ergriffen werden könnten, um Investmentfonds besser gegen diese Entwicklungen zu wappnen. Die Überprüfung umfasste Fonds mit hohen Risikopositionen am Markt für Unternehmensanleihen und am Immobilienmarkt, da der ESRB diese aufgrund ihres Liquiditätsprofils als besonders anfällig einstufte. Im Macroprudential Policy Review des ESRB werden die Empfehlung und die Antwort der ESMA ausführlicher erörtert.

Der ESRB betonte zugleich, dass Instrumente des Liquiditätsmanagements, die den Fondsverwaltern zur Verfügung stehen, dazu beitragen könnten, die Dynamik des „First Mover“-Vorteils sowie das Risiko von Notverkäufen abzufedern. Die einzelnen Fondsverwaltungsgesellschaften verfügen häufig über eine Reihe von Instrumenten, die sie in solchen Situationen nutzen können (z. B. Swing Pricing oder Rücknahmebeschränkungen). Allerdings gibt es diesbezüglich bislang keine EU-weite Harmonisierung.²⁵ Einige Fondsverwalter machten zu Beginn des Covid-19-Schocks, als sich eine Verschlechterung der Marktliquidität und eine Zunahme der Rücknahmeanträge abzeichneten, von diesen Instrumenten Gebrauch. Instrumente zur Liquiditätssteuerung dienen nicht nur dem Schutz der Anleger, ihr zeitnaher Einsatz trägt auch dazu bei, in Stressphasen das Risiko von Zwangsverkäufen weniger liquider Vermögenswerte zu reduzieren. So kann den schädlichen systemweiten Effekten vorgebeugt werden, die entstehen können, wenn sich eine Kaskade von Notverkäufen über das gesamte Finanzsystem ausbreitet. Diesbezüglich betonte der Verwaltungsrat des ESRB in einer öffentlichen Erklärung²⁶, dass es wichtig sei, solche Instrumente zeitnah einzusetzen. Dies gelte insbesondere für Fonds, die in weniger liquide oder vorübergehend illiquide Vermögenswerte investierten und eine kurze Rücknahmefrist vorsähen.

Des Weiteren unterstrich der ESRB, dass die Überwachung von Liquiditätsrisiken im Versicherungssektor verbesserungsbedürftig sei. Die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) sowie die nationalen

²⁴ Siehe ESRB, **Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 6. Mai 2020 zu Liquiditätsrisiken bei Investmentfonds** (ESRB/2020/4), ABl. C 200 vom 15.6.2020, S. 1.

²⁵ Siehe Abschnitt 3.2.2.

²⁶ Siehe ESRB, **Use of liquidity management tools by investment funds with exposures to less liquid assets**, Mai 2020.



Versicherungsaufseher zogen als Reaktion auf die Corona-Pandemie die Einrichtung eines Liquiditätsüberwachungsrahmens für Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen in Erwägung. In einem Schreiben²⁷ forderte der ESRB die EIOPA und ihre Mitglieder nachdrücklich dazu auf, dieses Rahmenwerk schnellstmöglich zu finalisieren und umzusetzen. Der ESRB erinnerte daran, dass nicht nur den durch die Coronakrise entstandenen Risiken und Anfälligkeiten begegnet werden müsse, sondern dass die Überarbeitung des Solvency-II-Rahmenwerks überdies eine Chance biete, die Aufseher mit besseren Möglichkeiten zur Reduzierung von Liquiditätsrisiken im Versicherungssektor auszustatten. Dazu gehöre die Weiterentwicklung der Säule-2-Bestimmungen mit dem Ziel, dass Aufseher von einzelnen Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen mit einem anfälligen Liquiditätsprofil verlangen könnten, Liquiditätspuffer vorzuhalten.

2.3 Auswirkungen breitflächiger Herabstufungen von Unternehmensanleihen auf die Märkte und Akteure im gesamten Finanzsystem

Die wirtschaftlichen Verwerfungen im Zuge der Corona-Pandemie gingen mit dem Risiko einher, dass es bei Unternehmensanleihen zu einer Welle von Rating-Herabstufungen kommen könnte. Wenn Anleihen oder Unternehmen mit einem BBB-Rating in den Hochzinsbereich herabgestuft werden, können Klippeneffekte entstehen. Dies birgt Gefahren, da Anleihen mit einem BBB-Rating mehr als die Hälfte des Investment-Grade-Spektrums²⁸ ausmachen. Dies könnte eine Verkaufswelle auslösen. Beispielsweise müssten Index-Fonds die Anleihen solcher Emittenten rasch veräußern, wenn diese aus dem Referenzkorb entfernt würden. Andere Investmentfonds, Banken, Pensionseinrichtungen und Versicherungsgesellschaften würden sich möglicherweise zu Verkäufen entschließen oder dazu gezwungen sehen, beispielsweise weil ihr Risikolimit, Anlagemandat oder der Schutz ihrer Bonität dies im Falle einer Verschlechterung der Kreditqualität ihrer Portfolios erfordern. Derartige Veräußerungen könnten angesichts der begrenzten Absorptionsfähigkeit des Markts für Hochzinsanleihen eine deutliche Ausweitung der Spreads bewirken, was wiederum Marktwertverluste bei Anlegern und höhere Finanzierungskosten für Unternehmen nach sich ziehen würde. Diese Themen wurden in einer im Mai 2020 veröffentlichten Notiz des ESRB erörtert.²⁹

Der Verwaltungsrat des ESRB koordinierte eine Top-down-Szenarioanalyse, um die Auswirkungen breitflächiger Herabstufungen von Unternehmensanleihen in allen Teilen des Finanzsektors zu untersuchen. Der ESRB hielt es für notwendig, die Folgen von Rating-Herabstufungen genauer zu verstehen, um sicherzustellen, dass sie kein systemisches Risiko verursachen, indem sie die Funktionsweise der Finanzmärkte stören. Die Untersuchung unter der Federführung des ESRB wurde in Zusammenarbeit mit den europäischen Aufsichtsbehörden und der Europäischen Zentralbank durchgeführt und erstreckte sich auf Banken, Investmentfonds, Versicherungsgesellschaften, Pensionseinrichtungen und die Finanzmärkte. Im Fokus stand eine

²⁷ Siehe ESRB, **Liquidity risks in the insurance sector**, Juni 2020.

²⁸ Diese Angabe stammt aus den Berechnungen in: ESRB, **Issues note on liquidity in the corporate bond and commercial paper markets, the procyclical impact of downgrades and implications for asset managers and insurers**, Mai 2020. Darin wurden die Länder des Euroraums sowie Bulgarien, die Tschechische Republik, Dänemark und Rumänien analysiert. Referenzzeitraum ist das vierte Quartal 2019.

²⁹ Siehe ESRB, **Issues note on liquidity in the corporate bond and commercial paper markets, the procyclical impact of downgrades and implications for asset managers and insurers**, Mai 2020.



Sensitivitätsanalyse, die darauf abzielte, die möglichen Auswirkungen breitflächiger Herabstufungen von Unternehmensanleihen und die potenziellen Folgen von Notverkäufen im Rahmen verschiedener hypothetischer Szenarios und Annahmen zu bewerten. Die Analyse ergab, dass die EU-Finanzinstitute in einem schweren Szenario mit breitflächigen Rating-Herabstufungen und einem damit einhergehenden Renditeschock Marktwertverluste in Höhe von 150 Mrd € bis 200 Mrd € durch Neubewertungseffekte erleiden würden. In der Untersuchung wurden Anleihen finanzieller und nichtfinanzieller Unternehmen herangezogen. Hinzukommen könnten Verluste in Höhe von 20 % bis 30 %, wenn Vermögenswerte wegen einer sehr geringen Marktliquidität zu einem noch niedrigeren Wert veräußert werden müssten. Zusätzliche Zweitrundeneffekte mit weiteren Verlusten sind nicht auszuschließen.³⁰

Der ESRB schlug vor, dass die ESMA und die Europäische Kommission mittelfristig zwei Maßnahmen ergreifen, um die Risiken im Zusammenhang mit breitflächigen Rating-Herabstufungen zu mindern.³¹ Die vorgeschlagenen Maßnahmen zielen insbesondere auf die beiden vom ESRB ermittelten Risikotransmissionskanäle ab: das möglicherweise prozyklische Verhalten von Index-Fonds und Vermögensverwaltern einerseits und von Versicherern, Banken und Pensionseinrichtungen andererseits. Erstens sollte geprüft werden, ob eine systematischere Überwachung und Meldung vertraglicher Bezugnahmen auf Ratings in Anlagemandaten und Fondsprospekten möglich wäre, um den Aufsichtsbehörden ein genaueres Bild davon zu vermitteln, wo systemische Risiken entstehen können. Zweitens sollte die Transparenz der Methoden von Ratingagenturen vor dem Hintergrund der Erfahrungen während der Corona-Pandemie bewertet werden, auch mit Blick auf die Option, Mindestanforderungen für die Validierung dieser Methoden festzulegen. Die beiden Maßnahmen sollten zur Beantwortung der übergeordneten Frage beitragen, wie bei der Umsetzung des EU-Rechts antizyklische Wirkungen gefördert werden können.

2.4 Systemweite Beschränkungen von Dividendenzahlungen, Aktienrückkäufen und sonstigen Ausschüttungen

Seit dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie haben die Behörden weltweit vorausschauende Maßnahmen ergriffen, um die Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors zu gewährleisten sowie dessen Fähigkeit zu stärken, die Realwirtschaft auch unter schwierigen Bedingungen mit Krediten zu versorgen und das Ausfallrisiko von Finanzinstituten zu verringern. Mit systemweiten Beschränkungen von Ausschüttungen (d. h. Dividendenzahlungen, Aktienrückkäufen und sonstigen Ausschüttungen) soll Kapital im System gehalten und dadurch dessen Verlustabsorptionsfähigkeit erhöht werden. Außerdem dienen sie dazu, dauerhaft ein stabiles Kreditvergabenniveau sicherzustellen. Sie ergänzen eine breite Palette von Maßnahmen zur Stabilisierung der Wirtschaft, darunter fiskalische Hilfspakete der Länder zur Unterstützung der nichtfinanziellen Unternehmen (siehe Abschnitt 2.1) sowie vorübergehende Kapitalerleichterungen und operative Flexibilität. Letzteres ermöglicht den Banken, die aus der Säule-2-Empfehlung erwachsenden Eigenkapitalanforderungen sowie den Kapitalerhaltungspuffer und die Liquiditätsdeckungsquote

³⁰ Siehe ESRB, **A system-wide scenario analysis of large-scale corporate bond downgrades**, Technical Note, Juli 2020.

³¹ Siehe ESRB, **Procyclical impact of downgrades of corporate bonds on markets and entities across the financial system**, Schreiben an die Europäische Kommission und die ESMA, Oktober 2020.



zeitweise zu unterschreiten. Die Beschränkungen dienen darüber hinaus als Ergänzung zur Freigabe der zyklischen und strukturellen Kapitalpuffer.

Zahlreiche europäische und nationale Behörden haben Maßnahmen getroffen, um die ihrer Aufsicht unterliegenden Finanzinstitute zum Verzicht auf freiwillige Ausschüttungen zu bewegen (z. B. Dividenden, Bonuszahlungen und Aktienrückkäufe zur Vergütung von Anteilseignern). Auf EU-Ebene gab die EIOPA am 17. März 2020 eine Erklärung heraus. Darin forderte sie die Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen zur Ergreifung von Maßnahmen auf, die geeignet sind, durch eine umsichtige Dividenden- und Ausschüttungspolitik (einschließlich der variablen Vergütung) ein ausgewogenes Verhältnis zwischen ihrer Eigenkapitalposition und dem Schutz der Versicherten zu gewährleisten.³² Mit Blick auf den Bankensektor gab die EZB-Bankenaufsicht am 27. März 2020 eine Empfehlung³³ ab, wonach Kreditinstitute zumindest bis zum 1. Oktober 2020³⁴ keine Dividenden ausschütten und keine unwiderruflichen Verpflichtungen zur Dividendenausschüttung für die Geschäftsjahre 2019 und 2020 eingehen sollten. Ferner empfahl sie den Kreditinstituten, keine Aktienrückkäufe zur Vergütung der Aktionäre vorzunehmen. Die Empfehlung war an die bedeutenden Institute unter der direkten Aufsicht der EZB und an die nationalen zuständigen Behörden (national competent authorities – NCAs) gerichtet, die die Aufsicht über die weniger bedeutenden Institute führen. Im Nachgang zu dieser Empfehlung veröffentlichte die EBA am 31. März 2020 eine Erklärung, in der sie die Banken aufforderte, keine Dividendenausschüttungen oder Aktienrückkäufe zu tätigen, die zu einer Kapitalausschüttung außerhalb des Bankensystems führen. Auf diese Weise sollte die robuste Kapitalausstattung des Bankensektors erhalten werden.³⁵ Zur Unterstützung der bereits bestehenden Initiativen von EZB, EBA, EIOPA und nationalen Behörden (siehe nächster Absatz) und zur Stärkung der Argumente für einen einheitlichen Ansatz in der gesamten Union sowie in den verschiedenen Segmenten des Finanzsektors erließ der ESRB am 27. Mai 2020 eine Empfehlung (siehe Kasten 1). Darin wurden die zuständigen Behörden angehalten, die ihrer Aufsicht unterliegenden Finanzinstitute aufzufordern, mindestens bis zum 1. Januar 2021 davon abzusehen, Dividendenausschüttungen vorzunehmen oder unwiderrufliche Verpflichtungen zur Dividendenausschüttung einzugehen, Stammaktien zurückzukaufen oder Verpflichtungen zur Zahlung einer variablen Vergütung an Träger eines erheblichen Risikos einzugehen.

Mehrere nationale Behörden setzten den ESRB von ihren Maßnahmen zur Stärkung des Finanzsektors in Kenntnis. Als Reaktion auf die Empfehlung des ESRB vom 27. Mai 2020 forderten alle zuständigen nationalen Behörden die Banken, Wertpapierfirmen, Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen sowie die zentralen Gegenparteien (CCPs) im Laufe des zweiten und dritten Quartals 2020 entweder rechtlich bindend oder anderweitig auf, bis zum 1. Januar 2021 keine Ausschüttungen vorzunehmen, von Stammaktienrückkäufen abzusehen sowie eine umsichtige und nachhaltige Vergütungspolitik und -praxis zu betreiben. Die Maßnahmen traten durch Ankündigungen der Aufsichtsbehörden gegenüber allen von ihnen beaufsichtigten Instituten oder durch Einzelmitteilungen an bestimmte Finanzinstitute in Kraft.

³² Siehe EIOPA, **EIOPA statement on dividends distribution and variable remuneration policies in the context of COVID-19**, April 2020.

³³ Siehe **Empfehlung der Europäischen Zentralbank vom 27. März 2020 zu Dividendenausschüttungen während der COVID-19-Pandemie und zur Aufhebung der Empfehlung EZB/2020/1** (EZB/2020/19), ABl. C 102I vom 30.3.2020, S. 1.

³⁴ Am 27. Juli 2020 änderte die EZB die Empfehlung EZB/2020/19 (EZB/2020/35) und verlängerte die Ausschüttungsbeschränkungen bis Januar 2021. In einer Pressemitteilung vom 28. Juli 2020 erläuterte sie den Zeitplan für den Wiederaufbau von Puffern.

³⁵ Siehe EBA, **Statement on dividends distribution, share buybacks and variable remuneration**, März 2020.



Der ESRB führt derzeit eine Beurteilung der Umsetzung von Empfehlung ESRB/2020/7 durch und wird die Ergebnisse den Erwartungen nach im laufenden Jahr bekannt geben. Darüber hinaus überprüfte das ESRB-Sekretariat regelmäßig die Wirksamkeit der Maßnahmen, die von den zuständigen Behörden als Reaktion auf die Empfehlung eingeleitet wurden. Die Kreditinstitute verzichteten mehrheitlich darauf, Zusagen für neue Dividendenausschüttungen zu machen, sodass die Auszahlungen im Bankensektor 2020 einen sehr überschaubaren Umfang hatten.³⁶ Im Vergleich zum Bankgewerbe fielen die Selbstbeschränkungen bei den Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen sowie den zentralen Gegenparteien weniger strikt aus, wengleich die Zurückhaltung insgesamt hoch war.

Da die Covid-19-Krise nach wie vor andauert, haben die europäischen Behörden beschlossen, die bestehenden Maßnahmen zu verlängern oder neue regulatorische Ankündigungen zu den für 2021 geplanten Ausschüttungen herauszugeben. Am 15. Dezember 2020 empfahl die EZB-Bankenaufsicht jenen von ihr beaufsichtigten bedeutenden Instituten und Gruppen, die in begrenztem Umfang Auszahlungen planten, keine Ausschüttungen oder Aktienrückkäufe zu tätigen, die mehr als 15 % ihres akkumulierten Gewinns für die Geschäftsjahre 2019 und 2020 ausmachen oder bezogen auf die harte Kernkapitalquote (CET1-Quote) 20 Basispunkte übersteigen, je nachdem, welcher Wert niedriger ist.³⁷ Am gleichen Tag änderte der ESRB seine Empfehlung (siehe Kasten 4) und legte den jeweiligen Behörden nahe, die Finanzinstitute aufzufordern, von Ausschüttungen Abstand zu nehmen, es sei denn, sie lassen äußerste Vorsicht walten und überschreiten die von der zuständigen Behörde festgelegte konservative Höchstgrenze nicht. Die EBA veröffentlichte zwei Erklärungen³⁸, in denen sie die Banken aufrief, bei einer konservativen Ausschüttungspolitik zu bleiben und die Auswirkungen von Dividendenzahlungen oder sonstigen Ausschüttungen auf die Entwicklung des Eigenkapitals sorgsam abzuwägen. Im Hinblick auf den Versicherungssektor gab die EIOPA am 18. Dezember 2020 bekannt, dass Dividendenausschüttungen, Aktienrückkäufe oder variable Vergütungen nicht die „von Umsicht geprägten Höchstgrenzen“ übersteigen und die Institute sicherstellen sollten, dass die daraus resultierende Verringerung der Quantität oder Qualität ihrer Eigenmittel mit dem aktuellen Risikoniveau vereinbar bleibt.³⁹

Auch nach der Verlängerung der systemweiten Beschränkungen haben diese Maßnahmen ihre Wirksamkeit weitgehend bewahrt. Bislang haben nur wenige Banken den zuständigen Behörden mitgeteilt, dass sie deren Aufforderung, Dividendenzahlungen mindestens im ersten und zweiten Quartal 2021 zu begrenzen, nicht nachzukommen gedenken. Die meisten zuständigen Behörden stehen im aufsichtlichen Dialog mit einzelnen Instituten, um deren Pläne für Ausschüttungen innerhalb der ihnen von diesen Behörden gesetzten Grenzen zu evaluieren. Was den Versicherungssektor betrifft, so wurde die überwiegende Mehrheit der NCAs darüber informiert, dass Rückversicherungsunternehmen (Lebens- und Nichtlebensversicherungen) Auszahlungen in

³⁶ Die Angaben zur Wirksamkeit der Maßnahmen basieren auf Umfragen des ESRB unter den Mitgliedsinstitutionen. Die hier genannten Informationen sind allerdings noch unvollständig und als vorläufig zu betrachten, da bei Redaktionsschluss für diesen Abschnitt des ESRB-Jahresberichts (Februar 2021) noch keine amtlichen Angaben vorlagen.

³⁷ Siehe [Empfehlung der Europäischen Zentralbank vom 15. Dezember 2020 zu Dividendenausschüttungen während der COVID-19-Pandemie und zur Aufhebung der Empfehlung EZB/2020/35](#) (EZB/2020/62), ABl. C 437 vom 18.12.2020, S. 1.

³⁸ Siehe EBA, [EBA Statement on actions to mitigate the impact of COVID-19 on the EU banking sector](#), Pressemitteilung vom 12. März 2020; EBA, [The EBA continues to call on banks to apply a conservative approach on dividends and other distributions in light of the COVID-19 pandemic](#), 15. Dezember 2020.

³⁹ Siehe EIOPA, [EIOPA outlines key financial stability risks and vulnerabilities for insurance and pension sector and recommends that any dividend distributions should not exceed thresholds of prudence](#), Dezember 2020.



begrenztem Umfang planen (vor allem im Dezember 2020 und Februar 2021 für das Geschäftsjahr 2019).

Kasten 4

Empfehlung ESRB/2020/7 zur Beschränkung der Ausschüttungen während der Covid-19-Pandemie

Der ESRB unterstützt die Initiativen seiner Mitgliedsinstitutionen uneingeschränkt und hat es als notwendig erachtet, eine Empfehlung abzugeben, um sicherzustellen, dass Finanzinstitute im gesamten Finanzsektor, die ein Risiko für die Finanzstabilität darstellen können, eine hohe Eigenkapitalausstattung beibehalten. In Empfehlung ESRB/2020/7⁴⁰ wird den zuständigen Behörden empfohlen, die ihrer Aufsicht unterliegenden Finanzinstitute aufzufordern, mindestens bis zum 1. Januar 2021 von Maßnahmen abzusehen, die die Quantität oder Qualität der Eigenmittel auf Ebene der EU-Gruppe (oder auf Einzelinstitutsebene, wenn das Finanzinstitut nicht Teil einer EU-Gruppe ist) und gegebenenfalls auf teilkonsolidierter oder Einzelinstitutsebene verringern könnten. Dazu zählen Dividendenausschüttungen oder unwiderrufliche Verpflichtungen zur Dividendenausschüttung, der Rückkauf von Stammaktien sowie das Eingehen von Verpflichtungen zur Zahlung einer variablen Vergütung an Träger eines erheblichen Risikos. Die Empfehlung betrifft Kreditinstitute, der CRD unterliegende Wertpapierfirmen, Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen sowie zentrale Gegenparteien. Sie trägt der großen Bedeutung Rechnung, die diese Bestandteile des Finanzsystems – vor allem in Krisenzeiten – für die Realwirtschaft haben.

Die Empfehlung ESRB/2020/7 sollte ursprünglich bis zum 1. Januar 2021 gelten, doch vor diesem Datum verschlimmerte sich die Pandemie erneut, sodass die Erholung von der Krise mit erhöhter Unsicherheit und kurzfristigen Risiken behaftet war. Den Märkten und Behörden standen nur unzureichende Informationen über die langfristigen Auswirkungen der Krise auf den Finanzsektor und die Kreditmärkte zur Verfügung. Obwohl die bislang beispiellosen politischen Stützungsmaßnahmen fortgesetzt wurden, sahen sich viele Unternehmen einer Verringerung ihrer Cashflows und Erträge sowie einer steigenden Verschuldung gegenüber. Der ESRB gelangte daher zu dem Schluss, dass eine ausnahmsweise Verlängerung der Auszahlungsbeschränkungen aufgrund der Unsicherheit über die künftige makroökonomische Entwicklung zur Verwirklichung des verfolgten Ziels beitrage. Dadurch wären die Finanzinstitute auch weiterhin in der Lage, Eigenkapital in ausreichender Höhe vorzuhalten, um Systemrisiken zu mindern und die wirtschaftliche Erholung zu unterstützen.

Am 15. Dezember 2020 erließ der Verwaltungsrat des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken die Empfehlung ESRB/2020/15 zur Änderung der Empfehlung ESRB/2020/7.⁴¹ Darin wird den zuständigen Behörden empfohlen, Kreditinstitute, Wertpapierfirmen, Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen (nicht länger jedoch zentrale Gegenparteien) aufzufordern, bis zum 30. September 2021 von Ausschüttungen abzusehen, die zu einer Verringerung der Quantität oder Qualität ihrer Eigenmittel führen, es sei denn, diese Finanzinstitute lassen bei der Ausschüttung äußerste Vorsicht walten und die sich ergebende Verringerung überschreitet die von

⁴⁰ Siehe **Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 27. Mai 2020 zur Beschränkung der Ausschüttungen während der COVID-19-Pandemie** (ESRB/2020/7), ABl. C 212 vom 26.6.2020, S. 1.

⁴¹ Siehe **Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 15. Dezember 2020 zur Änderung der Empfehlung ESRB/2020/7 zur Beschränkung der Ausschüttungen während der COVID-19-Pandemie** (ESRB/2020/15), ABl. C 27 vom 25.1.2021, S. 1.



ihrer zuständigen Behörde festgelegte konservative Höchstgrenze nicht. Die neue Empfehlung steht im Einklang mit den parallel dazu gefassten Beschlüssen von EBA, EIOPA und EZB-Bankenaufsicht. Sie soll sicherstellen, dass die Finanzinstitute auch weiterhin über Eigenkapital in ausreichender Höhe verfügen, um Systemrisiken zu mindern und im Falle weiterer wirtschaftlicher Verwerfungen zur konjunkturellen Erholung beizutragen.

Zugleich erkennt der ESRB in der Empfehlung ESRB/2020/15 an, dass Ausschüttungen eine wichtige Rolle bei der Beschaffung externen Kapitals durch die Finanzinstitute spielen. Die Wahrscheinlichkeit schlimmerer Szenarios hat sich durch die Aussicht auf die Verfügbarkeit von Impfstoffen gegen das Coronavirus verringert. Deshalb erlaubt die Empfehlung in ihrer geänderten Fassung unter bestimmten Umständen Ausschüttungen in begrenztem Umfang. Finanzinstitute dürfen Ausschüttungen vornehmen, sofern a) sie Gespräche mit der für sie zuständigen Behörde führen, b) äußerste Vorsicht walten lassen, damit die Stabilität des Finanzsystems und der Erholungsprozess nicht gefährdet werden, und c) die sich ergebende Verringerung der Eigenmittel nicht die von ihrer zuständigen Behörde festgelegte konservative Höchstgrenze überschreitet. Bei der Bestimmung dieser Höchstgrenze sollen die zuständigen Behörden Folgendes gebührend berücksichtigen: das Erfordernis, dass Finanzinstitute Kapital in ausreichender Höhe vorzuhalten haben, wobei auch die Risiken einer Verschlechterung der Solvenz der Unternehmen und Haushalte infolge der Pandemie zu berücksichtigen sind, die Notwendigkeit, dafür Sorge zu tragen, dass die Gesamthöhe der Ausschüttungen der ihrer Aufsicht unterliegenden Finanzinstitute deutlich niedriger ist als in den letzten Jahren vor Ausbruch der Covid-19-Krise sowie die Besonderheiten der einzelnen ihrer Aufsicht unterliegenden Sektoren. Die Empfehlung enthält zudem zukunftsgerichtete Informationen. So wird zum einen die Befristung der Ausschüttungsbeschränkungen betont. Zum anderen sagt der Verwaltungsrat des ESRB zu, vor Ablauf der Frist zu entscheiden, ob die Empfehlung geändert werden muss. Dabei wird er unter anderem den makroökonomischen Entwicklungen und den aktuell verfügbaren Daten Rechnung tragen.

2.5 Liquiditätsrisiken aufgrund von Einschusszahlungen

Der ESRB verabschiedete eine Empfehlung zu Liquiditätsrisiken aufgrund von Einschusszahlungen (ESRB/2020/6). Die Empfehlung hatte zum Ziel, etwaige negative Auswirkungen von Einschusszahlungen auf Banken und Nichtbanken zu minimieren. In den Jahren zuvor hatte der ESRB zwei Berichte zu diesem Thema und den damit verbundenen politischen Handlungsoptionen veröffentlicht.⁴² Der beispiellose Umfang der Einschusszahlungen im Zuge der Marktturbulenzen zu Beginn der Corona-Pandemie machte weitere Maßnahmen erforderlich. Hierzu zählte auch die Prüfung, ob die Zunahme der Einschusszahlungen in einem engen Zusammenhang mit dem Anstieg der Marktvolatilität stand. Die Empfehlung war an die Aufsichtsbehörden von zentralen Gegenparteien und Clearingmitgliedern sowie an Wertpapieraufsichtsbehörden und die ESMA gerichtet. Diese wurden aufgefordert, dem ESRB über den Umsetzungsstand der Empfehlung zu berichten. Der ESRB erhielt Rückmeldungen zu fünf der acht Empfehlungen, für die im Laufe des Jahres 2020 Berichte vorzulegen waren, und geht davon aus, die Beurteilung dieser Empfehlungen im Jahresverlauf 2021 abschließen zu können. Die übrigen Rückmeldungen dürften zum Jahresende 2021 bzw. 2022 eingehen.

⁴² Siehe ESRB, [Mitigating the procyclicality of margins and haircuts in derivatives markets and securities financing transactions](#), Januar 2020; ESRB, [The macroprudential use of margins and haircuts](#), Februar 2017.



Kasten 5

Empfehlung des ESRB zu Liquiditätsrisiken aufgrund von Einschusszahlungen

Empfehlung ESRB/2020/6 setzt sich aus vier Einzelempfehlungen zusammen und richtet sich an die Behörden, die für zentrale Gegenparteien (CCPs), Banken und sonstige relevante Marktteilnehmer zuständig sind.

Empfehlungen A und D – Minimierung von Klippeneffekten bei der Nachfrage nach Sicherheiten und Minimierung der Prozyklizität bei der Erbringung von Clearingdiensten an den Kunden und bei Wertpapierfinanzierungsgeschäften

Empfehlungen A und D sollen sicherstellen, dass plötzliche und erhebliche (also prozyklische) Änderungen und Klippeneffekte in Bezug auf Ersteinschusszahlungen (einschließlich Zuschlägen für Einschusszahlungen) und Sicherheiten begrenzt werden: i) von CCPs gegenüber ihren Clearingmitgliedern, ii) von Clearingmitgliedern gegenüber ihren Kunden sowie iii) im bilateralen Bereich, wo sie Folge von ungeprüftem Vertrauen auf die Bonitätseinstufung und wohl von prozyklischen internen Kreditscoring-Methoden sind. Die Liquiditätsplanung sollte soweit möglich durch die Minimierung von unerwarteten und immensen Einschusszahlungen prognostizierbar und kontrollierbar sein. Angemessene und durchsetzbare Kündigungsfristen bei Änderungen der Einschusszahlungen und Abschlagsprotokolle vorzusehen, kann dazu beitragen, dass sich die Marktteilnehmer in geordneter Weise anpassen. Zudem wird die Entwicklung von weltweiten Standards für entsprechende Mindestanforderungen und deren Überführung in Unionsgesetzgebung empfohlen.

Empfehlung B – Stressszenario für die Beurteilung des zukünftigen Liquiditätsbedarfs

Diese Empfehlung soll sicherstellen, dass CCPs jegliche Vorkommnisse, die ein Liquiditätsdefizit zur Folge haben könnten, umfassend in ihre Liquiditätsstresstests einbinden, und einen Anreiz geben, ihre Systeme im Hinblick auf Rückgriffe auf Liquiditätsgeber zu verbessern. Dies wird zur Verbesserung der Widerstandsfähigkeit des gesamten Marktes führen, da die CCPs und ihre Liquiditätsgeber stark verdichtet und eng verzahnt zusammenarbeiten und da ein solches umsichtiges Liquiditätsmanagement bei jeder CCP das Risikomanagement aus systemischer und makroprudenzieller Sicht verbessern würde.

Empfehlung C – Minimierung von Liquiditätsengpässen im Zusammenhang mit der Einziehung von Einschusszahlungen

Diese Empfehlung soll sicherstellen, dass die CCPs unter Aufrechterhaltung ihrer finanziellen Solidität die Asymmetrie bei der Zahlung von Intertagesnachsüssen minimieren – und dass sie ihre Einschussregelungen und -pläne dahingehend gestalten, dass diese prognostizierbar sind und übermäßige Liquiditätsengpässe bei Clearingmitgliedern, die zu Zahlungsausfällen führen könnten, vermieden werden.



3 Beitrag des ESRB zum politischen Rahmen

3.1 Bankensektor

Neben den Maßnahmen, die als Reaktion auf die Corona-Pandemie (Covid-19) ergriffen wurden (siehe Abschnitt 2) und teilweise auch die Banken betrafen, setzte der ESRB seine allgemeine Tätigkeit zur Sicherstellung der Widerstandsfähigkeit des Bankensektors in der EU fort. Er beurteilte insbesondere einige nationale makroprudenzielle Maßnahmen sowie Anträge auf gegenseitige Anerkennung und erließ eine Empfehlung zur Identifizierung von Rechtsträgern, die an Finanztransaktionen beteiligt sind.

3.1.1 Stellungnahmen im Zusammenhang mit Artikel 458 der CRR

Der französische Finanzstabilitätsrat (Haut Conseil de stabilité financière) informierte den ESRB am 23. April 2020 über seinen Beschluss, die Anwendung der bestehenden strengeren nationalen Anforderungen für Großkredite gemäß Artikel 458 Absatz 9 der CRR um ein weiteres Jahr zu verlängern. Durch diese Maßnahme gilt für global systemrelevante Institute (G-SRIs) und anderweitig systemrelevante Institute (A-SRIs) in Frankreich eine Obergrenze (in Höhe von 5 % ihres anrechenbaren Kapitals) für Großkredite an große hochverschuldete nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit Sitz in Frankreich. Damit soll das Konzentrationsrisiko begrenzt werden. Die Maßnahme ist seit dem 1. Juli 2018 in Kraft und sollte Ende Juni 2020 auslaufen. Sie wurde dann bis Ende Juni 2021 verlängert. Am 19. Mai 2020 leitete der ESRB dem Rat, der Europäischen Kommission und Frankreich seine Stellungnahme gemäß Artikel 458 Absatz 4 der CRR zu.⁴³ Er kam zu dem Schluss, dass die Verlängerung des Anwendungszeitraums der Maßnahme gerechtfertigt, geeignet, verhältnismäßig, wirksam und effizient sei. Dabei stellte er vor allem auf den Nutzen ab, den die nationale Maßnahme unter dem Strich für die Aufrechterhaltung der Finanzstabilität habe. Der ESRB stufte die Maßnahme als angemessenen Hilfsmechanismus zur Risikodiversifizierung und zur Sicherung der Widerstandsfähigkeit des französischen Bankensystems ein. Er stellte fest, dass die durch die Corona-Pandemie ausgelöste Wirtschaftskrise die Risiken im Unternehmenssektor in der EU und weltweit verstärkt habe. Zudem vertrat er die Ansicht, dass die Verlängerung der Maßnahme dem übergeordneten Ziel, die Kreditvergabe an die Realwirtschaft während der Krise zu gewährleisten, nicht entgegenstehe. Der ESRB hielt darüber hinaus fest, dass seine vorherige Empfehlung zur

⁴³ Siehe [Opinion of the European Systemic Risk Board of 19 May 2020 regarding the French 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 \(ESRB/2020/5\)](#); ESRB, [Assessment of the French notification in accordance with Article 458 of Regulation \(EU\) No 575/2013 concerning the extension of a stricter national measure as regards requirements for large exposures](#), Begleitdokument zur Stellungnahme, Mai 2021.



gegenseitigen Anerkennung⁴⁴ auch für die verlängerte Maßnahme gelte. Er bekräftigte, dass im Einklang mit seiner Bewertung der ursprünglichen Maßnahme⁴⁵ eine kontinuierliche Nachverfolgung durch die französischen Behörden zu erfolgen habe, und zwar a) in Form einer genauen Beobachtung der Auswirkungen der Maßnahme und der Risikoentwicklung sowie b) mit Blick auf alternative Möglichkeiten, um den Bedenken bezüglich der Finanzstabilität zu begegnen, wie beispielsweise kreditnehmerbasierte Maßnahmen oder ein sektorbezogener Systemrisikopuffer.

Am 16. September 2020 zeigte die schwedische Finanzaufsichtsbehörde (Finansinspektionen) dem ESRB offiziell gemäß Artikel 458 Absatz 2 Buchstabe d Ziffer vi der CRR ihre Absicht an, eine nationale Maßnahme zu verlängern, die darauf abzielt, die sich aus schwedischen Hypothekarkrediten ergebenden Risiken zu begrenzen. Diese Maßnahme beinhaltet eine Untergrenze für das Risikogewicht in Höhe von 25 % für schwedische Hypothekarkredite und gilt für Kreditinstitute, die den auf internen Ratings basierenden Ansatz verwenden (IRB-Banken). Am 14. Oktober 2020 leitete der ESRB dem Rat, der Europäischen Kommission und dem Königreich Schweden seine Stellungnahme gemäß Artikel 458 Absatz 4 der CRR zu.⁴⁶ Die Bewertung erfolgte aufgrund von Anzeichen, dass die Anfälligkeiten am schwedischen Wohnimmobilienmarkt weiter zunahmen und sich angesichts der ungewissen negativen Auswirkungen der Corona-Pandemie und des damit einhergehenden Konjunkturabschwungs noch verstärken würden. Der ESRB vertrat die Auffassung, dass die geplante Verlängerung der Maßnahme dem übergeordneten Ziel, die Kreditvergabe an die Realwirtschaft während der Wirtschaftskrise sicherzustellen, nicht entgegenstehe. Zudem war der ESRB der Ansicht, dass die anderen in Artikel 458 der CRR genannten makroprudenziellen Instrumente, die zunächst zu prüfen sind, bevor strengere nationale Maßnahmen ergriffen werden, nicht geeignet seien, um dem vorliegenden Risiko zu begegnen. Daher kam der ESRB zu dem Schluss, dass die strengere Maßnahme mit Blick auf das verfolgte Ziel gerechtfertigt, verhältnismäßig, wirksam und effizient sei. Diese Bewertung wurde allerdings speziell für die Zwecke des Verfahrens nach Artikel 458 der CRR vorgenommen und greift dem Ergebnis der Überprüfung der ESRB-Empfehlung vom 27. Juni 2019 in keiner Weise vor. Insgesamt war der ESRB der Ansicht, dass die Maßnahme keine unverhältnismäßigen nachteiligen Auswirkungen auf den europäischen Binnenmarkt oder andere Finanzsysteme haben werde. In der wirtschaftlichen Einschätzung, die der ESRB zusammen mit seiner Stellungnahme vorlegte, betonte er auch die Bedeutung einer weiteren reziproken Anwendung der Maßnahme durch andere Mitgliedstaaten, deren Kreditinstitute am schwedischen Wohnimmobilienmarkt aktiv sind. Darüber hinaus wies er darauf hin, dass es wichtig sei, die Lage erneut zu bewerten, sobald die hohe Unsicherheit über die Auswirkungen der Corona-Pandemie abgeklungen sei.

Am 22. Januar 2021 teilte die Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique 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 ein zweites Mal vom 1. Mai 2021 bis zum 30. April 2022 zu verlängern. Es handelt sich dabei um

⁴⁴ Siehe [Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 5. Dezember 2018 zur Änderung der Empfehlung ESRB/2015/2 zur Bewertung der grenzüberschreitenden Auswirkungen und der gegenseitigen Anerkennung auf freiwilliger Basis in Bezug auf makroprudenzielle Maßnahmen](#) (ESRB/2018/8), ABl. C 39 vom 1.2.2019, S. 1.

⁴⁵ Siehe [Opinion of the European Systemic Risk Board of 9 March 2018 regarding French 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/2018/3).

⁴⁶ Siehe [Opinion of the European Systemic Risk Board of 14 October 2020 regarding Swedish 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/2020/13).



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. Am 19. Februar 2021 leitete der ESRB dem Rat, der Europäischen Kommission und Belgien seine Stellungnahme gemäß Artikel 458 Absatz 4 der CRR zu.⁴⁷ 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 Verlängerung sei gerechtfertigt, um die Widerstandsfähigkeit belgischer IRB-Banken im Hinblick auf möglicherweise starke Abwärtskorrekturen am heimischen Wohnimmobilienmarkt aufrechtzuerhalten.

Der luxemburgische Ausschuss für Systemrisiken (Comité du Risque Systémique) übermittelte dem ESRB am 18. Dezember 2020 einen Antrag auf reziproke Anwendung einer nationalen makroprudenziellen Maßnahme. Da diese nicht in den Anwendungsbereich der CRR/CRD⁴⁸ fiel, bedurfte es keiner Stellungnahme des ESRB. Die Maßnahme trat am 1. Januar 2021 in Kraft. Gemäß Artikel 5 Absatz 4 des Beschlusses ESRB/2015/4 befand das ESRB-Bewertungsteam über die Notwendigkeit, eine Empfehlung zur gegenseitigen Anerkennung zusammen mit einem Entwurf zur Änderung der Empfehlung ESRB/2015/2 zu verabschieden. Mit der Maßnahme wurden rechtsverbindliche Obergrenzen für das Verhältnis des Darlehensvolumens zum Immobilienwert (LTV) in Bezug auf neue Hypothekarkredite für in Luxemburg befindliche Wohnimmobilien eingeführt. Diese LTV-Obergrenzen unterscheiden sich je nach Art des Kreditnehmers. Der ESRB befürwortete die reziproke Anwendung grundsätzlich. Da die Maßnahme im Gegensatz zu früheren Anträgen auf gegenseitige Anerkennung kreditnehmerbasiert ist und Verbraucher in dem verhältnismäßig kleinen Land Luxemburg leichter Zugang zu grenzüberschreitenden Krediten haben, beschloss der ESRB, eine eher niedrige institutsspezifische Wesentlichkeitsschwelle von 0,1 % vorzuschlagen. In Anbetracht der Tatsache, dass die Maßnahme nicht unter die CRR/CRD fällt und somit nicht in allen Mitgliedstaaten zum Tragen kommt, schlug der ESRB ausnahmsweise zusätzlich zur vorgenannten institutsspezifischen Wesentlichkeitsschwelle einen landesspezifischen Schwellenwert von 1 % vor, um den Verwaltungsaufwand für andere Mitgliedstaaten zu senken, in denen die betreffenden Risikopositionen unterhalb dieses Schwellenwerts liegen. Die Empfehlung wurde am 24. März 2021 vom Verwaltungsrat des ESRB genehmigt.

3.1.2 ESRB-Empfehlung zum norwegischen Systemrisikopuffer

3.1.2.1 Anzeige eines Systemrisikopuffers durch das norwegische Finanzministerium

Am 5. November 2020 zeigte das norwegische Finanzministerium dem ESRB die Absicht an, einen Systemrisikopuffer in Höhe von 4,5 % für Risikopositionen in Norwegen nach

⁴⁷ Siehe [Opinion of the European Systemic Risk Board of 18 February 2021 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/2021/1).

⁴⁸ 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. 646/2012, ABl. L 176 vom 27.6.2013, S. 1.



Artikel 133 Ziffern 11 und 14 der Richtlinie 2013/36/EU⁴⁹ (CRD IV) einzuführen, die gemäß den Bestimmungen des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum⁵⁰ (EWR-Abkommen) seit dem 1. Januar 2020 in und für Norwegen gilt. Die Maßnahme sieht eine Änderung der Höhe und Reichweite eines bestehenden nationalen Puffers vor. Demnach soll ein Systemrisikopuffer von 4,5 % auf die inländischen Risikopositionen aller in Norwegen zugelassenen Kreditinstitute angewendet werden. Dies umfasst auch die Tochtergesellschaften von Instituten, deren Muttergesellschaften in anderen Staaten des Europäischen Wirtschaftsraums ansässig sind. Der bestehende nationale Puffer wurde bislang nicht offiziell gemäß Artikel 133 der CRD IV angezeigt, da dieser Regelungsrahmen erst zum 1. Januar 2020 in das EWR-Abkommen aufgenommen wurde. Am 4. Dezember 2020 gab der ESRB eine Empfehlung gemäß Artikel 133 Ziffer 14 der CRD IV in Verbindung mit dem EWR-Abkommen ab.⁵¹ Die Maßnahme trat am 31. Dezember 2020 in Kraft. Für diejenigen Banken, die keinen fortgeschrittenen IRB-Ansatz umsetzen, gilt eine Übergangsregelung. Der Systemrisikopuffer soll die Finanzstabilität in Norwegen stärken, indem die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems erhalten wird und sichergestellt wird, dass die Banken angesichts des hohen langfristig bestehenden Systemrisikos weiterhin über eine angemessene Kapitalausstattung verfügen. Der ESRB war der Auffassung, dass die ermittelten systemischen Risiken die Stabilität des norwegischen Finanzsystems bedrohen und der Umfang der Maßnahme daher angemessen sei. Er stufte die Maßnahme als wirksam und verhältnismäßig ein. Auf der Grundlage der bereitgestellten Informationen kam der ESRB zu dem Schluss, dass von der Maßnahme keine unverhältnismäßigen nachteiligen Auswirkungen für den europäischen Wirtschaftsraum insgesamt oder andere Finanzsysteme ausgingen. Der ESRB vertrat zudem die Ansicht, dass abgesehen von den Artikeln 458 und 459 der CRR keine der in der CRR und der CRD IV vorgesehenen Maßnahmen einzeln oder in Kombination ausreichend seien, um dem ermittelten makroprudenziellen oder systemischen Risiko in Norwegen zu begegnen, wenn man die relative Wirksamkeit dieser Maßnahmen berücksichtige.

3.1.2.2 Antrag auf reziproke Anwendung von Maßnahmen zum Systemrisikopuffer und zur Risikogewichtung nach Artikel 458 der CRR

Das norwegische Finanzministerium übermittelte dem ESRB-Sekretariat am 2. Februar 2021 den Antrag auf gegenseitige Anerkennung von Maßnahmen nach Artikel 133 der CRD IV und Artikel 458 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013⁵² (CRR in der in Norwegen gültigen Fassung), die gemäß den Bestimmungen des EWR-Abkommens seit dem 1. Januar 2020 für und in Norwegen gelten. Diese Maßnahmen waren dem ESRB am 5. November 2020 angezeigt worden. Es handelte sich um Maßnahmen zur Einführung eines Systemrisikopuffers für Risikopositionen in Norwegen (siehe oben), einer vorübergehenden Untergrenze für das durchschnittliche

⁴⁹ 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.

⁵⁰ Geändert durch **Beschluss des Gemeinsamen EWR-Ausschusses Nr. 79/2019 vom 29. März 2019 zur Änderung des Anhangs IX (Finanzdienstleistungen) des EWR-Abkommens 2019/2133**, ABl. L 321 vom 12.12.2019, S. 170.

⁵¹ Siehe ESRB, **Recommendation of the European Systemic Risk Board of 4 December 2020 regarding Norwegian notification of its intention to set a systemic risk buffer rate in accordance with Article 133 of Directive (EU) 2013/36/EU**, Empfehlung ESRB/2020/14, Dezember 2020; ESRB, **Assessment of the Norwegian notification in accordance with Article 133 of Directive (EU) 2013/36/EU concerning the application of a systemic risk buffer set between 3% and 5%**, Begleitdokument zur Empfehlung, Dezember 2020.

⁵² 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.



Risikogewicht in Bezug auf wohnimmobilienbezogene Risikopositionen in Norwegen gemäß Artikel 458 Ziffer 10 der CRR in der in Norwegen gültigen Fassung und einer vorübergehenden Untergrenze für das durchschnittliche Risikogewicht von gewerbeimmobilienbezogenen Risikopositionen in Norwegen gemäß Artikel 458 Ziffer 10 der CRR in der in Norwegen gültigen Fassung. Der Systemrisikopuffer beläuft sich auf 4,5 % für die inländischen Risikopositionen aller in Norwegen zugelassenen Kreditinstitute. Dies umfasst auch Tochtergesellschaften von Instituten, deren Muttergesellschaften in anderen EWR-Staaten ansässig sind. Die vorübergehenden Untergrenzen für die Risikogewichtung in Bezug auf wohnimmobilien- und gewerbeimmobilienbezogene Risikopositionen in Norwegen wurden bei 20 % bzw. 35 % festgelegt. Da die Risikogewichte im Rahmen der vorgenannten Maßnahmen nach Artikel 458 um weniger als 25 % angehoben wurden, war hierfür (gemäß Artikel 458 Ziffer 10) keine Erlaubnis einzuholen. Alle drei Maßnahmen traten am 31. Dezember 2020 in Kraft. Gemäß Artikel 5 Absatz 4 des Beschlusses ESRB/2015/4 befand das ESRB-Bewertungsteam über die Notwendigkeit, eine Empfehlung zur gegenseitigen Anerkennung zusammen mit einem Entwurf zur Änderung der Empfehlung ESRB/2015/2 (vom ESRB am 30. April genehmigt) zu verabschieden. Bei Redaktionsschluss des vorliegenden Jahresberichts lief das Verfahren noch. Die Bewertung der beiden Maßnahmen nach Artikel 458 der CRR in ihrer in Norwegen geltenden Fassung war vergleichsweise einfach. Für den Systemrisikopuffer gestaltete sie sich komplizierter, da die CRD IV in Norwegen weiter anwendbar war, während die Richtlinie (EU) 2019/878 des Europäischen Parlaments und des Rates⁵³, mit der die Richtlinie 2013/36/EU erhebliche Änderungen erfuhr, von den EU-Mitgliedstaaten bis zum 28. Dezember 2020 in nationales Recht umzusetzen war. Der ESRB hat die Auswirkungen auf alle betroffenen Parteien sorgfältig analysiert und diesem Aspekt Rechnung getragen, und zwar durch eine Verlängerung der Übergangszeit zur gegenseitigen Anerkennung sowie durch die Gestattung gleichwertiger Maßnahmen zur reziproken Anwendung des Systemrisikopuffers, bis Norwegen die Richtlinie (EU) 2019/878 in nationales Recht umsetzt.

3.1.3 ESRB-Empfehlung zur Identifizierung von Rechtsträgern

Die Weltwirtschaft ist ein überaus komplexes und engmaschiges Netz aus Verträgen und Finanzgeschäften, die zu einem großen Teil über Ländergrenzen hinweg geschlossen werden und den gesamten Erdball umspannen. Es beinhaltet nicht nur Finanzinstitute, sondern Marktteilnehmer jeglicher Art, die über Beziehungen, Verträge und Forderungen untereinander und mit dem Finanzsektor verbunden sind. Innerhalb des Finanzsektors sind Verbindungen zwischen Banken und Nichtbanken relevant. Sie können sich durch direkte Risikopositionen oder auch durch gruppeninterne Positionen ergeben. Eine eindeutige Identifizierung der einzelnen Marktteilnehmer und aller ihrer Verflechtungen ist von entscheidender Bedeutung, um die weltweiten wirtschaftlichen und finanziellen Zusammenhänge verlässlich abzubilden, finanzielle Ansteckungseffekte zu verringern und die Finanzstabilität zu fördern.

Im Jahr 2012 billigten die G 20 die Empfehlungen des Finanzstabilitätsrats bezüglich des Rahmens für die Entwicklung eines Systems für eine globale Rechtsträgerkennung (Legal Entity Identifier – LEI) für Parteien, die an finanziellen Transaktionen beteiligt sind. Sie regten zugleich eine globale Einführung des LEI an, um Behörden und Marktteilnehmer bei

⁵³ Siehe 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.



der Identifizierung und Bewältigung finanzieller Risiken zu unterstützen. Durch die Verwendung einer eindeutigen, ausschließlichen und universellen Rechtsträgerkennung sind die Behörden besser in der Lage, systemische und entstehende Risiken zu bewerten und Abhilfemaßnahmen zu ergreifen. Außerdem spielt die Rechtsträgerkennung nunmehr eine entscheidende Rolle, wenn es darum geht, granulare Datensätze zu Unternehmen aus verschiedenen Quellen zusammenzuführen.

Auf EU-Ebene gibt es eine Reihe von Rechtsakten mit und ohne Gesetzescharakter, die die Verwendung der Rechtsträgerkennung vorschreiben. Es gibt jedoch keinen markteinheitlichen Ansatz: Gegenwärtig findet die Rechtsträgerkennung in den Nichtfinanzsektoren keine Anwendung, sodass die Abdeckung Lücken aufweist und wichtige Sektoren nicht erfasst werden.

Vor diesem Hintergrund erließ der ESRB am 24. September 2020 die Empfehlung ESRB/2020/12 zur Identifizierung von Rechtsträgern. Dadurch sollte die Umsetzung eines unionsweiten Rechtsrahmens gefördert werden, der eine eindeutige Identifizierung der an finanziellen Transaktionen beteiligten Unternehmen mittels LEI ermöglicht und eine systematische Verwendung der Rechtsträgerkennung bei aufsichtlichen Meldungen und Offenlegungen gewährleistet.

Die Europäische Kommission wird in der Empfehlung dazu aufgefordert, die Einführung eines unionsweiten Rechtsrahmens vorzuschlagen, der es ermöglicht, die an finanziellen Transaktionen beteiligten Unternehmen eindeutig anhand eines LEI zu identifizieren, und der eine systematischere Verwendung der Rechtsträgerkennung bei aufsichtlichen Meldungen und Offenlegungen gewährleistet. Unter Berücksichtigung des Zeithorizonts für die Verabschiedung eines derartigen Unionsrahmens empfiehlt der ESRB darüber hinaus den zuständigen Behörden, ihre Bemühungen zur Förderung der Einführung und Verwendung der Rechtsträgerkennung fortzusetzen sowie systematischer zu gestalten und dabei von den verschiedenen regulatorischen oder aufsichtlichen Befugnissen Gebrauch zu machen, die ihnen durch innerstaatliches oder Unionsrecht übertragen wurden.

3.2 Entwicklungen außerhalb des Bankensektors

Viele der Maßnahmen, mit denen der ESRB die negativen Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf die Finanzstabilität in der EU zu verhindern bzw. abzumildern suchte, bezogen sich auf den Bereich der marktbasierter Finanzierung und den Nichtbankenfinanzsektor (siehe Abschnitt 2). Der vorliegende Abschnitt befasst sich darüber hinausgehend mit weiteren Arbeiten des ESRB zur Entwicklung des außerhalb des Bankensektors eingesetzten makroprudenziellen Instrumentariums. So prüfte der ESRB insbesondere Möglichkeiten, das zentrale Clearing zu fördern und die Clearing-Landschaft sicherer zu machen, den makroprudenziellen Aspekten bei der Regulierung des Versicherungssektors mehr Gewicht zu verleihen und die Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds weiterzuentwickeln.



3.2.1 Förderung des zentralen Clearings und Erhöhung der Sicherheit der Clearing-Landschaft

3.2.1.1 Antwort des ESRB auf einen Bericht der ESMA über zentrale Clearing-Lösungen für Pensionseinrichtungen

Der ESRB nahm zu einem Bericht der ESMA mit dem Titel „Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements“ Stellung. Gemäß Artikel 85 Absatz 2 der Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (EMIR-Verordnung) ist die ESMA in Zusammenarbeit mit dem ESRB verpflichtet, alle zwölf Monate einen Bericht über mögliche Lösungen für das zentrale Clearing für Pensionseinrichtungen vorzulegen. In seiner Stellungnahme befasste sich der ESRB mit drei Hauptaspekten: der Wahrscheinlichkeit, dass Pensionseinrichtungen gegenüber zentralen Gegenparteien (Central Counterparties – CCPs) als direkte Mitglieder auftreten, dem erhöhten Risiko von CCPs, wenn sie als Intermediäre bei Repogeschäften agieren, sowie Lösungen, die einen Zentralbankzugang beinhalten. Dass Pensionseinrichtungen direkte Clearingmitglieder werden, hielt der ESRB für unwahrscheinlich. Als Grund hierfür sah er deren Schwierigkeiten, die technischen Kapazitäten zur Replizierung der Nebendienstleistungen zu erwerben, die Clearingmitglieder für ihre Kunden bereitstellen (z. B. Finanzierung von Bareinschüssen und Sicherheitentransformationsdienste). Der ESRB war zudem der Ansicht, dass die Nebenrisiken auf Ebene der zentralen Gegenparteien steigen würden, wenn diese Repogeschäfte⁵⁴ für Pensionseinrichtungen anbieten würden. Dies wiederum könnte die Widerstandsfähigkeit der CCPs verringern und deren Zuverlässigkeit bei der Erfüllung von Kernfunktionen infrage stellen. In Anbetracht dessen sprach sich der ESRB nachdrücklich für die Eigenständigkeit von CCPs aus. Ihre einzige Aufgabe sollte darin bestehen, eine robuste Architektur für das zentrale Clearing zu schaffen. Auf diese Weise würden sie zur Wahrung der Finanzstabilität beitragen. Der ESRB gab ferner an, der Rolle der Zentralbanken bei der Bereitstellung von Liquiditätshilfen für Altersversorgungssysteme neutral gegenüberzustehen. Ohne die ausdrückliche Zustimmung und Einwilligung der Zentralbanken sollten sie dies jedoch nicht als gangbaren Weg betrachten. Abschließend stellte der ESRB fest, dass bestehende Hindernisse für Pensionseinrichtungen am besten durch eine Förderung des indirekten Clearings überwunden werden können.

3.2.1.2 Antwort des ESRB auf einen Bericht der ESMA über die Clearingpflicht von Diensten zur Verringerung von Nachhandelsrisiken

Der ESRB äußerte sich in einer Stellungnahme zu dem vorgenannten Bericht der ESMA. Laut Artikel 85 Absatz 3 Buchstabe a der EMIR-Verordnung ist der ESRB verpflichtet, in Kooperation mit der ESMA einen Bericht darüber zu erstellen, ob und unter welchen Bedingungen Geschäfte, die unmittelbar auf Dienste zur Verringerung von Nachhandelsrisiken (Post-trade Risk Reduction Services – PTRR-Dienste) zurückgehen (darunter Portfoliokomprimierung und Ausgleichsgeschäfte zur Reduzierung von Gegenparteausfallrisiken), von der Clearingpflicht gemäß Artikel 4 Absatz 1 dieser Verordnung ausgenommen werden sollten. In seiner Stellungnahme ging der ESRB vor

⁵⁴ Hiermit sind besicherte Kredite gemeint, die eine bankgeschäftliche Tätigkeit darstellen und dem Rahmenwerk für die Bankenregulierung unterliegen. Sie gelten nicht als Kernfähigkeit von CCPs, die durch die EMIR-Verordnung geregelt sind.



allem darauf ein, inwieweit PTRR-Dienste an nicht zentral geclearten OTC-Märkten zur Vermeidung und Minderung systemischer Risiken beitragen und das reibungslose Funktionieren des Binnenmarkts fördern. Der ESRB unterstützte die breite und häufige Verwendung solcher Techniken zur Verringerung von Nachhandelsrisiken, weil sie die operative Komplexität und die Verflechtungen reduzieren und zugleich die Transparenz erhöhen. An nicht zentral geclearten OTC-Märkten können diese Techniken den Abbau der aggregierten Risikopositionen begünstigen. Bei einer Befreiung von der Clearingpflicht könnte jedoch das Risiko der Regulierungsarbitrage und einer Umgehung der Clearingpflicht entstehen. Angesichts dessen sprach sich der ESRB dafür aus, dass Ausnahmen von der Clearingpflicht nur in Betracht gezogen werden sollten, wenn die systemischen Risiken hierdurch sinken und geeignete Sicherheitsvorkehrungen zur Vermeidung von Aufsichtsarbitrage getroffen wurden.

3.2.1.3 Antwort des ESRB-Sekretariats auf ein Konsultationspapier der ESMA zu den technischen Standards bezüglich Meldung, Datenqualität, Datenzugang und Registrierung von Transaktionsregistern gemäß EMIR-Refit

Seit den ersten Meldungen im Rahmen der EMIR-Verordnung arbeitet der ESRB gemeinsam mit der EZB, der ESMA und den ESRB-Mitgliedsinstitutionen an der Analyse der erhobenen Daten. Dies beinhaltet den Aufbau von technischen Infrastrukturen und Analyserahmen, die es dem ESRB ermöglichen, die täglichen Entwicklungen an den Derivatemärkten in der EU zu verfolgen. Die hierdurch gewonnenen Erfahrungen waren Bestandteil der Antwort des ESRB-Sekretariats auf das Konsultationspapier der ESMA zu den technischen Standards im Hinblick auf die Meldung, die Datenqualität, den Datenzugang und die Registrierung von Transaktionsregistern gemäß EMIR-Refit. Im Kern geht daraus hervor, dass das ESRB-Sekretariat sowohl den im Konsultationspapier dargelegten Umfang der Änderungen als auch die darin aufgezeigten technischen Grundsätze nachdrücklich befürwortet. Die Breite und Tiefe der vorgeschlagenen Änderungen wurden als Verbesserung des Melderahmens und der Datenqualität angesehen, womit sich auch deren Nützlichkeit für die Behörden erhöht. Das ESRB-Sekretariat hob in seiner Antwort die Vorteile der Standardisierung des Melderahmens, der stärkeren Granularität der Daten und der höheren Anforderungen an die Datenqualität hervor. Dank der zeitnahen Umsetzung der Änderungen konnten beispielsweise im Kontext der Covid-19-Pandemie die Liquiditätsrisiken aufgrund von Einschusszahlungen engmaschig überwacht und – vor dem Hintergrund des Brexit – die täglichen Entwicklungen beim zentralen Clearing und den Ein-/Nachschusszahlungen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich analysiert werden.

3.2.1.4 Konsultationsverfahren zur Anerkennung zentraler Gegenparteien aus Drittstaaten

Im Einklang mit den Änderungen der EMIR-Verordnung (EMIR 2.2) richtete die ESMA einen CCP-Aufsichtsausschuss ein und betraute diesen damit, Beschlüsse für die Anerkennung und Beaufsichtigung zentraler Gegenparteien aus Drittstaaten (Drittstaaten-CCPs) vorzubereiten, die Dienstleistungen in der Europäischen Union anbieten. Der Ausschuss nahm seine Tätigkeit im zweiten Halbjahr 2020 auf und befasste sich mit der Anerkennung von drei CCPs aus dem Vereinigten Königreich und der damit zusammenhängenden Einstufung auf Basis



ihrer Systemrelevanz (Tiering). Auf Ersuchen der ESMA legte der ESRB eine Stellungnahme zur Klassifizierung und anschließenden Anerkennung dieser Drittstaaten-CCPs vor. Darin stufte er LME Clear Ltd als „Tier 1“ (nicht systemrelevant) und LCH Ltd sowie ICE Clear als „Tier 2“ (systemrelevant) ein. Diese Einstufung bildete die Grundlage für die auf einen Zeitraum von 18 Monaten begrenzte Anerkennung der drei CCPs und entsprach der Beurteilung der ESMA vom 28. September 2020. Die Stellungnahmen, die der ESRB der ESMA vorlegte, standen im Einklang mit der Bewertung vom September 2020.

Des Weiteren befürwortete der ESRB in einer Stellungnahme den Vorschlag der ESMA, die vorübergehende Ausnahme von der Clearingpflicht für gruppeninterne Derivategeschäfte, die mit einem gruppenzugehörigen Unternehmen aus einem Drittstaat abgeschlossen werden, zu verlängern.

3.2.2 Weiterentwicklung der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds

Im Zuge eines öffentlichen Konsultationsverfahrens der Europäischen Kommission unterbreitete der ESRB im Januar 2021 Vorschläge zur Verbesserung der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD).⁵⁵ Die AIFMD trägt zur Sicherheit des Finanzsystems bei, da sie unter anderem dafür sorgt, dass der ESRB und die Aufsichtsbehörden wichtige Daten für die Analyse systemischer Risiken erhalten. In seiner Antwort auf das Konsultationsersuchen schlug der ESRB mehrere Änderungen vor. Diese betreffen a) die Eignung des Melderahmens und den Zugriff auf Daten zur Überwachung der systemischen Risiken, darunter detailliertere Meldungen zu Anlagen und Anlegern, um das Risiko von Notverkäufen oder Marktstörungen sowie Übertragungseffekten auf Finanzinstitute besser einschätzen zu können; b) die Notwendigkeit, die vorhandenen makroprudenziellen Instrumente zu operationalisieren, insbesondere durch die bereits zuvor vom ESRB empfohlene⁵⁶ Schaffung eines gemeinsamen, EU-weiten Rechtsrahmens, der regelt, wie Liquiditätssteuerungsinstrumente bei der Ausgestaltung von Investmentfonds einbezogen werden sollen, die entweder der AIFMD oder der OGAW unterliegen; c) die laufende Weiterentwicklung des makroprudenziellen Rahmens für Investmentfonds zur Minderung der Risiken durch Liquiditätsinkongruenzen und Hebelfinanzierungen.

3.2.3 Erweiterung der makroprudenziellen Ebene von Solvency II

Anlässlich der öffentlichen Konsultation der Europäischen Kommission vom Oktober 2020 unterbreitete der ESRB Vorschläge zur Erweiterung der makroprudenziellen Ebene von Solvency II.⁵⁷ Fünf Jahre nach Inkrafttreten des marktbasierten Aufsichtsregimes für Versicherer (Solvency II) im Jahr 2016 wird dieses nun von der Europäischen Kommission überprüft. Vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds und der Covid-19-Krise untersucht die Kommission die Angemessenheit der Solvabilitätsanforderungen für Versicherer sowie deren Rolle in der Kapitalmarktunion und deren Einfluss auf die Finanzstabilität. So werden insbesondere die

⁵⁵ Siehe [ESRB response to the European Commission consultation on the review of AIFMD](#), Januar 2021.

⁵⁶ Siehe [Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 7. Dezember 2017 zu Liquiditäts- und Hebelfinanzierungsrisiken von Investmentfonds](#) (ESRB/2017/6), ABI. C 151 vom 30.4.2018, S. 1.

⁵⁷ Siehe ESRB, [Solvency II Review](#), Antwortschreiben im Rahmen einer Konsultation der Europäischen Kommission, Oktober 2020.



Maßnahmen zur Sicherung langfristiger Garantien und die Einbeziehung des Zinsänderungsrisikos in die Standardformel von Solvency II geprüft, da die risikofreien Zinssätze 2019 in den negativen Bereich fielen. In seiner Antwort auf das Konsultationsersuchen der Europäischen Kommission schlug der ESRB vor, a) makroprudenzielle Überlegungen in Solvency II abzubilden, b) ein harmonisiertes Sanierungs- und Abwicklungsregime zu implementieren und c) weiterhin sicherzustellen, dass die Risiken angemessen erfasst werden, zum Beispiel mittels einer stärker marktbasierter risikofreier Zinsstrukturkurve zur Diskontierung von Verbindlichkeiten der Versicherer.

Der ESRB identifizierte drei Arten von Instrumenten, mit denen makroprudenzielle Überlegungen besser in den Solvency-II-Regelungen verankert werden sollen. Dabei handelt es sich um Solvabilitätsinstrumente, die ein prozyklisches Anlageverhalten von Versicherern verhindern bzw. begrenzen sollen, Liquiditätsinstrumente, die auf Risiken bestimmter Geschäftsaktivitäten abzielen, und Instrumente, die den Risiken aus der Kreditvergabe an die Wirtschaft entgegenwirken sollen. In der Antwort des ESRB auf das Konsultationsersuchen schlugen sich auch Erkenntnisse aus der Covid-19-Pandemie nieder. Dies betrifft beispielsweise die systemische Bedeutung bestimmter Versicherungsaktivitäten, wie Kreditversicherungen für die Realwirtschaft. Die Einführung eines makroprudenziellen Instrumentariums würde dazu beitragen, die Bereitstellung dieser essentiellen Versicherungsleistungen zu gewährleisten. Darüber hinaus schlug der ESRB im Einklang mit seinen Empfehlungen⁵⁸ vor, den Aufsichtsbehörden die Befugnis einzuräumen, Dividendenausschüttungen in Ausnahmesituationen zu beschränken.

3.3 Stresstests

Der ESRB beteiligte sich im Berichtszeitraum an verschiedenen Stresstests europäischer Aufsichtsbehörden (ESAs), indem er die adversen Szenarios für die Tests beisteuerte. Die ESAs und der ESRB sind gemeinsam für die Durchführung von Stresstests zuständig. Dies erfolgt in der Regel in Form einer engen Zusammenarbeit bei der Konzipierung der Szenarios, in denen das aktuelle Risikoumfeld zu berücksichtigen und jeder Sektor anhand seiner zentralen Schwachstellen angemessen zu bewerten ist.⁵⁹

3.3.1 Leitlinien der ESMA für Stresstests von Geldmarktfonds

Die ESMA ist verpflichtet, ihre Leitlinien für Stresstests von Geldmarktfonds jährlich zu überprüfen und zu aktualisieren. Nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie führten die ESMA und der ESRB eine Überprüfung durch, bei der sie die Leitlinien für Stresstests von Geldmarktfonds aus dem Jahr 2019 den Veränderungen der Marktrisikofaktoren gegenüberstellten, die während der Marktturbulenzen im März 2020 tatsächlich eingetreten waren. Wenngleich die meisten Risikofaktorveränderungen im Szenario von 2019 gravierender ausfielen als bei den tatsächlichen Turbulenzen im März, entwickelte die Task Force on Spillover Effects (TFSE) des

⁵⁸ Siehe [Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 27. Mai 2020 zur Beschränkung der Ausschüttungen während der COVID-19-Pandemie \(ESRB/2020/7\)](#) und [Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 15. Dezember 2020 zur Änderung der Empfehlung ESRB/2020/7 zur Beschränkung der Ausschüttungen während der COVID-19-Pandemie \(ESRB/2020/15\)](#), ABl. C 27 vom 25.1.2021, S. 1.

⁵⁹ Der ESRB veröffentlicht alle Szenarios für regulatorische Stresstests der europäischen Aufsichtsbehörden auf einer eigens dafür eingerichteten [Website](#).



ESRB das Szenario der Leitlinien für die Geldmarktfonds-Stresstests 2020 weiter. Damit sollte sichergestellt werden, dass alle Risikofaktoren mindestens einem Stresslevel ausgesetzt werden, wie er in jüngster Zeit zu beobachten war. Der Verwaltungsrat des ESRB stimmte dem adversen Szenario bei seiner Sitzung am 24. September 2020 zu. Am 15. Dezember 2020 veröffentlichte die ESMA die aktualisierten Leitlinien für Stresstests von Geldmarktfonds.⁶⁰

3.3.2 EU-weiter EBA-Stresstest im Bankensektor 2021

Die Europäische Bankenaufsichtsbehörde führt normalerweise alle zwei Jahre EU-weite Stresstests im Bankensektor durch. Aufgrund des Ausbruchs der Covid-19-Pandemie beschloss der Rat der Aufseher der EBA, den für 2020 vorgesehenen Stresstest auf das Jahr 2021 zu verschieben, um den Banken die Möglichkeit einzuräumen, sich vorrangig um die Aufrechterhaltung ihres Geschäftsbetriebs zu kümmern.⁶¹ Der ESRB entwickelte ein verlängertes Covid-19-Szenario bei gleichzeitiger Annahme eines länger andauernden Niedrigzinsumfelds. Das Szenario prüft, inwieweit der Bankensektor wesentlichen Risiken standhalten kann, die sich zum einen aus den potenziellen Folgen der Pandemie ergeben und zum anderen die Finanzstabilität betreffen. Der Verwaltungsrat genehmigte das Szenario auf seiner planmäßigen Sitzung am 15. Dezember 2020, und am 29. Januar 2021 begann die EBA mit der Durchführung des Stresstests.

3.3.3 Stresstest der EIOPA im Versicherungssektor

Die EIOPA brachte im Mai 2021 einen Stresstest im Versicherungssektor der EU auf den Weg, um dessen Widerstandsfähigkeit gegenüber negativen wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen zu bewerten. Hierfür hat der ESRB der EIOPA das adverse Szenario bereitgestellt, das die Berechnungsgrundlage für den Test darstellt. Das Szenario wurde so angepasst, dass es die Hauptrisiken von Versicherungsunternehmen angemessen abbildet. Gleichzeitig wurde es in enger Anlehnung an das verlängerte Covid-19-Szenario in einem länger andauernden Niedrigzinsumfeld konzipiert, das die EBA in ihrem Stresstest für 2021 zugrunde legt. Der Verwaltungsrat des ESRB genehmigte das Szenario bei seiner planmäßigen Sitzung am 25. März 2021.

⁶⁰ Siehe ESMA, [ESMA updates guidelines on stress tests for money market funds](#), Dezember 2020.

⁶¹ Siehe [EBA statement on actions to mitigate the impact of COVID-19 on the EU banking sector](#), März 2020.



Kasten 6

ASC Insight zur Reform der Bankenstresstests in der EU: Überlegungen zum Diskussionspapier der EBA

Im Juli 2020 veröffentlichte der ESRB einen von Javier Suarez und Willem Buiter verfassten Themenbeitrag aus der Reihe „ASC Insight“ mit dem Titel „Reforming bank stress testing in the EU: reflections in light of the EBA’s discussion paper on the issue“. Das Papier erschien als Reaktion auf das Anfang 2020 veröffentlichte Diskussionspapier der EBA zu möglichen Änderungen am Rahmenwerk für Bankenstresstests in der EU. Im ASC Insight gehen die Autoren von der Prämisse aus, dass die sektorweiten Bankenstresstests zu den bedeutendsten aufsichtlichen Innovationen der vergangenen Jahre zählen. Die bankenaufsichtlichen Stresstests sind ein Instrument zur regelmäßigen Überwachung des Finanzsystems. Sie spielten sowohl im Zuge der globalen Finanzkrise als auch der europäischen Staatsschuldenkrise eine entscheidende Rolle. Die Autoren dieses ASC Insight hegen ernsthafte Bedenken hinsichtlich der beiden zentralen Vorschläge des EBA-Diskussionspapiers.

Sie räumen zwar ein, dass der Rahmen für die EU-weiten Stresstests reformbedürftig ist, bezweifeln jedoch, dass die Vorschläge der EBA diesbezüglich eine Verbesserung darstellen würden. Erstens äußern sie Vorbehalte gegen die vorgeschlagene Neueinordnung der Stresstests als vorrangig mikroprudenzielles Instrument. Zweitens sind sie der Auffassung, dass die vorgesehene Aufgliederung der Stresstests in zwei Teststränge – einen aufsichtlichen und einen bankseitigen – die Zuverlässigkeit und Vergleichbarkeit der Informationen schmälern würde, die den beteiligten Akteuren im Rahmen der Stresstests zur Verfügung gestellt werden. Im Nachwort des Themenbeitrags wird ein Vorschlag für einen Stresstestrahmen präsentiert, der sowohl mikro- als auch makroprudenziellen Zielsetzungen gerecht wird.

3.4 Querschnittsthemen

3.4.1 Die European Systemic Cyber Group

Cyber-Sicherheitsvorfälle stellen ein systemisches Risiko für das Finanzsystem dar, denn sie können zu einer Störung von kritischen Finanzdienstleistungen und -prozessen führen, sodass zentrale wirtschaftliche Funktionen nicht mehr reibungslos erfüllt werden. Die schlimmsten Folgen von Cybervorfällen können (erwartete) finanzielle Einbußen sowie Reputationsschäden für das Finanzsystem sein. Der anfängliche Schock kann sich über operationelle oder nicht operationelle Übertragungswege im Finanzsystem ausbreiten oder sich durch einen Vertrauensverlust im Finanzsystem verschärfen. In den späteren Phasen einer Cyberkrise ergibt sich zwar ein ähnliches Bild wie in einer klassischen Finanzkrise, doch diese Störung der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems erfordert eine neue Ebene des Krisenmanagements. Hierzu zählt auch die Aktivierung systemischer Risikominderungsmechanismen.



Systemische Risikominderungsmechanismen verhindern, dass sich ein Cyber-Sicherheitsvorfall zu einer systemischen Cyberkrise entwickelt und die Finanzstabilität bedroht. Sie tragen also dazu bei, die Folgen eines Cybervorfalls für das Finanzsystem unter Kontrolle zu halten. In diesem Zusammenhang erfüllen die Aufsichts- und Überwachungsbehörden bereits ihr Mandat, indem sie den regulatorischen Rahmen, mit dem die operationelle Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems gestärkt werden soll, fortlaufend weiterentwickeln und somit aktiv dazu beitragen, die Cyberrisiken der einzelnen Institute einzudämmen. Die präventiven Instrumente erhöhen insgesamt die operationelle Widerstandsfähigkeit und verringern die Wahrscheinlichkeit schwerer Cyberschocks für das Finanzsystem. Auf diese Weise wirken sie schon für sich genommen als Risikominderungsmechanismus.

Die vorhandenen makroprudenziellen Werkzeuge dämmen Cyberrisiken möglicherweise nur begrenzt ein, denn bei der Ausarbeitung dieser Instrumente war die Bekämpfung der Auswirkungen von Cyber-Sicherheitsvorfällen nicht explizit vorgesehen. Diese Werkzeuge dienen überwiegend dazu, die Verlusttragfähigkeit des Finanzsystems zu erhöhen und das Vertrauen in selbiges zu erhalten. Damit ermöglichen sie eine Absicherung gegen Ansteckungseffekte, die das Finanzsystem und dessen Reputation betreffen, und verhindern so, dass sich ein Cybervorfall verschärfen kann. Bei der Ausgestaltung und Kalibrierung der Werkzeuge wurden allerdings funktionierende operationelle Systeme vorausgesetzt – eine Annahme, die während einer systemischen Cyberkrise möglicherweise nicht mehr zutrifft. Ein Cybervorfall kann dazu führen, dass der Einsatz makroprudenzieller Instrumente (operationell) unwirksam wird. Daher werden voraussichtlich weitere systemische Risikominderungsmechanismen benötigt, um operationellen Anfälligkeiten und Ansteckungseffekten entgegenzuwirken.

Systemische Cyberkrisen lassen sich nur dann wirksam bewältigen, z. B. durch die Aktivierung von Risikominderungsmechanismen, wenn die Finanzaufsichtsbehörden die unterschiedlichen Einzelaspekte der Krise gemeinsam und koordiniert angehen. Ein derartig konzertiertes Handeln erfordert eine enge Abstimmung und offene Kommunikation zwischen den beteiligten Behörden. Diese sollten auch im notwendigen Maße für Gefahrensituationen sensibilisiert sein. Im Sinne einer kurzen Reaktionszeit ist es wichtig, die Auswirkungen eines Cyber-Sicherheitsvorfalls auf die Finanzstabilität schnell zu erfassen. Neben den nicht operationellen Aspekten sollte bei der Gesamteinschätzung der Risiken auch das Ausmaß von operationellen Störungen berücksichtigt werden. Hierfür müssen technische Experten, die mikro- und makroprudenzielle Aufsicht sowie Überwachungsbehörden mit eingebunden werden.

Kernelement der Koordinierung des Krisenmanagements ist eine wirksame Kommunikation. Fehlt diese, besteht die Gefahr, dass die Behörden durch einseitiges Handeln die Maßnahmen anderer ESRB-Mitgliedstaaten konterkarieren bzw. gefährden, wodurch Unsicherheit und Verwirrung entstehen. Derartige Koordinierungsfehler verstärken möglicherweise die von einem Cyber-Sicherheitsvorfall ausgehende Bedrohung für das Finanzsystem. In einem solchen Szenario könnte das gesamte System von Misstrauen erfasst werden. Die Folge wäre, dass das Vertrauen in das Finanzsystem schwindet. Laut einem Bericht⁶² der European Systemic Cyber Group (ESCG) hat ein Cybervorfall seinen sogenannten Umschlagpunkt (Tipping Point) erreicht, sobald sich der auf das Finanzsystem einwirkende Schock leicht ausbreiten und zu einem systemischen Ereignis werden kann.

⁶² Siehe ESRB, [Systemic cyber risk](#), Februar 2020.



Im Berichtsjahr arbeitete die ESCG im Auftrag des ESRB weiter daran, die Finanzaufsichtsbehörden besser auf ein systemisches Cyberereignis vorzubereiten, damit sie in der Lage sind, die Folgen von Cyber-Sicherheitsvorfällen für das Finanzsystem zu kontrollieren und so die Finanzstabilität zu wahren. Darüber hinaus untersuchte die ESCG die Eignung der vorhandenen makroprudenziellen Instrumente und ermittelte, inwieweit das Instrumentarium ergänzt werden muss, um systemische Cyberrisiken bewältigen zu können.

3.4.2 Überwachung von Klimarisiken

Für die Überwachung von Klimarisiken wurde ein Projektteam aus Mitgliedern der Analysis Working Group (AWG) des ESRB und der Macroprudential Analysis Group (MPAG) der EZB zusammengestellt. Dieses erhielt die Aufgabe, quantifizierbare Risikokennzahlen für die Überwachung von Klimarisiken, die die Finanzstabilität gefährden können, zu entwickeln und eine erste Szenarioanalyse zur Ermittlung von klimabezogenem Stress zu entwerfen. Im Juni 2020 veröffentlichte das Projektteam einen Bericht mit folgenden wichtigen

Schlussfolgerungen:⁶³ 1) Schocks aufgrund von Klimarisiken sind offenbar unausweichlich; 2) Klimarisiken scheinen sich derzeit noch nicht vollständig in den Vermögenspreisen widerzuspiegeln; 3) im Durchschnitt halten Banken im Euroraum wohl nur in begrenztem Umfang Risikopositionen gegenüber Unternehmen mit hohen CO₂-Emissionen, wobei einige Banken vereinzelt über hohe Risikopositionen verfügen, und Übergangrisiken scheinen allmählich reduziert zu werden; 4) eine explorative Szenarioanalyse ergab, dass die Kosten des Übergangs zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft – sowohl in Bezug auf die Wirtschaftsleistung als auch das Kapital der Banken – vorübergehender Natur sind und zudem von den Kreditinstituten und Versicherungsunternehmen bewältigt werden können.

Im Jahr 2021 wurde die Arbeit unterhalb des ATC und des Ausschusses für Finanzstabilität des ESZB fortgesetzt. Die jüngsten Tätigkeiten zielen darauf ab, wichtige Lücken im empirischen Verständnis der Auswirkungen klimabezogener Risikofaktoren auf die Finanzstabilität auf zweierlei Art zu schließen. Erstens soll auf Grundlage der Ergebnisse des im vergangenen Jahr veröffentlichten Berichts ein umfassenderer Überblick über die Wirkung klimabezogener Faktoren auf Finanzstabilitätsrisiken in der EU gewonnen werden, und zwar insbesondere durch das Einbeziehen neuer Erkenntnisse zu physischen Risiken und tieferer Einblicke in die finanziellen Folgen von Übergangrisiken. Zweitens greift der aktuelle Bericht auf die immer häufiger anzutreffenden Modellierungsinitiativen im öffentlichen Sektor der EU zurück, um die jüngsten Fortschritte auf dem Gebiet der Szenarioanalysen für Banken, Versicherungsunternehmen und Investmentfonds des Euroraums darzustellen.

⁶³ Siehe ESRB, **Positively green: Measuring climate change risks to financial stability**, Juni 2020.



4 Institutioneller Rahmen: Umsetzung und Rechenschaftslegung

4.1 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlungen des ESRB

Die Empfehlungen des ESRB sind zwar nicht rechtsverbindlich, unterliegen jedoch gemäß Artikel 17 der ESRB-Verordnung dem Mechanismus des „Handelns oder Rechtfertigens“ („comply or explain“).⁶⁴ Demnach sind die Adressaten von Empfehlungen – z. B. die Europäische Union, einzelne Mitgliedstaaten, die europäischen und die nationalen Aufsichtsbehörden sowie die Europäische Kommission – verpflichtet, dem Europäischen Parlament, dem Rat der EU, der Europäischen Kommission und dem ESRB entweder Bericht über die von ihnen ergriffenen Umsetzungsmaßnahmen zu erstatten oder die Nichtumsetzung 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 im Berichtszeitraum durchgeführten Umsetzungsbeurteilungen näher betrachtet.

4.1.1 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

Empfehlung ESRB/2015/2⁶⁵ soll sicherstellen, dass innerhalb der EU grenzüberschreitend koordinierte makroprudenzielle Maßnahmen ergriffen werden und Finanzdienstleister die nationalen makroprudenziellen Maßnahmen nicht umgehen. Im Mittelpunkt steht dabei vor allem die Bewertung der grenzüberschreitenden Auswirkungen von makroprudenziellen Maßnahmen der jeweils zuständigen Behörden, noch bevor diese um gegenseitige Anerkennung der entsprechenden Maßnahmen ersuchen. Des Weiteren sind in der Empfehlung die Verfahren niedergelegt, die bei der Einreichung eines Antrags auf gegenseitige Anerkennung und bei der Anzeige der gegenseitigen Anerkennung von makroprudenziellen Maßnahmen durch andere zuständige Behörden zu befolgen sind. Die Empfehlung enthält zudem eine fortlaufend aktualisierte Liste makroprudenzieller Maßnahmen, die von anderen Behörden erlassen und vom ESRB zur gegenseitigen Anerkennung empfohlen werden. Die erste Umsetzungsbeurteilung zu dieser

⁶⁴ 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)

⁶⁵ 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, ABl. C 97 vom 12.3.2016, S. 9.



Empfehlung wurde im ersten Quartal 2018 aufgenommen und beruhte auf den Angaben der Adressaten, die bis zum 30. Juni 2017 eingegangen waren. Die Bewertung dauert noch an und wird voraussichtlich im Verlauf des Jahres 2021 abgeschlossen.

4.1.2 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlung ESRB/2017/6 zu Liquiditäts- und Hebelfinanzierungsrisiken von Investmentfonds sowie von Empfehlung ESRB/2020/4 zu Liquiditätsrisiken bei Investmentfonds

Empfehlung ESRB/2017/6⁶⁶ enthält fünf Empfehlungen (A bis E): Empfehlung A betrifft die Risiken, die entstehen können, wenn Fondsmanager nicht über adäquate Instrumente zur Liquiditätssteuerung 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. Empfehlung E schließlich soll die Grundlage schaffen für die Umsetzung von Artikel 25 der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD), der ein makroprudenzielles Instrument zur Begrenzung des Hebeleinsatzes bei AIFs zur Verfügung stellt.

Die ESMA veröffentlichte im September 2019 die in Empfehlung C genannte Orientierungshilfe in ihrem Bericht „Final Report – Guidelines on liquidity stress testing in UCITS and AIFs“.⁶⁷ Mit Blick auf Empfehlung E veröffentlichte sie im Dezember 2020 ihre Orientierungshilfe zu Artikel 25 der Richtlinie 2011/61/EU.⁶⁸

Empfehlung ESRB/2020/4⁶⁹ enthält eine Empfehlung (Empfehlung A): Ziel dieser Empfehlung ist es, Investmentfonds besser darauf vorzubereiten, auf mögliche künftige negative Schocks reagieren zu können, die zu einer Verschlechterung der Finanzmarktliquidität führen und somit negative Auswirkungen auf die Finanzstabilitätsbedingungen in der Union haben könnten. Der ESRB hat dabei zwei Segmente als Schwerpunktbereiche mit besonders hoher Priorität identifiziert, auf die aus Sicht der Finanzstabilität ein besonderes Augenmerk gerichtet werden sollte. In das erste Segment fallen Investmentfonds mit signifikanten Anlagen in Unternehmensanleihen, das zweite umfasst Investmentfonds mit signifikanten Anlagen in Immobilien.

Nach der Veröffentlichung der ESRB-Empfehlung richtete die ESMA einen Workstream mit den NCAs ein. Dabei ging es darum, eine Stichprobe von Fonds auszuwählen, eine gemeinsame Methodik zu beschließen, einen Fragebogen zu erarbeiten, den die NCAs an die Anlageverwaltungsgesellschaften versenden, und ein Bewertungsschema zu erstellen, das die NCAs zur Meldung ihrer Bewertungen an die ESMA nutzen sollen. Die NCAs lieferten die bei den Anlageverwaltungsgesellschaften erhobenen Daten bis zum 2. September 2020 an die

⁶⁶ 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.

⁶⁷ Siehe ESMA, **Final Report – Guidelines on liquidity stress testing in UCITS and AIFs**, ESMA34-39-882, September 2019.

⁶⁸ Siehe ESMA, **Final Report – Guidelines on Article 25 of Directive 2011/61/EU**, ESMA34-32-552, Dezember 2020.

⁶⁹ Siehe **Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 6. Mai 2020 zu Liquiditätsrisiken bei Investmentfonds** (ESRB/2020/4), ABl. C 201 vom 15.6.2021, S. 1.



ESMA und legten ihre eigenen Bewertungsberichte bis zum 15. September vor. Am 12. November 2020 veröffentlichte die EMSA einen Bericht über ihre Analyse und ihre Schlussfolgerungen zum Vorbereitungsstand der untersuchten Investmentfonds. Darin wurden fünf Schwerpunktbereiche ermittelt, in denen eine bessere Vorbereitung der Investmentfonds mit signifikanten Anlagen in Unternehmensanleihen oder Immobilien angebracht wäre, um für mögliche künftige negative Schocks gewappnet zu sein.⁷⁰

Die gemeinsame Umsetzungsbeurteilung zu den beiden Empfehlungen begann im letzten Quartal 2020 und beruhte auf den Angaben der Adressaten, die bis zum 30. Juni 2019 bzw. 31. Dezember 2020 eingegangen waren. Die Bewertung dauert noch an und wird voraussichtlich im Verlauf des Jahres 2021 abgeschlossen.

4.1.3 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlung ESRB/2016/14 zur Schließung von Lücken bei Immobiliendaten

Ziel der Empfehlung ESRB/2016/14⁷¹ in der durch Empfehlung ESRB/2019/3⁷² geänderten Fassung ist die Umsetzung eines Rahmens für die Überwachung von für die Finanzstabilität bedeutsamen Entwicklungen im Immobiliensektor durch die nationalen makroprudenziellen Behörden, der auf den allgemein akzeptierten Zieldefinitionen und Indikatoren basiert. Die Empfehlung setzt sich aus sechs Einzelempfehlungen (A bis F) zusammen. Dabei richten sich die Empfehlungen A, B, C und D an die nationalen makroprudenziellen Behörden, Empfehlung E an die europäischen Aufsichtsbehörden und Empfehlung F an die Europäische Kommission (Eurostat).

Die makroprudenziellen Behörden übermittelten dem ESRB ihre bis zum 31. Dezember 2019 fälligen Zwischenberichte zu den Empfehlungen A bis D. Am 19. Februar 2021 billigte der Verwaltungsrat die erweiterten Ausführungen zur Beurteilung der Umsetzung der Einzelempfehlungen A und D.

Die Umsetzungsbeurteilung zu den Einzelempfehlungen A und B wurde im Januar 2021 aufgenommen und beruhte auf dem von den nationalen makroprudenziellen Behörden mit Stichtag vom 31. Dezember 2020 eingereichten Abschlussbericht. Die Bewertung dauert noch an und wird voraussichtlich im Verlauf des Jahres 2021 abgeschlossen.

⁷⁰ Siehe ESMA, **Report – Recommendation of the European Systemic Risk Board (ESRB) on liquidity risk in investment funds**, ESMA34-39-1119, November 2020.

⁷¹ 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.

⁷² Siehe **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.



4.1.4 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlung ESRB/2015/1 zur Anerkennung und Festlegung der Quoten für den antizyklischen Kapitalpuffer für Risikopositionen gegenüber Drittländern

Empfehlung ESRB/2015/1⁷³ dient der Förderung eines kohärenten Ansatzes in der gesamten Union bei der Anerkennung und Festlegung der Quoten für den antizyklischen Kapitalpuffer für Risikopositionen gegenüber Drittländern. Dies soll den Bankensektor in den EU-Mitgliedstaaten besser gegen die Risiken wappnen, die sich aus einem übermäßig starken Wachstum der Kredite an den privaten nichtfinanziellen Sektor in Drittländern ergeben, und darüber hinaus zur Gewährleistung gleicher Wettbewerbsbedingungen in der EU sowie zur Verhinderung von Regulierungsarbitrage beitragen. Mit der Empfehlung soll sichergestellt werden, dass die benannten Behörden die von Drittlandsbehörden festgelegten Quoten für den antizyklischen Kapitalpuffer anerkennen und ihrerseits für Risikopositionen gegenüber Drittländern derartige Quoten bestimmen. Dabei sollten auch Risiken in den Blick genommen werden, die in Drittländern abklingen oder neu eintreten könnten.

Der Umsetzungsbericht zu den Einzelempfehlungen B(1), B(2) und D wurde im Oktober 2017 fertiggestellt. Die Frist für die Umsetzung von Empfehlung A, Einzelempfehlungen B(1) und B(3) sowie von Empfehlung C endete am 31. Dezember 2020. Die Beurteilung der Umsetzung dauert noch an und wird voraussichtlich 2021 abgeschlossen.

4.1.5 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlung ESRB/2020/6

Am 25. Mai 2020 erließ der ESRB eine Empfehlung zu Liquiditätsrisiken aufgrund von Einschusszahlungen (ESRB/2020/06)⁷⁴. Die Empfehlungen A und D sollen sicherstellen, dass plötzliche und erhebliche (also prozyklische) Änderungen und Klippeneffekte in Bezug auf Ersteinschusszahlungen und Sicherheiten begrenzt werden. Empfehlung B soll gewährleisten, dass CCPs jegliche Vorkommnisse, die ein Liquiditätsdefizit zur Folge haben könnten, umfassend in ihren Liquiditätsstresstests einbinden, und einen Anreiz geben, ihre Systeme im Hinblick auf Rückgriffe auf Liquiditätsgeber zu verbessern. Empfehlung C soll dafür sorgen, dass die CCPs unter Aufrechterhaltung ihrer finanziellen Solidität die Asymmetrie bei der Zahlung von Intertagesnachsüssen minimieren – und dass sie ihre Einschussregelungen und -pläne dahingehend gestalten, dass diese prognostizierbar sind und übermäßige Liquiditätsengpässe bei Clearingmitgliedern, die zu Zahlungsausfällen führen könnten, vermieden werden.

Zum 30. November 2020 waren Fortschrittsberichte der Adressaten der Empfehlungen A, B(2), B(3), B(4) und C fällig. Die Berichte werden gegenwärtig von einem speziellen Beurteilungsteam geprüft. Die Beurteilung soll 2021 abgeschlossen werden.

⁷³ Siehe **Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 11. Dezember 2015 zur Anerkennung und Festlegung der Quoten für den antizyklischen Kapitalpuffer für Risikopositionen gegenüber Drittländern** (ESRB/2015/1), ABl. C 97 vom 12.3.2016, S. 1.

⁷⁴ Siehe **Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 25. Mai 2020 zu Liquiditätsrisiken aufgrund von Einschusszahlungen** (ESRB/2020/06), ABl. C 238 vom 20.7.2020, S. 1.



4.1.6 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlung ESRB/2020/7 und Empfehlung ESRB/2020/15

Am 27. Mai 2020 erließ der ESRB die Empfehlung ESRB/2020/7 zur Beschränkung der Ausschüttungen während der COVID-19-Pandemie. Darin wird den zuständigen Behörden empfohlen, die ihrer Aufsicht unterliegenden Finanzinstitute mindestens bis zum 1. Januar 2021 aufzufordern, von Maßnahmen abzusehen, die zu einer Verringerung der Quantität oder Qualität der Eigenmittel auf Ebene der EU-Gruppe (oder auf Einzelinstitutsebene, wenn das Finanzinstitut nicht Teil einer EU-Gruppe ist) und gegebenenfalls auf teilkonsolidierter oder Einzelinstitutsebene führen.⁷⁵ Dazu zählen Dividendenausschüttungen oder unwiderrufliche Verpflichtungen zur Dividendenausschüttung, der Rückkauf von Stammaktien sowie das Eingehen von Verpflichtungen zur Zahlung einer variablen Vergütung an Träger eines erheblichen Risikos. Die Empfehlung betrifft Banken, bestimmte Wertpapierfirmen, Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen sowie zentrale Gegenparteien.

Die Umsetzung der Empfehlung wurde von einem speziellen Beurteilungsteam geprüft, das seine Arbeit im September 2020 aufnahm. Grundlage der Beurteilung der ersten Phase waren die bis zum 31. Juli 2020 von den Adressaten gemeldeten Informationen. Die Beurteilung wurde im zweiten Quartal 2021 abgeschlossen. Die Ergebnisse der ersten Phase der Umsetzungsbeurteilung von Empfehlung ESRB/2020/7 werden zusammen mit den Ergebnissen der zweiten Phase im Laufe des Jahres 2022 bekannt gegeben.

Im Dezember 2020 wurde die Empfehlung ESRB/2020/7 durch Empfehlung ESRB/2020/15 geändert. Die Änderungen betrafen auch die Geltungsdauer der Ausschüttungsbegrenzungen.⁷⁶ Die Umsetzung dieser geänderten Empfehlung wird im vierten Quartal 2021 anhand der Informationen beurteilt, die von den Adressaten bis zum 15. Oktober 2021 vorgelegt werden.

4.1.7 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlung ESRB/2020/8

Am 27. Mai 2020 verabschiedete der ESRB die Empfehlung ESRB/2020/8 zur Überwachung der Auswirkungen von als Reaktion auf die COVID-19-Pandemie aufgelegten Schuldenmoratorien und öffentlichen Garantieprogrammen sowie weiteren ergriffenen finanzpolitischen Maßnahmen zum Schutz der Realwirtschaft auf die Finanzstabilität.⁷⁷ In Empfehlung A wird den nationalen makroprudenziellen Behörden empfohlen, die Auswirkungen der pandemiebezogenen Maßnahmen auf die Finanzstabilität zu überwachen und zu bewerten, die ihre Mitgliedstaaten zum Schutz der Realwirtschaft ergreifen, wie etwa Schuldenmoratorien, öffentliche Garantieprogramme sowie weitere finanzpolitische Maßnahmen. Empfehlung B schafft einen Rahmen für regelmäßige Berichterstattungen der nationalen makroprudenziellen Behörden an den ESRB in Bezug auf die Informationen, die dieser benötigt, um die Auswirkungen der in

⁷⁵ Siehe **Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 27. Mai 2020 zur Beschränkung der Ausschüttungen während der COVID-19-Pandemie** (ESRB/2020/7), ABl. C 212, 26.6.2020, S. 1.

⁷⁶ Siehe **Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 15. Dezember 2020 zur Änderung der Empfehlung ESRB/2020/7 zur Beschränkung der Ausschüttungen während der COVID-19-Pandemie** (ESRB/2020/15), ABl. C 27 vom 25.1.2021, S.1.

⁷⁷ Siehe **Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 27. Mai 2020 zur Überwachung der Auswirkungen von als Reaktion auf die COVID-19-Pandemie aufgelegten Schuldenmoratorien und öffentlichen Garantieprogrammen sowie ergriffenen weiteren finanzpolitischen Maßnahmen zum Schutz der Realwirtschaft auf die Finanzstabilität** (ESRB/2020/8), ABl. C 249 vom 29.7.2020, S.1.



Empfehlung A genannten nationalen Maßnahmen auf die Finanzstabilität in der Union zu überwachen und zu bewerten.

Im Dezember 2020 veröffentlichte der ESRB einen Umsetzungsbericht zu Empfehlung A. In der Gesamtschau ergab sich ein hoher Umsetzungsgrad seitens der Adressaten.⁷⁸ Zum 31. Dezember 2020 waren Zwischenberichte zu Empfehlung B fällig. Diese werden gegenwärtig von einem speziellen Beurteilungsteam geprüft. Die Beurteilung soll im Jahresverlauf 2021 abgeschlossen werden.

4.1.8 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlung ESRB/2019/18

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.⁷⁹ Angesichts der zunehmenden Bedeutung von grenzüberschreitend bereitgestellten Finanzdienstleistungen über Zweigstellen innerhalb der Europäischen Union zielt die Empfehlung darauf ab, den Austausch und die Erhebung von Informationen über Zweigstellen für makroprudenzielle und der Finanzstabilität dienende Zwecke zu verbessern. In Empfehlung A wird den zuständigen Behörden nahegelegt, Informationen auszutauschen, die sie für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben in Bezug auf den Erlass bzw. die Umsetzung makroprudenzieller Maßnahmen oder andere Aufgaben im Bereich der Finanzstabilität als erforderlich erachten. Zudem wird ihnen empfohlen, untereinander Memoranda of Understanding oder andere freiwillige Vereinbarungen zur Kooperation und zum Informationsaustausch abzuschließen.

Zum 31. Dezember 2020 waren Zwischenberichte der Adressaten zu Empfehlung A fällig. Diese werden gegenwärtig von einem speziellen Beurteilungsteam geprüft. Die Beurteilung soll im dritten Quartal 2021 abgeschlossen werden.

4.1.9 Beurteilung der Umsetzung der Empfehlungen ESRB/2019/4, ESRB/2019/5, ESRB/2019/6, ESRB/2019/7, ESRB/2019/8 und ESRB/2019/9

Am 27. Juni 2019 erließ der ESRB im Anschluss an eine systematische, zukunftsgerichtete EWR-weite Bewertung des Wohnimmobiliensektors sechs länderspezifische Empfehlungen zu mittelfristigen Anfälligkeiten in diesem Bereich. Die Empfehlungen ergingen an die

⁷⁸ So hatten 27 Adressaten die Empfehlung bereits vollständig umgesetzt, während bei den übrigen vier Adressaten eine weitgehende Umsetzung konstatiert wurde.

⁷⁹ 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), ABI. C 412 vom 9.12.2019, S. 1.



zuständigen Minister Belgiens⁸⁰, Dänemarks⁸¹, Finnlands⁸², Luxemburgs⁸³, der Niederlande⁸⁴ und Schwedens⁸⁵. Da sich die in Bezug auf die Wohnimmobilienmärkte festgestellten Anfälligkeiten, von denen ein systemisches Risiko ausgehen könnte, von Land zu Land unterscheiden, enthalten die einzelnen Empfehlungen unterschiedliche Maßnahmen. Dementsprechend gelten auch unterschiedliche Fristen für die Umsetzung.

Die erste Frist, bis zu der die jeweiligen Adressaten Fortschrittsberichte zum Stand der Umsetzung einzureichen hatten, endete am 31. Oktober 2020. Auf Basis dieser Fortschrittsberichte erfolgte eine Umsetzungsbeurteilung, die im zweiten Quartal 2021 abgeschlossen wurde.

4.2 Berichterstattung an das Europäische Parlament und sonstige institutionelle Aspekte

4.2.1 Anhörung des Vorsitzenden des ESRB vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments

Im Einklang mit den Rechenschafts- und Berichtspflichten⁸⁶ tritt die 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. Aufgrund der Corona-Pandemie fanden beide Anhörungen des Jahres 2020 als Videokonferenz statt.

Das Eingangsstatement der Vorsitzenden des ESRB wird ebenfalls auf der ESRB-Website veröffentlicht. Es vermittelt den Abgeordneten des Europäischen Parlaments einen Überblick über die Einschätzung des ESRB zu aktuellen Systemrisiken sowie zu den empfohlenen makroprudenziellen Handlungsoptionen. Nachfolgend sind die zentralen Punkte der beiden letzten Anhörungen zusammengefasst.

Bei der **Anhörung vor dem ECON am 8. Juni 2020** legte die ESRB-Vorsitzende dar, wie der ESRB auf die Herausforderungen der Coronakrise reagierte. Sie erläuterte die vom ESRB vorgenommene Beurteilung der wichtigsten durch die Pandemie offenbarten Anfälligkeiten sowie die fünf Schwerpunktbereiche, in denen nach Auffassung des ESRB Handlungsbedarf besteht. Sie informierte die Mitglieder des Europäischen Parlaments aus erster Hand über die vom ESRB in den Schwerpunktbereichen ergriffenen Maßnahmen sowie die ihnen zugrunde liegenden Überlegungen. Im Hinblick auf die mittelfristigen Prioritäten des ESRB gab die Vorsitzende die

⁸⁰ Siehe **Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 27. Juni 2019 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors Belgiens** (ESRB/2019/4), ABl. C 366 vom 30.10.2019, S. 1.

⁸¹ Siehe **Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 27. Juni 2019 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors Dänemarks** (ESRB/2019/5), ABl. C 366 vom 30.10.2019, S. 7.

⁸² Siehe **Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 27. Juni 2019 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors Finnlands** (ESRB/2019/8), ABl. C 366 vom 30.10.2019, S. 29.

⁸³ Siehe **Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 27. Juni 2019 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors in Luxemburg** (ESRB/2019/6), ABl. C 366 vom 30.10.2019, S. 14.

⁸⁴ Siehe **Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 27. Juni 2019 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors der Niederlande** (ESRB/2019/7), ABl. C 366 vom 30.10.2019, S. 22.

⁸⁵ Siehe **Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 27. Juni 2019 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors Schwedens** (ESRB/2019/9), ABl. C 366 vom 30.10.2019, S. 35.

⁸⁶ Siehe Artikel 19 der ESRB-Verordnung.



Veröffentlichung eines Berichts zu Finanzstabilitätsrisiken im Zuge des Klimawandels bekannt und erläuterte dessen wichtigste Ergebnisse.

In der **Anhörung am 19. November 2020** ging es um zwei zentrale Themen. Erstens legte die ESRB-Vorsitzende die weiteren Schritte dar, die im Nichtbankensektor im Zusammenhang mit der Reaktion auf die Corona-Pandemie initiiert wurden. Zweitens erhielten die Mitglieder des Europäischen Parlaments eine aktuelle Beurteilung der Finanzstabilitätsrisiken, wobei der Fokus insbesondere auf bankgeschäftlichen Fragestellungen und den künftigen politischen Prioritäten lag. Abschließend ging die Vorsitzende auf die Verabschiedung der ESRB-Empfehlung zur Identifizierung von Rechtsträgern ein.

Neben den öffentlichen Anhörungen führt die Vorsitzende des ESRB nach Bedarf vertrauliche Gespräche mit dem Vorsitzenden und den stellvertretenden Vorsitzenden des ECON über die Tätigkeit des ESRB.⁸⁷

4.2.2 Sonstige institutionelle Beziehungen

Am 3./4. November 2020 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. Aufgrund der coronabedingten Kontaktbeschränkungen fand die Sitzung als Videokonferenz statt. Diese Sitzung ist nach EU-Recht⁸⁸ vorgeschrieben und soll den ESRB über branchenspezifische oder bedeutsame Entwicklungen in Bezug auf diese G-SIFIs informieren. Im Mittelpunkt der Gespräche standen die unmittelbaren und die langfristigen Folgen der Corona-Pandemie für Banken und Versicherungen, die potenzielle Beeinträchtigung der Prüfungsarbeit durch die Pandemie und die Rolle der Prüfer im Kampf gegen Betrug in der Rechnungslegung.

Der Beratende Wissenschaftliche Ausschuss (ASC) verleiht alljährlich den Ieke-van-den-Burg-Preis, mit dem herausragende Forschungsarbeiten von Nachwuchswissenschaftlern gewürdigt werden, die sich mit ESRB-relevanten Themen befassen. Die jährliche Auszeichnung wurde 2014 im Gedenken an Ieke van den Burg ins Leben gerufen, die dem ASC von 2011 bis 2014 angehörte und von 1999 bis 2009 Mitglied des Europäischen Parlaments war. Im Jahr 2020 wurde der Preis an Marcus Mølbak Ingholt für sein Forschungspapier mit dem Titel „Multiple Credit Constraints and Time-Varying Macroeconomic Dynamics“ vergeben.⁸⁹

4.2.3 Institutioneller Rahmen

Der ESRB setzt sich aus dem Verwaltungsrat, dem Lenkungsausschuss, dem Beratenden Wissenschaftlichen Ausschuss (ASC), dem Beratenden Fachausschuss (ATC) und dem Sekretariat zusammen. Im Berichtsjahr wurde Prof. Dr. Claudia Buch, Vizepräsidentin der Deutschen Bundesbank, zur stellvertretenden Vorsitzenden des ATC ernannt. Des Weiteren trat Prof. Javier Suarez die Nachfolge von Prof. Richard Portes in der Funktion des Vorsitzenden des

⁸⁷ Siehe Artikel 19 Absatz 5 der ESRB-Verordnung.

⁸⁸ Artikel 12 Absatz 2 der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über spezifische Anforderungen an die Abschlussprüfung bei Unternehmen von öffentlichem Interesse und zur Aufhebung des Beschlusses 2005/909/EG der Kommission (ABl. L 158 vom 27.5.2014, S. 77).

⁸⁹ Nähere Informationen zum Ieke-van-den-Burg-Preis finden sich [hier](#).



ASC an. Prof. Stephen Cecchetti und Prof. Lorian Pelizzon wurden als stellvertretende Vorsitzende des ASC berufen. Der stellvertretende Vorsitz der Analysis Working Group (AWG) des ATC ging unterdessen von Thomas Schepens, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, auf Emmanuelle Assouan, Banque de France, über.

Im Zeitraum vom 1. April 2020 bis Ende März 2021 gab es im ESRB insgesamt 20 aktive Arbeitsgruppen. Der Verwaltungsrat, der Lenkungsausschuss, der ASC und der ATC sowie die entsprechenden Unterausschüsse hielten im Berichtsjahr 133 Sitzungen ab.

Die EZB unterstützt die Arbeit des ESRB auf vielfältige Weise. Für das Tagesgeschäft des ESRB ist das ESRB-Sekretariat zuständig. Dessen Leiter ist Francesco Mazzaferro, sein Stellvertreter ist Tuomas Peltonen. Im Einklang mit Verordnung (EU) Nr. 1096/2010 des Rates gewährleistet die EZB die Funktionsfähigkeit des ESRB-Sekretariats und bietet dem ESRB somit analytische, statistische, logistische und administrative Unterstützung. Im Jahr 2020 stellte die EZB dem ESRB Personalressourcen im Umfang von 63,37 Vollzeitäquivalenten zur Verfügung. Davon waren 32,11 VZÄ im Sekretariat angesiedelt, und 31,26 leisteten anderweitig Unterstützung. Die direkten Kosten der EZB beliefen sich dabei auf 9,9 Mio €. Hinzu kamen indirekte Kosten im Zusammenhang mit anderen Dienstleistungen (z. B. Personal, IT, allgemeine Verwaltung). Von anderen Mitgliedsinstitutionen des ESRB wurden im genannten Zeitraum rund 55,3 Beschäftigte (in Vollzeitäquivalenten gerechnet) für die analytische Mitwirkung in den ESRB-Gruppen und als deren Vorsitzende abgestellt.



Anhang 1: Veröffentlichungen auf der Website des ESRB vom 1. April 2020 bis zum 31. März 2021

Berichte und Papers des ESRB

Working Papers

31. März 2021

N. Pierri und Y. Timmer, **The importance of technology in banking during a crisis**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 117

15. März 2021

A. Barbu, C. Fricke und E. Moench, **Procyclical asset management and bond risk premia**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 116

15. März 2021

B. Bianchi, **Cross-border credit derivatives linkages**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 115

1. Februar 2021

P. Alessandri, P. Bologna und M. Galardo, **Financial crises, macroprudential policy and the reliability of credit-to-GDP gaps**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 114

1. Dezember 2020

K. Rieder, **Financial stability policies and bank lending: quasi-experimental evidence from Federal Reserve interventions in 1920-21**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 113

16. November 2020

I. Argimón, E. Fernández Ortiz und M. Rodríguez-Moreno, **Retrenchment of euro area banks and international banking models**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 112

1. Oktober 2020

J. A. Cutura, **Debt holder monitoring and implicit guarantees: did the BRRD improve market discipline?**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 111

1. September 2020

F. Eidam, **Gap-filling government debt maturity choice**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 110



15. April 2020

J. Hledik und R. Rastelli, **A dynamic network model to measure exposure diversification in the Austrian interbank market**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 109

Occasional Papers

13. Juli 2020

A. Sánchez Serrano und T. Peltonen, **Pension schemes in the European Union: challenges and implications from macroeconomic and financial stability perspectives**, Occasional Paper Series des ESRB, Nr. 17

4. Mai 2020

G. Ros, **The making of a cyber crash: a conceptual model for systemic risk in the financial sector**, Occasional Paper Series des ESRB, Nr. 16

Berichte

16. Februar 2021

Financial stability implications of support measures to protect the real economy from the COVID-19 pandemic

Schaubilder aus dem vorgenannten Bericht

21. Januar 2021

B. Becker und M. Oehmke, **Preparing for the post-pandemic rise in corporate insolvencies**, ASC Insight, Nr. 2

5. August 2020

J. Suarez und W. Buiter, **Reforming bank stress testing in the EU: reflections in light of the EBA's discussion paper on the issue**, ASC Insight, Nr. 1

23. Juli 2020

ESRB, **Jahresbericht 2019**

8. Juni 2020

Liquidity risks arising from margin calls

8. Juni 2020

System-wide restraints on dividend payments, share buybacks and other pay-outs

8. Juni 2020

Positively green: Measuring climate change risks to financial stability



14. Mai 2020

Issues note on liquidity in the corporate bond and commercial paper markets, the procyclical impact of downgrades and implications for asset managers and insurers

29. April 2020

A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2019

Risk Dashboards

18. Dezember 2020

ESRB Risk Dashboard, Ausgabe 34

Anhang I zur 34. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

Annex II zur 34. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

1. Oktober 2020

ESRB Risk Dashboard, Ausgabe 33

Überblick zur 33. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

Anhang I zur 33. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

Annex II zur 33. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

2. Juli 2020

ESRB Risk Dashboard, Ausgabe 32

Überblick zur 32. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

Anhang I zur 32. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

Annex II zur 32. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

9. April 2020

ESRB Risk Dashboard, Ausgabe 31



Abkürzungen

AIFMD	Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (Alternative Investment Fund Managers Directive)
ASC	Beratender Wissenschaftlicher Ausschuss (Advisory Scientific Committee)
ATC	Beratender Fachausschuss (Advisory Technical Committee)
CCP	Zentrale Gegenpartei (central counterparty)
CRD	Eigenkapitalrichtlinie (Capital Requirements Directive)
CEAOB	Ausschuss der Europäischen Aufsichtsstellen für Abschlussprüfer (Committee of European Auditing Oversight Bodies)
CRR	Eigenkapitalverordnung (Capital Requirements Regulation)
EBA	Europäische Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority)
ECON	Ausschuss Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments (Committee on Economic and Monetary Affairs)
EIOPA	Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (European Insurance and Occupational Pensions Authority)
EMIR	Verordnung über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, auch: Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (European Market Infrastructure Regulation)
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority)
ESRB	Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board)
EU	Europäische Union
EZB	Europäische Zentralbank
IFRS	Internationale Rechnungslegungsstandards (International Financial Reporting Standards)
G-SIFIs	Global systemrelevante Finanzinstitute (Global Systemically Important Financial Institutions)
NCA	Nationale zuständige Behörde (National Competent Authority)
NPL	Notleidender Kredit (non-performing loan)
PTRR	Post trade risk reduction



Impressum

© Europäischer Ausschuss für Systemrisiken, 2021

Postanschrift 60640 Frankfurt am Main
Telefon +49 69 1344 0
Internet 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 2021.

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

ISSN 1977-5091 (pdf)
ISBN 978-92-9472-183-9 (pdf)
DOI 10.2849/743969 (pdf)
EU-Katalognummer DT-AA-20-001-DE-N (pdf)