

Bruxelles, den 24.1.2024
COM(2024) 21 final

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET

om den makroprudentielle gennemgang for kreditinstitutter, de systemiske risici vedrørende finansielle formidlere, der ikke er banker (NBFI'er), og deres indbyrdes forbundethed med kreditinstitutter i henhold til artikel 513 i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013 af 26. juni 2013 om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringsselskaber og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012

Som krævet i artikel 513 i forordning (EU) nr. 575/2013 (kapitalkravsforordningen, CRR) og efter høring af Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici og Den Europæiske Banktilsynsmyndighed **vurderer Kommissionen i denne rapport EU's makroprudentielle ramme**, der er fastsat i CRR og direktiv 2013/36/EU (CRD). Vurderingen skulle oprindeligt finde sted i juni 2022 og, hvis det var relevant, følges op af et lovgivningsforslag til Europa-Parlamentet og Rådet senest i december 2022¹. Kommissionen besluttede at udsætte vurderingen for bedre at kunne vurdere virkningerne af de makroøkonomiske forhold under pandemien (og efter pandemien), væksten i de finansielle institutioner uden for banksektoren og den amerikanske bankkrise i marts 2023.

Rapporten bygger på talrige undersøgelser foretaget af EU og internationale organer samt på en omfattende offentlig høringsproces gennemført af Kommissionen, herunder en målrettet indkaldelse af rådgivning til Den Europæiske Banktilsynsmyndighed, Den Europæiske Centralbank og Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici, som blev afsluttet i 2021². Desuden har der fundet adskillige bilaterale drøftelser sted mellem Kommissionens tjenestegrene og interessenter, herunder i Kommissionens Ekspertgruppe om Bankvirksomhed, Betalinger og Forsikring.

Den globale finanskrisen i 2008-2009 afslørede sårbarhederne i banksektoren på verdensplan, da mange finansielle institutioner var for højt gearede, havde store eksponeringer for risikobetonede aktiver og utilstrækkelige kilder til stabil finansiering. I tiden op til krisen var det vanskeligt at vurdere eksponeringer og potentielle afsmittende virkninger, til dels på grund af den begrænsede gennemsigtighed i den stigende gearing og forbindelserne indbyrdes mellem de finansielle institutioner. Kreditrisici, finansierings- og markedslikviditetsrisici blev i vid udstrækning undervurderet, og de lovgivningsmæssige rammer havde begrænsede mekanismer rådighed til at håndtere incitamenterne for systemisk vigtige institutter. Som følge heraf viste tilsyns- og reguleringsmæssige rammer, der hovedsagelig fokuserede på at sikre stabilitet i de finansielle institutioner på et selvstændigt grundlag, sig at være utilstrækkelige til at afbøde de udfordringer for den finansielle stabilitet, som systemiske chok medfører. Der kan opstå sårbarheder i hele det finansielle system, selv om de finansielle institutioner hver for sig er modstandsdygtige³. Det blev derfor nødvendigt at udvikle yderligere politiske værktøjer, herunder på makroprudentielt plan, for at begrænse overdreven kreditvækst og styrke den finansielle sektors generelle modstandsdygtighed over for systemiske chok.

Formålet med makroprudentielle politikker er at opretholde den finansielle stabilitet ved at øge det finansielle systems modstandsdygtighed og begrænse opbygningen af sårbarheder, således at (strukturelle og cykliske) systemiske risici mindskes, og det sikres, at finansielle tjenesteydelser fortsat kan støtte økonomien. Systemiske risici kan opstå i forskellige former. Den kan f.eks. stamme fra store og komplekse bankkoncerner, overdreven kreditvækst, gearing, der forstærker kredittcyklussen på boligmarkederne, og strukturelle sårbarheder i banksektoren (f.eks. en stærkt koncentreret eller stor banksektor i forhold til BNP). Ved at afbøde systemiske risici sigter makroprudentielle politikker i sidste ende mod at begrænse hyppigheden og alvoren af finansielle kriser. Ved at supplere mikrotilsynet letter makroprudentielle politikker den finansielle cyklus, begrænser afsmittende virkninger og skaber de rette incitament for markedsdeltagerne. På denne måde bliver banksektoren tilstrækkelig modstandsdygtig og begrænser ikke kredituddrevet for husholdninger og virksomheder i en krise, hvilket forstærker negative chok i økonomien og kan forværre eller forlænge en økonomisk afmatning.

¹ Rapporten blev udsat for at give mulighed for at tage hensyn til covid-19-krisen og dens indvirkning på det finansielle system.

² Jf. Europa-Kommissionen (2021), [Targeted consultation on improving the EU's macroprudential framework for the banking sector](#), november 2021; Europa-Kommissionen (2022), [Summary of responses to the targeted consultation](#), juni 2022; Europa-Kommissionen (2021), Call for Advice on the review of the macroprudential framework for the banking sector, september 2021.

³ Jf. IMF (2011), "Macroprudential Policy: An Organizing Framework", som findes på <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411.pdf>.

Den makroprudentielle værktøjskasse omfatter krav eller procedurer, der er udformet med henblik på at minimere de negative virkninger af systemiske hændelser⁴ og beskytte det finansielle system som helhed⁵. Mikroprudentielle værktøjer afbøder ofte kun indirekte systemiske risici ved at håndtere risici på enheds- eller transaktionsniveau⁶. **Makroprudentielle værktøjer** er typisk **forebyggende foranstaltninger** (dvs. forudgående foranstaltninger, der aktiveres, inden den systemiske risiko opstår, såsom strukturelle gearingsgrænser eller systemiske kapitalbuffer) og **efterfølgende foranstaltninger** (dvs. foranstaltninger, der aktiveres efter en systemisk risiko opstår, såsom suspension af investorers ret til at indløse andele i investeringsfonde).

1. En revideret makroprudentiel ramme for banker

I kølvandet på den globale finanskriser har de foranstaltninger, der er truffet på internationalt plan og EU-plan for at styrke de mikroprudentielle rammer for banker og udvikle en makroprudentiel politisk ramme, resulteret i en omfattende reformdagsorden. Baselkomitéen for Banktilsyn (BCBS) udviklede Basel III-rammen, som øgede kapitalkvaliteten, indførte nye kapital- og likviditetsbuffer og gearingsgradgrænser for banker, forbedret risikostyring, forvaltning og gennemsigtighed og skabte en makroprudentiel politisk ramme.

På EU-plan anbefalede De Larosièrere-rapporten⁷, at tilsyns- og reguleringsrammerne ikke længere kun bør fokusere på tilsyn med de enkelte finansielle institutioner,⁸ men også på stabiliteten i hele det finansielle system. I rapporten blev det bemærket, at formålet med makrotilsyn er at begrænse det finansielle systems vanskeligheder for at beskytte den samlede økonomi mod betydelige tab af realproduktion [...]. Makroprudentiel analyse [...] skal være særlig opmærksom på fælles eller korrelerede chok og på chok i forbindelse med de dele af det finansielle system, der udløser afsmittende virkninger eller feedbackvirkninger. Makroprudentielt tilsyn kan ikke give mening, medmindre det på en eller anden måde kan påvirke tilsynet på mikroniveau; mikrotilsyn kan ikke effektivt sikre den finansielle stabilitet uden i tilstrækkelig grad at tage hensyn til udviklingen på makroniveau.

EU har taget betydelige skridt til at styrke sine makroprudentielle rammer ved at gennemføre de reformer, der anbefales i De Larosièrere-rapporten, og de standarder, der er udviklet på internationalt plan. Det har f.eks. vedtaget foranstaltninger til at mindske de procykliske virkninger af Basel II-foranstaltningerne og oprettet ESRB og de europæiske tilsynsmyndigheder (ESA'er) for at sikre korrekt overvågning af risiciene for den finansielle stabilitet i hele det finansielle system sammen med andre risici.

I 2014 fandt en makroprudentiel værktøjskasse, som bygger på de internationale standarder, der er udviklet af BCBS, anvendelse på kreditinstitutter (i det følgende benævnt "banker"). Denne værktøjskasse, der er fastsat i kapitalkravsdirektivet og kapitalkravsforordningen (CRD/CRR), blev kun revideret marginalt i 2019⁹. Det anerkendes i CRD og CRR, at makroprudentiel politik er et nødvendigt

⁴ En "systemisk hændelse" er en stor negativ hændelse for det finansielle system såsom en systemisk likviditetskrise som covid-19-krisen eller en større kredithændelse såsom Lehman Brothers' konkurs eller en række mindre hændelser (en eller få mellemstore finansielle institutioners sammenbrud såsom de begivenheder, der blev udløst af Silicon Valley Banks konkurs), der afslører opbygningen af en stor finansiell ubalance (i form af store eksponeringer eller indbyrdes forbindelser mellem markedsoperatører).

⁵ [The high level group on financial supervision in the EU. De Larosièrere report \(europa.eu\).](#)

⁶ Gearingsgrænser er f.eks. tilsynsmæssige foranstaltninger af mikroprudentiel karakter, når de udformes og gennemføres for at imødegå en idiosynkratisk enhedsrisiko eller risiko på transaktionsniveau, men de er makroprudentielle værktøjer, når de udformes og gennemføres på sektorplan, hvor der ses bort fra den enkelte forretningsmodel eller -aktivitet. Dette er tilfældet med strukturelle grænser for lånudstedende fonde i henhold til den nyligt vedtagne revision af FAIF-direktivet og direktivet om investeringsinstitutter, der kan betragtes som et makroprudentielt værktøj.

⁷ [The high-level group on financial supervision in the EU. De Larosièrere report \(europa.eu\).](#)

⁸ Udtrykket "finansielle institutioner" henviser til både banker (dvs. kreditinstitutter) og formidlere, der ikke er banker.

⁹ Som fastsat i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013 af 26. juni 2013, som ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2019/876 af 20. maj 2019 (kapitalkravsforordningen), for så vidt angår makroprudentielle bestemmelser; Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2013/36/EU af 26. juni 2013 som

supplement til mikrotilsyn for at sikre finansiel stabilitet. Da systemiske risici kan variere fra medlemsstat til medlemsstat, bør de nationale myndigheder kunne tage hensyn til deres egne banksektors specifikke behov. Selv om der blev indført ensartede mikroprudentielle regler ("det fælles regelsæt") for banker, fik de nationale myndigheder en ledende rolle og en vis grad af fleksibilitet i gennemførelsen af makroprudentielle politikker, der afspejler de forskellige kilder til og den komplekse karakter af systemiske risici.

EU's makroprudentielle værktøjskasse for banker omfatter flere instrumenter, der har til formål at tackle flere aspekter af systemiske risici. Kapitalkravsdirektivet indførte en makroprudentiel kapitalbufferordning (dvs. fem buffere, der tilsammen udgør det kombinerede bufferkrav), som giver bankerne mulighed for at tilpasse deres kapitalposition til de specifikke makroøkonomiske og finansielle sektorforhold (se tillæg 1). De bør f.eks. opbygge den kontracykliske kapitalbuffer, når kreditvæksten er forbundet med en ophobning af cykliske systemiske risici, mens bufferne for andre vigtige institutter og for overordnede systemiske risici kan anvendes til at afbøde strukturelle systemiske risici for den finansielle stabilitet. De bør derefter bruge kapital, når det er nødvendigt for at absorbere tab og imødekomme kreditefterspørgslen i perioder med økonomisk afmatning og kriser. Det er nødvendigt, at **kapitalbufferens anvendelighed og mulighed for at frigøre kapital** fungerer effektivt, således at kapitalen kan flyde tilbage i økonomien, efterhånden som de makroøkonomiske forhold forbedres, og uden at det forsinkes af forlods positionering af omdømmemæssige årsager. De lovgivningsmæssige reformer efter finanskrisen har styrket modstandsdygtigheden i EU's banksektor og dens evne til at modstå systemiske chok. Ikke desto mindre har kriseepisoder i nyere tid, navnlig covid-19-pandemien, vist, at tilgængeligheden af kapitalbuffere, der kan frigive kapital i krisetider til at absorbere tab, fortsat er et presserende anliggende (jf. bilag 2). I tilfælde af et betydeligt chok kan en lempelse af bufferkravene afhjælpe problemer og mindske bankernes incitamenter til at mindske gearingen og begrænse risikoen. De økonomiske resultater kan blive betydeligt bedre, hvis kapitalbuffere frigøres eller anvendes til at opretholde långivningen til økonomien.

CRR omfatter også **skønsmæssige makroprudentielle værktøjer, der har til formål at tackle specifikke systemiske risici** såsom dem, der stammer fra ejendomssektoren. Disse risici kan mindskes ved at øge parametrene for risikovægt og eksponeringsvægtet gennemsnitligt tab givet misligholdelse (LGD) i modeller baseret på intern rating. Ud over de konventionelle systemiske risici, der f.eks. stammer fra ejendomsmarkederne, **har banksektoren i stigende grad været udsat for nye risici såsom klimaændrings- og omstillingsrisici samt cyberrisici.** Tilsynsmyndighederne- og lovgiverne har endnu ikke fundet en passende måde at håndtere disse risici på, som kan blive systemiske, hvis de ikke håndteres proaktivt. Efterhånden som de finansielle systemer bliver mere indbyrdes forbundne og komplekse, men også mere udsat for chok og usikkerhed som følge af den geopolitiske udvikling og andre faktorer, er det berettiget at opretholde tilstrækkelige politiske værktøjer og fleksibilitet til at støtte kreditstrømmen til økonomien. For at finde den rette balance mellem på den ene side makroprudentielle værktøjer og forebyggende foranstaltninger og krisestyringsværktøjer på den anden side kræves der evaluering og grundig vurdering for at undgå unødige indvirkninger på effektiviteten af sidstnævnte foranstaltninger og værktøjer. Derfor bør enhver potentiel reform af makroprudentielle værktøjer tage behørigt hensyn til dens indvirkning på tilsyns- og afviklingsrammerne og bør ikke føre til en stigning i det overordnede niveau for kapital eller minimumskrav til kapitalgrundlag og nedskrivningsrelevante passiver (MREL).

EU's institutionelle ramme for gennemførelsen af makroprudentielle politikker er flerstrengt med deltagelse af forskellige nationale myndigheder og EU-myndigheder. For at bevare det indre markeds integritet kræver gennemførelsen af makroprudentielle foranstaltninger på nationalt plan ofte inddragelse af forskellige EU-organer (såsom Kommissionen, ESRB osv.). Mens ESRB har til opgave at føre makroprudentielt tilsyn med den finansielle sektor i EU, giver forordningen om den fælles tilsynsmekanisme både de nationale myndigheder og Den Europæiske Centralbank (ECB) makroprudentielle beføjelser. Disse fælles ansvarsområder har styrket EU's og medlemsstaternes evne til at identificere, overvåge og håndtere systemiske risici i EU's forskelligartede finansielle landskab. I

ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2019/878 af 20. maj 2019 (kapitalkravsdirektivet) for så vidt angår makroprudentielle bestemmelser. Bankpakken fra 2019 indførte nogle målrettede ændringer af de makroprudentielle bestemmelser, som trådte i kraft den 29. december 2020.

denne model er harmoniseringen af visse aspekter af den makroprudentielle værktøjskasse imidlertid afgørende for at sikre lige vilkår og en vis grad af forenkling i anvendelsen af makroprudentielle foranstaltninger. For eksempel kan de forskellige tilgange til identifikation af andre systemisk vigtige institutter (O-SII'er) og kalibreringen af O-SII-buffersatser ikke fuldt ud forklares ved medlemsstaternes særlige økonomiske eller finansielle markeder såsom størrelsen eller koncentrationen af banksektoren, og de kan give anledning til bekymring for det indre marked og bankunionen (se tillæg 2 for yderligere oplysninger).

I lyset af ovenstående vil Kommissionen fortsat arbejde på makroprudentielle politikker for banker, samtidig med at den sikrer overholdelse af Basel III-rammen, og at der tages højde for, at det overordnede niveau for kapital- og MREL-kravene vurderes at være tilstrækkeligt. *I den forbindelse vil Kommissionen primært fokusere på: 1) overvågning af kapitalbufferes anvendelighed og mulighed for at frigøre kapital til støtte for långivningen til økonomien i tilfælde af et systemisk chok, samtidig med at den finansielle stabilitet bevares 2) fremme af konsekvens i de nationale myndigheders anvendelse af makroprudentielle værktøjer 3) vurdering af mulighederne for forenkling og effektivitet og den makroprudentielle rammes evne til at tackle både konventionelle og nye risici. Desuden vil Kommissionen vurdere, hvordan den feedback, der er modtaget under den målrettede høring i 2021, kan ajourføres, og hvordan der kan indsamles yderligere feedback om de aspekter af vurderingen, som kun delvist er omfattet af denne rapport.*

2. De makroprudentielle rammer for NBFi'er

De finansielle institutioner uden for banksektoren er vokset betydeligt i de seneste år, da ikke-bankfinansiering er blevet stadig vigtigere for finansieringen af økonomien. ESRB anslår, at finansiering gennem finansielle institutioner, som ikke er en bank, tegner sig for mindst 41,5 bio. EUR (39 %) af den europæiske finansielle sektors aktiver¹⁰. NBFi'er omfatter meget forskelligartede sektorer, herunder porteføljeadministrationselskaber og investeringsfonde, investeringselskaber uden for banksektoren, family offices, forsyningskædefinansieringsselskaber, pensionsfonde, forsikringselskaber og andre enheder, der ikke er banker¹¹. I Europa spiller NBFi'er en central rolle med hensyn til at fremme finansiell mangfoldighed og mindske afhængigheden af bankfinansiering, navnlig i forbindelse med kapitalmarkedsunionen og udviklingen af et robust indre marked. De yder derfor et positivt bidrag til den finansielle stabilitet (gennem privat risikodeling) og til innovation.

Ikke desto mindre **kan en hurtig vækst i antallet af NBFi'er også skabe nye risici og udfordringer for den finansielle stabilitet**. Væksten i antallet af NBFi'er har været ledsaget af en stigning i risikoen for visse aktivporteføljer, stigende likviditetsændring og øget gearing, hvilket også skyldes "søgningen efter afkast" i en længere periode med negative realrenter¹². Den indbyrdes forbundethed mellem banker og NBFi'er er også vokset støt og har øget risikoen for afsmitning i hele den finansielle sektor med potentiale til at få negative afsmittende virkninger på økonomien.

¹⁰ ESRB (2023), [EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2022](#), juni 2023. Andelen stiger til 49 %, hvis anvendelsesområdet udvides til det globale finansielle system; læs om FSB på [Non-Bank Financial Intermediation - Financial Stability Board \(fsb.org\)](#).

¹¹ ESRB inkluderer også en vurdering af økosystemet for kryptoaktiver i NBFi-monitoren, da det kan være involveret i typer af finansiering, der fører til lignende sårbarheder og udsætter dem for lignende risici, se ESRB (2023), [EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2022 \(europa.eu\)](#), s. 6. FSB definerer "NBFi-sektoren" som en bred målestok for alle finansielle enheder, der ikke er banker, og som består af alle finansielle institutioner, der ikke er centralbanker, banker eller offentlige finansielle institutioner. FSB (2022), [Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation: 2022](#), s. 3. Denne kategorisering omfatter også den finansielle markedsinfrastruktur i kategorien "markedsformidlere". Se FSB (2022), [Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress report](#), s. 18. FSB identificerede ikke desto mindre også en "snæver foranstaltning" for NBFi, som ikke er baseret på enheder, men som en banklignende aktivitet. FSB (2022), *ibid.* s. 3.

¹² Likviditetsændring er processen med at anvende kontantlignende kortfristede forpligtelser til at erhverve langfristede aktiver såsom lån. Gearing henviser til enten låntagning af midler til at købe et aktiv (fysisk eller finansiell gearing) eller til at anvende marginer i en kontrakt, hvor den part, der søger gearing, modtager det finansielle afkast af et aktiv mod betaling eller et gebyr (f.eks. totalafkastswaps eller optioner), såkaldt "syntetisk" gearing.

Selv om arbejdet på internationalt plan med at udforme og ajourføre de makroprudentielle rammer for banker er skredet støt fremad siden den globale finanskrisen, har fremskridtet med de makroprudentielle politikker for NBFi'er været svingende. Rådet for Finansiell Stabilitet (FSB), Den Internationale Børstilsynsorganisation og Den Internationale Forsikringstilsynsorganisation har i stigende grad fokuseret på at udvikle makroprudentielle analyser og værktøjer, der har til formål at afbøde systemiske risici i forbindelse med NBFi'er. Dette arbejde har fået endnu større gennemslagskraft i de seneste år efter forskellige episoder med uro på markedet (f.eks. det såkaldte "dash for cash" under covid-2020-pandemien i marts og den britiske statsobligationskrise i september 2022) og dårlig økonomisk forvaltning (f.eks. Archegos og Greensill Capital), som afslørede den indvirkning, som opbygningen af systemiske risici og sårbarheder i NBFi'er kan have på hele økonomien.

FSB¹³ og ESRB¹⁴ identificerede tre strukturelle sårbarheder, der bidrager til opbygningen af systemiske risici, og som kun delvist er omfattet af makroprudentielle politikker i dag. Der er tale om systemiske likviditetsmismatch¹⁵, overdreven gearing og indbyrdes forbundethed NBFi'er imellem og mellem NBFi'er og banksektoren. Disse sårbarheder forværrer kompleksiteten af tilsynet med sådanne indbyrdes forbundne sektorer og understreger behovet for at overveje et mere konsekvent og koordineret makroprudentielt tilsyn for NBFi'er (se tillæg 2).

Som følge heraf kan de samme konventionelle og nye risici, der påvirker bankerne, kombineret med forskelligartetheden og kompleksiteten af NBFi-sektorerne føre til specifikke **sårbarheder hos NBFi'er** som følge af:

- 1) strukturelle likviditetsmismatch
- 2) opbygning af overdreven gearing på tværs af NBFi'er
- 3) indbyrdes forbundethed mellem NBFi'er og mellem NBFi'er og banker, hvilket kan skabe skjulte risikoforstærkere og overførsel af risici fra banksektoren til ikke-banksektoren
- 4) manglende sammenhæng og koordinering mellem makroprudentielle rammer i hele EU.

I mangel af en overordnet makroprudentiel EU-ramme for NBFi'er og for at tackle visse specifikke nye risici i vigtige NBFi-sektorer indeholder en række EU-direktiver og -forordninger, der finder anvendelse på NBFi'er, allerede nogle makroprudentielle værktøjer, der har til formål at afbøde opbygningen af systemiske risici eller styre virkningerne af en systemisk hændelse (se tillæg 1). Der blev f.eks. indført nogle værktøjer og bestemmelser til styring af likviditet, gearing og operationelle risici for investeringsfondssektoren (for alternative investeringsfonde, institutter for kollektiv investering i værdipapirer og pengemarkedsforeninger), i forsikringssektoren og med hensyn til marginpraksis og risikostyring i forbindelse med centrale modparter. Da kreditaktiviteten og risiciene imidlertid i stigende grad skifter fra banksektoren til ikke-banksektoren, vil Kommissionen indsamle yderligere dokumentation om manglende værktøjer, potentielle mangler i de eksisterende værktøjer til at opfylde makroprudentielle mål og om effektiviteten og sammenhængen i de makroprudentielle politikker for NBFi'er i EU¹⁶. Dette arbejde vil understøtte enhver politisk beslutning, som Kommissionen for 2024-2029 måtte træffe på dette område.

¹³ FSB (2022), [Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation, December 2022](#), s. 31.

¹⁴ ESRB, NBFi Monitoring, juni 2023, s. 11, som findes på EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2022 (europa.eu).

¹⁵ Likviditetsmismatch er en afvigelse i udbuddet af eller efterspørgslen efter et værdipapir eller i værdipapirernes udløbsdatoer. Der opstår et likviditetsmismatch, hvis fondene giver deres investorer mulighed for kortfristede indløsninger, samtidig med at de investerer i aktiver, der ikke let kan realiseres med kort varsel.

[Liquidity mismatch in open-ended funds: trends, gaps and policy implications \(europa.eu\)](#).

¹⁶ ECB opfordrede navnlig til en omfattende [makroprudentiel] politisk reaktion for at øge modstandsdygtigheden i NBFi-sektorerne, herunder omlægning af eksisterende værktøjer (dvs. ved at indarbejde makroprudentielle perspektiver) og udvikling af yderligere makroprudentielle politikker samt vurdering af myndighedernes rolle i gennemførelsen heraf. Se [ECB, Financial Stability Review Report, november 2023](#). Banque de France har bemærket, at de sårbarheder, der er forbundet med NBFi, kræver, at der gennemføres passende foranstaltninger på en harmoniseret måde på internationalt plan. [...] Det hidtidige arbejde har imidlertid fokuseret på mikroprudentielle foranstaltninger, hvor aktivering af visse værktøjer er overladt til fondene og fokuseret på investorbeskyttelse. Der er endnu ikke fastlagt en makroprudentiel tilgang, som integrerer de risici, der bæres af

Kommissionen planlægger derfor at gennemføre en målrettet høring om makroprudentielle politikker for NBFi'er i 2024. Målet vil være at indsamle yderligere indsigt i forretningsmodellerne for centrale NBFi'er og den indbyrdes forbundethed mellem dem og mellem banker og NBFi'er og at identificere mangler i de makroprudentielle rammer og andre faktorer, der kan bidrage til opbygningen af systemiske risici i forbindelse med finansielle institutioner, som ikke er banker. I 2024 vil Kommissionen også gennemføre en høring om revisionen af forordningen om værdipapirfinansieringstransaktioner (SFTR). Forordningen om værdipapirfinansieringstransaktioner har til formål at forbedre gennemsigtigheden i forbindelse med finansierings- og udlånstransaktioner og give mulighed for bedre overvågning af risici som følge af kreditformidling uden for banksektoren.

en gruppe af fonde, og deres indvirkning på det finansielle system som helhed, eventuelt inklusive de værktøjer, som myndighederne har til rådighed. Jf. Banque de France, [Non-bank financial intermediation: vulnerabilities and challenges](#), 14. november 2023. Irlands centralbank offentliggjorde i juli 2023 et debatoplæg med titlen "[An approach to macroprudential policy for investment funds](#)", hvor den bl.a. undersøger den systemiske risiko fra investeringsfonde og undersøger idéen om en mere holistisk makroprudentiel ramme for investeringsfonde.

Tillæg 1

EU'S NUVÆRENDE MAKROPRUDENTIELLE VÆRKTØJSKASSE FOR BANKER OG NBFI'ER

De vigtigste makroprudentielle værktøjer for banker er **kapitalbufferne**, som er et ekstra lag kapital ud over minimumskapitalkravene. Kapitalbufferne øger banksektorens modstandsdygtighed ved at sætte bankerne i stand til at absorbere større tab uden at overtræde minimumskravene og dermed opretholde leveringen af vigtige finansielle tjenesteydelser og afbøde de forstærkende virkninger, som banksektoren kan have på den økonomiske cyklus. EU's makroprudentielle ramme støtter akkumuleringen af bankkapital i perioder med høj kreditrisiko og finansielle sårbarheder. Derefter kan denne kapital anvendes til at absorbere tab, når det er nødvendigt, og til at dække efterspørgslen efter kredit i perioder med økonomisk afmatning og kriser.

Kapitalkravsdirektivet fastsætter fem makroprudentielle kapitalbufferne, som tilsammen udgør det **"kombinerede bufferkrav"**. Hver bank skal opfylde et specifikt kombineret bufferkrav, hvis komponenter er fastsat på forskellige niveauer. Alle banker skal have en kapitalbevaringsbuffer på 2,5 % af de samlede risikovægtede aktiver. Store banker, der anses for at være globale systemisk vigtige institutter, skal have en yderligere buffer (*G-SII-buffer*) på op til 3,5 % af de risikovægtede aktiver (eller mere, hvis tilsynsmyndighederne finder det hensigtsmæssigt). I EU fastsætter nationale kompetente og udpegede myndigheder ("nationale myndigheder") bufferkrav også for at styrke modstandsdygtigheden hos andre (indenlandske) systemisk vigtige institutter (*O-SII-bufferne*) på op til 3 % af det samlede risikoeksponeringsbeløb for at gøre banksystemet mere modstandsdygtigt over for bredt funderede cykliske risici (*kontracykliske kapitalbufferne*) eller for at imødegå andre strukturelle eller cykliske risici, der ikke er omfattet af ovennævnte bufferne, herunder på sektorniveau (*systemiske bufferne*)¹⁷. I bankunionen har ECB beføjelse til at øge bufferne og stramme visse makroprudentielle foranstaltninger, der er fastsat af de nationale myndigheder¹⁸.

De nationale myndigheder kan også **stramme de risikovægte**, der anvendes på visse eksponeringer, hvis det er begrundet i systemiske risici. Flere bestemmelser i kapitalkravsforordningen fastsætter inden for den nuværende ramme regler for at øge risikovægte og hæve minimumsgrænser for tab givet misligholdelse (LGD) for banker, der anvender interne modeller, for så vidt angår beboelses- og erhvervsjendomsseksponeringer. De nationale myndigheder kan også fastsætte makroprudentielle grænser for udlånsstandarder (dvs. låntagerbaserede foranstaltninger), der er fastsat i national ret i de fleste EU-medlemsstater, men som i øjeblikket ikke er nedfældet i EU's makroprudentielle ramme.

Selv om der ikke findes nogen fælles makroprudentiel ramme for NBFI'er, indeholder EU's sektorspecifikke lovgivning allerede nogle makroprudentielle værktøjer og flere bestemmelser til risikostyring. Disse omfatter bestemmelser om likviditetsrisici, gearing og operationelle risici, der hæmmer opbygningen af systemiske risici.

I **investeringsfondssektoren** afspejlede Kommissionens lovgivningsforslag om ændring af direktivet om forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIF-direktivet)¹⁹ og direktivet om institutter for kollektive investeringsordninger (investeringsinstitutter)²⁰, der blev vedtaget i november 2021,²¹

¹⁷ Kapitalbufferne, som tilsammen udgør det kombinerede bufferkrav, er fastsat i følgende artikler i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2013/36/EU af 26. juni 2013, EUT L 176 af 27.6.2013, s. 338, om adgang til at udøve virksomhed som kreditinstitut og om tilsyn med kreditinstitutter og investeringselskaber: *kapitalbevaringsbufferen* i artikel 129 *G-SII-* og *O-SII-bufferne* i artikel 131 *den kontracykliske kapitalbuffer* i artikel 130 *den systemiske buffer* i artikel 133.

¹⁸ Artikel 5, stk. 2, i Rådets forordning nr. 1024/2013 af 15. oktober 2013 om overdragelse af specifikke opgaver til Den Europæiske Centralbank i forbindelse med politikker vedrørende tilsyn med kreditinstitutter.

¹⁹ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU af 8. juni 2011 om forvaltere af alternative investeringsfonde og om ændring af direktiv 2003/41/EF og 2009/65/EF samt forordning (EF) nr. 1060/2009 og (EU) nr. 1095/2010.

²⁰ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF af 13. juli 2009 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) (omarbejdning).

²¹ Europa-Kommissionen (2021), [Capital markets union: Commission adopts package to ensure better data access and revamped investment rules](#), 25. november 2021.

ESRB's henstilling om likviditets- og gearingsrisici i investeringsfonde²². Den 19. juli 2023 nåede Parlamentet og Rådet til enighed om revisionen. De blev enige om at indføre en harmoniseret liste over likviditetsstyringsværktøjer, som er mikrotilsynsværktøjer, der vil blive tilgængelige for forvaltere af alternative investeringsfonde og investeringsinstitutter i hele EU. Revisionen fastsætter også en strukturel grænse for gearing for lånudstedende fonde. Forordningen om pengemarkedsforeninger²³ omfatter en række makroprudentielle værktøjer såsom strukturelle grænser for gearing og handel med derivater, likviditetsbuffer og stresstest i hypotetiske scenarier. En nylig målrettet høring²⁴ og den ledsagende rapport²⁵ konkluderede, at forordningen om pengemarkedsforeninger har styrket sektorens modstandsdygtighed, samtidig med at der blev bemærket en række sårbarheder, der fortjener yderligere vurdering.

For **forsikringsselskabers** vedkommende vedtog Kommissionen i september 2021 et lovgivningsforslag om ændring af Solvens II-direktivet. Disse ændringer tilpasser EU's veletablerede risikofølsomme tilsynsbestemmelser, der finder anvendelse på forsikrings- og genforsikringsselskaber, til den nye udvikling og styrker deres rolle i finansieringen af den økonomiske genopretning og den dobbelte digitale og grønne omstilling.²⁶ Forslaget omfattede de fleste af anbefalingerne fra EIOPA (2020)²⁷ og ESRB²⁸ vedrørende udvidelse af tilsynsværktøjssættet og indførelse af nye krav til håndtering af kilder til systemiske risici. Kommissionen foreslog navnlig at give de nationale myndigheder beføjelse til at indføre yderligere foranstaltninger til at styrke forsikringsselskabets finansielle stilling i krisetider, midlertidigt at indefryse genindløsningsrettigheder for livsforsikringskontrakter under ekstraordinære omstændigheder og yderligere afbødende foranstaltninger for likviditetsrisici. Den foreslog endvidere at udvide vurderingen af egen risiko og solvens og "prudent person"-princippet til at omfatte makroprudentielle spørgsmål og til at udarbejde forebyggende planer (genopretnings- og afviklingsplaner samt planer for styring af systemiske risici og likviditetsrisici). Parlamentet og Rådet er for nylig nået til enighed om disse forslag, som færdiggøres til vedtagelse i de kommende måneder.

Med hensyn til **margenberegning og risikostyring af centrale modparter (CCP'er)** vedtog Kommissionen i december 2022 en clearingpakke, som ændrer forordningen om europæisk markedsinfrastruktur (EMIR) og andre dele af lovgivningen om finansielle tjenesteydelser ("EMIR 3-revisionen")²⁹. Revisionen omfatter bestemmelser om:

- skabe større gennemsigtighed med hensyn til marginkrav til markedsaktører, der clearer som kunder (herunder fonde og forsikringsselskaber)
- lægge større vægt på at undgå procyklikalitet i haircut
- kræve, at CCP'er gør deres yderste for ikke at tilbageholde intradagvariationsmarginer og i stedet videregive dem og undgå "likviditetshamstring".

Desuden indfører forslaget en tværsektoriel overvågningsmekanisme ("den fælles overvågningsmekanisme") med det formål at overvåge udviklingen på tværs af clearingøkosystemet tættere og udvikle likviditetsstresstest for hele clearingkæden.

²² ESRB's henstilling af 7. december 2017 om likviditets- og gearingsrisici i investeringsforeninger (ESRB/2017/6).

²³ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1131 af 14. juni 2017 om pengemarkedsforeninger, der er tilgængelig på EUR-Lex - 02017R1131-20190101 - DA - EUR-Lex (europa.eu).

²⁴ Europa-Kommissionen (2022), [Targeted consultation on the functioning of the Money Market Fund Regulation](#), 12. april 2022.

²⁵ [Rapport fra Kommissionen om tilstrækkeligheden af forordning \(EU\) 2017/1131 om pengemarkedsforeninger ud fra et tilsynsmæssigt og økonomisk synspunkt \(europa.eu\)](#).

²⁶ Europa-Kommissionen (2021), [Gennemgang af Solvens II \(europa.eu\)](#), 22. september 2021.

²⁷ EIOPA (2020), [Opinion on the 2020 review of Solvency II](#), 17. december 2020.

²⁸ For oplysninger om værktøjer til systemiske risici for forsikringsselskaber henvises til ESRB (2022), [Brev til formanden for Rådets arbejdsgruppe om gennemgangen af Solvens II](#), 2. februar 2022; ESRB (2022), [Brev til medlemmerne af Europa-Parlamentet](#), november 2022.

²⁹ Europa-Kommissionen (2022), [Capital markets union: clearing, insolvency and listing package \(europa.eu\)](#), 7. december 2022.

Mange af de internationale principper for **NBFI'er, der udfører banklignende aktiviteter**, herunder foranstaltninger til at forbedre gennemsigtigheden af værdipapirfinansieringstransaktioner og genanvendelse af sikkerhedsstillelse, blev gennemført ved forordningen om værdipapirfinansieringstransaktioner³⁰ (VFT), der blev vedtaget i 2015. Denne forordning finder også anvendelse på NBFI'er og har bidraget til at skabe større gennemsigtighed i de repoaktiviteter, der udføres af både banker og NBFI'er.

For at kaste lys over de **indbyrdes forbindelser mellem NBFI'er og banksektoren** omfatter CRR indberetningskrav, der har til formål at forbedre gennemsigtigheden af bankernes eksponeringer mod NBFI'er, med særligt fokus på banklignende aktiviteter, der udføres af NBFI'er³¹. Bankerne skal indberette deres 10 største eksponeringer mod "uregulerede finansielle enheder" til tilsynsmyndighederne³².

³⁰ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2015/2365 af 25. november 2015 om gennemsigtighed af værdipapirfinansieringstransaktioner og vedrørende genanvendelse samt om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 (EØS-relevant tekst) (EUT L 337 af 23.12.2015).

³¹ Jf. artikel 394, stk. 2, i forordning (EU) nr. 575/2013, EUT L 176 af 27.6.2013, s. 1.

³² Disse krav blev operationaliseret ved hjælp af en delegeret retsakt på niveau 2, der blev vedtaget af Kommissionen den 6. september 2023, og som harmoniserer kriterierne for bankernes identifikation af disse enheder og specifikt fastsætter de EU-retsakter, der udgør "den regulerede ramme", jf. Kommissionens delegerede forordning (EU) 2023/2779 af 6. september 2023 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013 for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder, der præciserer kriterierne for at identificere enheder i skyggebanksektoren, jf. artikel 394, stk. 2, i forordning (EU) nr. 575/2013 (EUT L 2023/2779 af 12.12.2023).

Tillæg 2

REVISION AF DE MAKROPRUDENTIELLE RAMMER FOR BANKER OG FINANSIELLE INSTITUTIONER, DER IKKE ER BANKER

I henhold til artikel 513 i forordning (EU) nr. 575/2013, som ændret ved forordning (EU) 2019/876, skal Kommissionen i samråd med EBA og ESRB revidere EU's makroprudentielle ramme i CRR og CRD senest i juni 2022 og, hvis det er relevant, forelægge Europa-Parlamentet og Rådet et lovgivningsforslag senest i december 2022. EU-retten kræver, at Kommissionen vurderer effektiviteten og gennemsigtigheden af den makroprudentielle ramme og opregner en række specifikke spørgsmål, der skal tages i betragtning. I henhold til artikel 513, stk. 1, litra g), i CRR skal Kommissionen også overveje værktøjer til håndtering af systemiske risici, der opstår som følge af bankers eksponeringer mod NBFIs³³, navnlig markeder for derivater og værdipapirfinansieringstransaktioner, kapitalforvaltning og forsikringssektoren.

EU's makroprudentielle ramme for banker har bidraget til at styrke banksektorens modstandsdygtighed på en forebyggende måde og har bidraget til at sikre den finansielle stabilitet i EU ved at begrænse opbygningen af systemiske risici. På nogle områder har den nuværende ramme vist sig at være i stand til at opfylde de tilsigtede mål. Efter covid-19-pandemiens begyndelse vedtog de nationale myndigheder f.eks. systemiske restriktioner for distributionen i overensstemmelse med ECB's og ESRB's anbefalinger om udbytteudbetalinger under covid-19-pandemien, selv om restriktionerne ikke var nedfældet på EU-plan (hvilket også skulle undersøges i henhold til artikel 518b i CRR). Empiriske beviser, undersøgelser foretaget af flere EU-organer, analyser foretaget af Kommissionen, den offentlige høring i 2021 og målrettede indkaldelser af rådgivning har imidlertid også fremhævet visse **mangler, der fortjener yderligere analyse** med henblik på et eventuelt lovgivningsforslag.

Kapitalbufferes anvendelighed og mulighed for at frigøre kapital til støtte for långivningen til økonomien

Selv om kapitalbuffer er udformet til at blive anvendt i krisetid, tyder empirisk dokumentation på, at bankerne kan være uvillige eller ude af stand til at anvende dem som planlagt, hvilket kan have negative konsekvenser for økonomien. **Bankerne kan være uvillige til at anvende buffere** på grund af bekymringer for:

- begrænsninger i udbetaling af udbytte, bonusser og andre udbetalinger
- bredere prisstigmatisering på markedet, hvis det kombinerede bufferkrav overtrædes
- usikkerhed om, hvorvidt anvendelsen af buffere rent faktisk vil blive støttet eller accepteret af deres tilsynsmyndigheder eller vil kræve yderligere tilsyns kontrol eller foranstaltninger såsom stresstest samt de økonomiske udsigter og varigheden og virkningerne af en eventuel krise³⁴.

Der er også dokumentation for, at **bankernes evne til at anvende kapitalbuffer kan være begrænset**³⁵ af andre tilsynsmæssige eller afviklingsmæssige minimumskrav (gearingsgrad og minimumskrav til kapitalgrundlag og nedskrivningsrelevante passiver (MREL³⁶)), som kan blive

³³ Ved finansielle institutioner, som ikke er banker, forstås en heterogen gruppe af finansielle institutioner, bortset fra banker, som letter strømmen af midler mellem opsparende og låntagere i økonomien. Disse institutioner omfatter enheder såsom porteføljeadministrationsselskaber, investeringsfonde, forsikrings selskaber, pensionsfonde, family offices, markedsoperatører og andre finansielle institutioner, der ikke er banker, og som tilbyder forskellige finansielle tjenesteydelser og produkter.

³⁴ For yderligere mulige hindringer for bufferanvendelighed henvises til Behn et al. (2020) [Macroprudential capital buffers – objectives and usability](#), ECB Macroprudential Bulletin, oktober.

³⁵ Jf. ESRB (2021), [Report of the Analytical Task Force on the overlap between capital buffers and minimum requirements](#), december 2021 og BCBS (2022), Buffer usability and cyclicalit y in the Basel Framework.

³⁶ MREL fastsættes af afviklingsmyndighederne for at sikre, at bankerne til enhver tid har tilstrækkelige nedskrivningsrelevante instrumenter til at understøtte den valgte afviklingsstrategi. Hvis afviklingsstrategien f.eks. omfatter bail-in og videreførelse af bankens aktiviteter på markedet, forventes MREL-kravet at absorbere tab og genoprette bankens kapitalposition, således at den fortsat kan udføre sine kritiske funktioner efter en krise. Kravene er nærmere beskrevet i EU's direktiv 2014/59/EU genopretning og afvikling af kreditinstitutter og

bindende, inden bufferne er opbrugt, navnlig for banker med lave risikovægte. Selv om disse potentielle begrænsninger for bankernes evne til at anvende buffere er et træk ved den nuværende ramme, kan væsentligheden af sådanne begrænsninger ændre sig over tid og på tværs af banker og blive mindre vigtig³⁷. Dette kan ske som følge af gennemførelsen af de tilsynsmæssige reformer i den nyligt vedtagne "bankpakke" og indfasningen af MREL.

Kapitalbufferes **mulighed for at blive frigjort** kan også forbedres og blive mere effektiv³⁸. I henhold til den nuværende ramme er størstedelen af kapitalbufferne (dvs. kapitalbevaringsbufferen, G-SII- og O-SII-bufferne og i mindre grad den systemiske buffer) af strukturel karakter, mens det kun er den kontracykliske kapitalbuffer, der udtrykkeligt er udformet med henblik på at kunne frigøres. Denne buffer tegner sig for en meget lille del af de samlede kapitalbufferkrav, ca. 5 % af bankernes kombinerede bufferkrav eller 0,1 % af de risikovægtede aktiver i bankunionen ved covid-19-pandemiens begyndelse. Selv om mange medlemsstater hævede deres satser for kontracykliske kapitalbuffer efter pandemien, er de stadig små i forhold til buffere, som ikke kan frigøres. Der var ikke behov for flere frigørelser af buffere som reaktion på pandemien på grund af den omfattende offentlige støtte, som medlemsstaterne ydede gennem finanspolitiske, monetære og reguleringsmæssige politiske foranstaltninger. De første empiriske data tyder imidlertid på, at økonomien kunne have haft gavn af bedre muligheder for frigørelse af kapitalbuffer til at stimulere yderligere långivning under krisen³⁹.

Konsekvens i de nationale myndigheders anvendelse af makroprudentielle værktøjer for banker

Selv om ECB's og de nationale myndigheders fælles ansvar i bankunionen anerkendes, **er anvendelsen af den makroprudentielle ramme i EU i vid udstrækning decentraliseret**. Dette er begrundet i, at systemiske risici og finansielle cyklusser kan variere fra medlemsstat til medlemsstat, idet de nationale myndigheder generelt anses for at have gode forudsætninger for at identificere og effektivt styre sådanne risici. Det er imidlertid ikke altid indlysende at forene denne model med det indre markeds funktion. Det er vigtigt at harmonisere visse aspekter af den makroprudentielle værktøjskasse for at sikre lige vilkår.

På den ene side er nationale makroprudentielle foranstaltninger måske ikke effektive, hvis de f.eks. kan omgås ved grænseoverskridende aktiviteter. Dette problem kan løses ved "gensidighed", dvs. andre medlemsstats nationale myndigheders anvendelse af tilsvarende foranstaltninger over for banker, der opererer på tværs af grænserne i det land, der har indført en national makroprudentiel foranstaltning. På den anden side kan kapitalbuffer og risikovægte også anvendes til uretmæssigt at begrænse kapitalens frie bevægelighed og tvinge grænseoverskridende bankkoncerner til at opretholde højere kapitalkrav i værtslandene. Dette kan potentielt reducere omkostningerne ved bankkrak i værtslandene, men kan også skade effektiviteten af grænseoverskridende bankvirksomhed. ESRB, ECB, EBA og Europa-Kommissionen har visse beføjelser i henhold til detaljerede procedurer til at koordinere

investeringsselskaber (BRRD) som ændret ved direktiv (EU) 2019/879 for så vidt angår kreditinstitutters og investeringsselskabers tabsabsorberings- og rekapitaliseringskapacitet (BRRD II) Forordning 806/2014/EU om oprettelse af en fælles afviklingsmekanisme (SRMR) som ændret ved forordning (EU) 2019/877 for så vidt angår kreditinstitutters og investeringsselskabers tabsabsorberings- og rekapitaliseringskapacitet (SRMR II) og CRR og CRD.

³⁷ Jf. f.eks. Leitner et al. (2023), [How usable are capital buffers? An empirical analysis of the interaction between capital buffers and the leverage ratio since 2016](#), ECB Occasional Paper nr. 329.

³⁸ En ECB-undersøgelse anslår, at større kapitalbuffer og den nye afviklingsramme i væsentlig grad styrkede banksystemets evne til at absorbere tab. Banksystemets evne til at absorbere tab er blevet *mere end tredoblet* i løbet af de seneste ti år. Jf. Carmassi et al. (2019), [Is taxpayers' money better protected now? An assessment of banking regulatory reforms ten years after the global financial crisis](#). Se også Baselkomitéen (2022), [Buffer usability and cyclicity in the Basel framework](#), 5. oktober 2022.

³⁹ Jf. Couaillier et al. (2021, 2022), [Bank capital buffers and lending in the euro area during the pandemic](#) og [Caution: do not cross! Capital buffers and lending in Covid-19 times](#).

makroprudentielle politikker og fremme det indre markedes integritet, men deres **kapacitet til at sikre konsekvens** i de nationale myndigheders tilgange er begrænset⁴⁰.

Identifikationen af andre systemisk vigtige institutter (O-SII'er) og kalibreringen af O-SII-buffersatser er ikke konsekvent på tværs af det indre marked⁴¹. For eksempel er der for O-SII'er med lignende scorer baseret på EBA's standardmetode vedrørende kriterierne for vurdering af O-SII'er forskellige krav til O-SII-buffersatser. Denne heterogenitet kan ikke fuldt ud forklares med de specifikke økonomiske eller finansielle markedsforskeligheder i medlemsstaterne såsom banksektorens størrelse eller koncentration, og dette giver anledning til bekymring for det indre marked og bankunionen. Nogle af disse forskelle kan tilskrives det forhold, at nogle medlemsstater anvendte den systemiske buffer i stedet for eller ud over O-SII-buffere til at imødegå disse risici. Ikke desto mindre berettiger **heterogeniteten** i fastsættelsen af O-SII-buffere yderligere vurdering⁴².

Den systemiske buffer — den mest fleksible buffer — anvendes til at imødegå en lang række systemiske risici, herunder fælles geografiske eksponeringer, gældsætning i den offentlige og den private sektor, banksektorens størrelse i procent af BNP og eksterne chok for økonomien. Denne fleksibilitet kan imidlertid give anledning til bekymring med hensyn til **vilkårlighed og overlappende tilsynskrav**. Endelig bør artikel 458 i CRR, som giver mulighed for at øge risikovægtene for eksponeringer mod fast ejendom for banker, der anvender interne modeller, kun anvendes som en sidste udvej af de nationale myndigheder. Der er dog konstateret visse **uoverensstemmelser** med hensyn til, hvordan de nationale myndigheder anvender denne foranstaltning, og det vil også være nødvendigt at sikre, at processen for dens aktivering er effektiv.

Forenkling og effektivitet af den makroprudentielle ramme og forvaltningen heraf

Effektiviteten af det makroprudentielle værktøjssæt kan hæmmes ved at medtage foranstaltninger, der ikke anvendes eller at undlade at medtage foranstaltninger på visse områder. F.eks. fokuserer artikel 138 og 139 i kapitalkravsdirektivet på at imødegå risici, der stammer fra overdreven kreditvækst i specifikke tredjelande, men disse beføjelser er aldrig blevet anvendt. Det kan også være nødvendigt yderligere at overveje tilsyns- og forvaltningsstrukturen i EU's makroprudentielle tilsyn, navnlig i forbindelse med håndtering af nye risici og værktøjer. Formålet vil være at forenkle tilsynsprocesserne, hvor det er muligt, under hensyntagen til det finansielle økosystems kompleksitet og beskytte den europæiske økonomi mod potentielle forstyrrelser.

Den makroprudentielle værktøjsskatte for banker til håndtering af konventionelle og nye risici

Siden indførelsen af den makroprudentielle værktøjsskatte for banker har medlemsstaterne truffet foranstaltninger til at tackle sårbarheder i forbindelse med fast ejendom, navnlig med hensyn til beboelsesejendomme⁴³, ved hjælp af både **kapitalbaserede foranstaltninger**, der er nedfældet i EU-retten (buffere og risikovægningsforanstaltninger), og i stigende grad **låntagerbaserede foranstaltninger**. Ud over artikel 458 i CRR giver artikel 124 og 164 i CRR medlemsstaterne mulighed for at anvende højere risikovægte for eksponeringer med sikkerhed i pant i beboelses- og

⁴⁰ ESRB og EBA skal f.eks. afgive udtalelser om visse foranstaltninger og foranstaltninger med stor indvirkning, som kræver godkendelse af Kommissionen, eller at Kommissionen ikke har indsigelser. ECB har ret til at gøre indsigelse mod enhver makroprudentiel foranstaltning, der er fastsat i EU-retten, og som en medlemsstat, der deltager i den fælles tilsynsmekanisme, har til hensigt at træffe. ESRB har også mere generelle koordineringsbeføjelser, f.eks. til at udstede advarsler og henstillinger til nationale myndigheder, f.eks. om kontracykliske kapitalbuffere eller frivillig gensidighed.

⁴¹ [EBA's rapport om kalibrering af O-SII-buffersatser](#).

⁴² En EBA-analyse viser, at nogle medlemsstater er meget strenge og fastsætter en maksimal mulig O-SII-buffersats i henhold til CRD IV for banker med en relativt lav O-SII-score, mens andre medlemsstater er forholdsvis lempelige og fastsætter en buffersats på 0 % eller en lav buffersats på trods af meget høje O-SII-scoringer. Alternativt kan meget høje O-SII-scoringer resultere i O-SII-buffersatser på 0,25 % i én medlemsstat og 2 % (maksimumssats på analysetidspunktet) i en anden medlemsstat.

⁴³ ESRB foretog systematiske, fremadrettede vurderinger af sårbarheder på boligmarkederne i EØS i [2016](#), [2019](#) og [2022](#), som dannede grundlag for landespecifikke advarsler og henstillinger.

erhvervsejendomme og minimumsgrænser for LGD på detaileksponeringer med sikkerhed i beboelses- og erhvervsejendomme.

For at øge effektiviteten af disse makroprudentielle værktøjer baseret på justeringer af risikovægte vil det være nødvendigt at opnå større konsekvens i aktiveringen og anvendelsen af risikovægningsforanstaltninger og tilpasse værktøjskassen til makroprudentiel risikovægt for banker, der anvender interne modeller og standardmetoden. Effektiviteten af disse foranstaltninger kan også øges ved at fokusere på risikovægte frem for individuelle risikoparametre (artikel 164 i CRR). Låntagerbaserede foranstaltninger er forebyggende, makroprudentielle grænser for udlånsstandarder, der er fastsat i den nationale lovgivning i de fleste medlemsstater, men som i øjeblikket ikke er nedfældet i EU-retten⁴⁴. Låntagerbaserede foranstaltninger er i øjeblikket forskellige fra medlemsstat til medlemsstat med hensyn til udformning, definitioner af underliggende indikatorer, anvendelsesområde, art (juridisk/ikkejuridisk bindende), undtagelser og forvaltningsordninger. Desuden er låntagerbaserede foranstaltninger ikke nedfældet i lovgivningen i alle medlemsstater, hvilket gør det vanskeligt at opnå gensidighed og kan bevirke at ikke alle medlemsstater får mulighed for effektivt at håndtere den systemiske risiko, der stammer fra ejendomssektoren. Desuden fortjener udviklingen i erhvervsejendomssektoren yderligere opmærksomhed. Makroprudentielle foranstaltninger, der specifikt er rettet mod erhvervsejendomme, er få og kunne vurderes yderligere sammen med bestræbelserne på at lukke de nuværende datahuller vedrørende bankernes eksponeringer mod denne sektor.

Foregribelse, overvågning og afbødning af risici for den finansielle stabilitet i forbindelse med **klimaændringer og miljøforringelse** bliver i stigende grad en vigtig opgave for de nationale myndigheder og EU-myndighederne. Omstillingsrisici og fysiske risici påvirker de enkelte finansielle institutioner og den finansielle sektor som helhed (herunder finansielle institutioner, som ikke er banker). Disse risici kan påvirke låntagernes solvens og værdien af sikkerhed i forbindelse med lån i fast ejendom på lige vilkår — ekstreme vejrforhold, herunder hedebølger, naturbrande og de seneste alvorlige oversvømmelser på verdensplan, har i høj grad vist den betydelige skade, som sårbare ejendomme og andre aktiver kan lide. Aktiver, der genererer betydelige drivhusgasemissioner, kan blive underlagt fremskyndet afskrivning, efterhånden som økonomien bevæger sig i retning af klimaneutralitet i overensstemmelse med EU's klimalov⁴⁵. De finansielle institutioners betydelige eksponering mod disse aktiver bør derfor dækkes med passende buffere. I øjeblikket tages der hovedsagelig hensyn til klimarelaterede finansielle risici i stresstest⁴⁶, men de er endnu ikke indregnet mere generelt i makroprudentielle krav. EU og internationale fora (ESRB, ECB, Rådet for Finansiell Stabilitet (FSB), Network for Greening the Financial System) drøfter i øjeblikket, hvordan man bedre kan håndtere disse risici med makroprudentielle værktøjer. Den aftale, der blev indgået om "bankpakken", præciserede, at den systemiske buffer kan anvendes til at håndtere risici i forbindelse med klimaændringer og klimaomstilling.

Systemiske cyberrisici giver anledning til store bekymringer ud fra et makroprudentielt perspektiv i en stadig mere digitaliseret finansiell sektor, der er udsat for voksende cybertrusler. Via tredjepartsudbydere af IKT-tjenester kan finansielle institutioner opnå meget avanceret beskyttelse mod cybertrusler, men afhængighed af kritisk infrastruktur fra tredjepartsudbydere kan også skabe nye sårbarheder og koncentrationsrisici. Den finansielle stabilitet kan forstyrres, når cyberhændelser spredt sig hurtigt på tværs af banker, ikke-banker og finansielle markedsinfrastrukturer via finansielle forbindelser og informationsteknologiforbindelser og en generel afhængighed af

⁴⁴ Yderligere oplysninger findes i ESRB's [Review of the EU Macroprudential Framework for the Banking Sector: Response to the call for advice](#), marts 2022, og ESRB's database over nationale foranstaltninger.

⁴⁵ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2021/1119 om fastlæggelse af rammerne for at opnå klimaneutralitet og om ændring af forordning (EF) nr. 401/2009 og (EU) 2018/1999 ("den europæiske klimalov") (EUT L 243 af 9.7.2021).

⁴⁶ EBA har særlige mandater vedrørende stresstest af klimarisici. ECB udfører også stresstest af klimarisici og indarbejder resultaterne af disse test i tilsyns kontrol- og vurderingsprocessen (SREP) ved hjælp af en kvalitativ tilgang.

tredjepartstjenesteudbydere. DORA-forordningen⁴⁷, direktivet om cybersikkerhed⁴⁸ og det igangværende arbejde med at reagere på ESRB's henstilling om koordinering af cyberhændelser⁴⁹ samt den fælles tilsynsmekanismes⁵⁰ tilsynsmæssige stresstest af bankernes modstandsdygtighed over for cyberangreb har til formål at afbøde disse risici.

Sårbarheder hos finansielle institutioner, som ikke er banker

For så vidt angår NBFi'er har FSB og ESRB identificeret tre primære strukturelle sårbarheder af forskellig størrelsesgrad, som kun delvist imødegås af de nuværende makroprudentielle foranstaltninger, og som kan bidrage til opbygningen af systemiske risici. De tre sårbarheder er systemiske likviditetsmismatch, (overdreven) gearing og indbyrdes forbundethed. Et begrænset og fragmenteret makroprudentielt tilsyn med NBFi'er på tværs af medlemsstaterne kan også skabe en yderligere kilde til systemisk risiko for EU's finansielle system.

Systemiske likviditetsmismatch kan opstå som følge af store og uventede ændringer i likviditetsefterspørgslen, hvis der er et naturligt begrænset udbud af likviditet i stresssituationer. I marts 2020 førte den forebyggende efterspørgsel efter likviditet i økonomien og de finansielle institutioner dermed forbundne likviditetsbehov til et udbredt salg af finansielle aktiver, det såkaldte "dash for cash"⁵¹. På udbudssiden er der en lavere risikovillighed, lovgivningsmæssige begrænsninger (med gennemførelsen af Basel III-regelsættet), og operationelle udfordringer begrænsede likviditetstilførslen fra banker og børsmæglere. I september 2022 udløste den kraftige stigning i rentesatserne i Det Forenede Kongerige (og det efterfølgende fald i priserne på finansielle aktiver) frygt i pensionsfondssektoren, hvor passivbaserede strategier førte til en større afhændelse af britiske statsobligationer, hvilket igen fik Bank of England til at gribe ind med et stort program for opkøb af aktiver⁵². Den 28. september 2023 lancerede Bank of England planen om at oprette et nyt likviditetsværktøj for NBFi'er, som i første omgang vil dække forsikrings- og pensionsfonde og potentielt kan udvides til at omfatte alle NBFi-enheder, der opfylder visse krav (*ex-ante* modstandsdygtighed)⁵³.

Desuden viste det pres på markedet, der blev forårsaget af covid-udbruddet i marts 2020, at visse pengemarkedsforeninger kan være udsat for investorstormløb (hvilket indebærer en first mover-fordel), der kan forværre likviditetschok, da pengemarkedsforeninger skal sælge deres aktiver for at finansiere meget store udgående pengestrømme under ekstraordinære omstændigheder. Dette kan ofte ske i forbindelse med likviditet og gennemsigtighed på de underliggende kortfristede finansieringsmarkeder⁵⁴. Kommissionen deltager aktivt i internationale drøftelser om foranstaltninger, der har til formål at tackle systemiske likviditetsmismatch. De internationale drøftelser fokuserer på forebyggende likviditetsforanstaltninger (såsom likviditetsbuffer eller ny marginpraksis) og på

⁴⁷ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2022/2554 af 14. december 2022 om digital operationel modstandsdygtighed i den finansielle sektor og om ændring af forordning (EF) nr. 1060/2009, (EU) nr. 648/2012, (EU) nr. 600/2014, (EU) nr. 909/2014 og (EU) 2016/1011.

⁴⁸ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2022/2555 af 14. december 2022 om foranstaltninger til sikring af et højt fælles cybersikkerhedsniveau i hele Unionen, om ændring af forordning (EU) nr. 910/2014 og direktiv (EU) 2018/1972 og om ophævelse af direktiv (EU) 2016/1148 (NIS 2-direktivet, EUT L 333 af 27.12.2022). Direktivet er en horisontal type lovgivning, der finder anvendelse på en række sektorer, og kræver, at enheder såsom cloudtjenesteudbydere, datacentre, udbydere af administrerede tjenester eller udbydere af administrerede sikkerhedstjenester træffer foranstaltninger til styring af cybersikkerhedsrisici, herunder sikkerhedsforanstaltninger i forsyningskæden. Kommissionen skal senest den 17. oktober 2024 vedtage en gennemførelsesretsakt, der yderligere præciserer cybersikkerhedsforanstaltningerne for disse typer enheder.

⁴⁹ [ESRB recommends establishing a systemic cyber incident coordination framework \(europa.eu\)](https://www.europa.eu/press-room/en/attachment-data/download/10000).

⁵⁰ [ECB to stress test banks' ability to recover from cyberattack \(europa.eu\)](https://www.europa.eu/press-room/en/attachment-data/download/10000).

⁵¹ Jf. FSB (2020), [Holistic Review of the March Market Turmoil - Financial Stability Board \(fsb.org\)](https://www.fsb.org/publications/holistic-review-of-the-march-market-turmoil), s.11.

⁵² For yderligere oplysninger se Bank of England (2023), [An anatomy of the 2022 gilt market crisis](https://www.bankofengland.co.uk/press-and-communications/2023/09/28), Staff Working Paper No. 1019, 31 March 2023.

⁵³ [A journey of 1000 miles begins with a single step: filling gaps in the central bank liquidity toolkit - speech by Andrew Hauser | Bank of England](https://www.bankofengland.co.uk/press-and-communications/2023/09/28).

⁵⁴ Se Europa-Kommissionen (2023), [Rapport fra Kommissionen om tilstrækkeligheden af forordning \(EU\) 2017/1131 om pengemarkedsforeninger ud fra et tilsynsmæssigt og økonomisk synspunkt \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/press-room/en/attachment-data/download/10000) og ESRB (2022), [The market for short debt securities in Europe: what we know and what we do not know \(europa.eu\)](https://www.esrb.europa.eu/en/press/2022/09/2022092001).

likviditetsforanstaltninger, hvis virkninger og anvendelse forstærkes af systemiske hændelser (såsom sektorspecifikke likviditetsstyringsværktøjer eller beføjelsen til at suspendere indløsningsrettigheder, også kaldet "ex post-likviditetsforanstaltninger") i forskellige NBFi-sektorer, herunder investeringsfonde, pensionsfonde og forsikringsselskaber⁵⁵.

Likviditetsmismatch forstærkes ofte af **overdreven gearing**, som, når den bliver uholdbar på grund af relaterede finansieringsomkostninger, kan føre til pludselig afvikling af positioner på markedet (nedgearing) og brandudsalg af aktiver med afsmittende virkninger på andre dele af det finansielle system og økonomien. Tilfældet med Archegos Capital Management i marts 2021, et "family office", der opererer som en hedgefond, er et eksempel på den indvirkning, som anvendelsen af gearing kombineret med likviditetsmismatch kan have langt ud over NBFi'er. Archegos' sammenbrud spredte store tab på tværs af finansielle institutioner (og først og fremmest for Credit Suisse, som led et tab på 5,5 mia. USD) som følge af en stor (gearet) eksponering mod få aktier via totalafkastswaps og differencekontrakter, hvilket gav Archegos mulighed for at geare 5-6 gange den investerede kapital⁵⁶. Handlingerne blev underrapporteret på grund af den reguleringsmæssige status for family offices, som var ureguleret i både Europa og USA. Ikke desto mindre var nogle handler synlige, når der blev handlet med europæiske modparter, der var underlagt EMIR's rapporteringsregler (hovedsagelig britiske banker), men de var utilstrækkelige til at give et fuldstændigt og rettidigt billede, der kunne udløse tilsynsmæssig indgriben i det mindste over for bankmodparter.

FSB's arbejde fremhæver også lommer af høj syntetisk gearing i visse NBFi-enheder, navnlig visse hedgefonde og passivbaserede investeringsfonde⁵⁷, som i nogle tilfælde også udviser en høj grad af indbyrdes forbundethed. Det igangværende arbejde på både EU-plan og internationalt plan har til formål at opnå en dybere forståelse af, hvordan de eksisterende rammer for rapportering og offentliggørelse effektivt kan tackle overdreven gearing. Dette indebærer at sikre, at gearede positioner forbliver gennemsigtige og forenelige, selv når der er tale om komplekse retlige strukturer eller komplicerede derivatinstrumenter. Desuden er de nationale tilsynsorganer og EU aktivt i færd med at undersøge, hvordan indberettede data kan anvendes til effektivt at styre sådanne risici, og fremme datadeling for at minimere yderligere indberetningsbyrder for markedsoperatørerne⁵⁸. Der er også drøftelser i gang om potentielle begrænsninger for akkumulering af gearing i specifikke sektorer, navnlig i uregulerede juridiske enheder såsom family offices⁵⁹.

Indbyrdes forbundethed mellem NBFi'er og med banksektoren øger risikoen for afsmittning i hele den finansielle sektor med potentielle negative afsmittende virkninger på økonomien. For eksempel er forsikrings- og pensionskasser de største indenlandske investorer i euroområdet investeringsfonde (ekskl. pengemarkedsforeninger) med ca. 25 % efterfulgt af husholdninger med 19 % og investeringsfonde (som investerer i andre fonde) med 16 %⁶⁰. Omvendt er investeringsfonde og andre finansielle institutioner en vigtig finansieringskilde for banksektoren, da de tegnede sig for 14 % af

⁵⁵ FSB overvejer også en liste over tiltag vedrørende marginpraksis for både brugere (marginforberedthed) og markedsinfrastrukturoperatører, hvoraf nogle allerede er omfattet af EMIR-rammen. Jf. FSB (2022) [Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress report \(fsb.org\)](#), s. 25.

⁵⁶ For yderligere oplysninger se ESMA (2022), [ESMA publishes ex-post analysis of derivatives risks in Archegos \(europa.eu\)](#).

⁵⁷ Jf. FSB (2023), [The Financial Stability Implications of Leverage in Non-Bank Financial Intermediation - Financial Stability Board \(fsb.org\)](#).

⁵⁸ Kommissionen vedtog også en bredere [strategi for tilsynsdata i EU's finansielle tjenesteydelser \(europa.eu\)](#) i december 2021, der er rettet mod deling og genanvendelse af tilsynsdata i hele det finansielle system.

⁵⁹ Dette omfatter overvejelser om nye parametre til måling af gearing, der er skræddersyet til forskellige NBFi'er, navnlig dem, der indføres gennem ikkebalanceførte aktiviteter, såsom målrettede ikkebalanceførte derivater eller værdipapirfinansieringstransaktioner. F.eks. i hvilket omfang transaktioner, der involverer stillet sikkerhed, registreres på NBFi'ers balance, og hvordan disse positioner kan afstemmes ved hjælp af de nuværende indberetningskrav.

⁶⁰ ESRB (2022), [EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2022 \(europa.eu\)](#), juli 2022.

euroområdet banksektorpassiver i første kvartal af 2023. NBFi'er omfatter forsikringsselskaber og pensionskasser og besidder ca. 28 % af de udestående bankgældsinstrumenter i euroområdet⁶¹.

Denne indbyrdes forbundethed kan forværre de negative virkninger af likviditetschok eller overdreven gearing som nævnt ovenfor eller endda skjule sårbarheder og opbygningen af systemiske risici. En stor risiko forbundet med indbyrdes forbundethed mellem NBFi'er og banksektoren er den potentielle tværsektorielle overførsel af finansielle chok. Hvis en NBFi oplever finansielle vanskeligheder, kan den overføre disse vanskeligheder til sine modparter i banksektoren og til andre NBFi'er gennem både aktiv- og passiveksponeringer (f.eks. derivatpositioner, bankværdipapirbeholdninger og refofinansiering). Archegos' misligholdelse fremhævede betydningen af en stærk risikostyring, og den måde, hvorpå indbyrdes forbundethed kan øge bankernes kreditrisiko (som det f.eks. skete for Credit Suisse). Bankerne kan også overføre problemer til NBFi'er, da de er centrale for derivatmarkedernes funktion og også er store långivere til NBFi'er.

NBFi'er og banker kan være indbyrdes forbundne via fælles eksponeringer, hvis de investerer i lignende aktiver eller har eksponeringer mod de samme modparter. Hvis disse fælles eksponeringer er udsat for finansiell stress, kan NBFi'er og banker blive påvirket samtidigt, hvilket øger risikoen for en systemisk krise. Hvis NBFi'er og traditionelle banker handler på samme måde, kan de desuden udløse store brandudsalg af fælles aktiver (f.eks. uroen på markedet i marts 2020, den likviditetsmæssige krise for energiselskaber som følge af stigninger i marginindbetalingskrav på grund af energikrisen i marts 2022). Tilsynsmyndighederne overvåger potentielle sårbarheder som følge af indbyrdes forbundethed mellem NBFi'er og mellem NBFi'er og banker via direkte forbindelser (f.eks. beholdninger mellem banker og NBFi'er og mellem NBFi'er eller marginindbetalingskrav) og indirekte forbindelser (f.eks. fælles aktiveksponeringer).

Sidst, men ikke mindst, bør fordelene ved **en mere konsekvent og koordineret makroprudentiel ramme for NBFi'er** vurderes yderligere på grund af disse strukturelle sårbarheder og kompleksiteten i tilsynet med sådanne indbyrdes forbundne sektorer. Der findes i øjeblikket kun få makroprudentielle foranstaltninger, der finder anvendelse på NBFi'er, og tilsynet med sådanne værktøjer for hver sektor er fordelt mellem forskellige tilsynsmyndigheder, selv inden for samme jurisdiktion. I henhold til FAIF-direktivet og direktivet om investeringsinstitutter har de nationale kompetente myndigheder f.eks. beføjelse til at suspendere investorernes indløsningsrettigheder, når fondene står over for risici for den finansielle stabilitet, og de nationale tilsynsmyndigheder tidligere har udøvet denne beføjelse individuelt. Der er kun begrænsede erfaringer med koordineret anvendelse af sådanne beføjelser i forbindelse med en bredere risiko for den finansielle stabilitet i hele EU.

Støtte til en konsekvent anvendelse af makroprudentielle værktøjer og tilstrækkelig koordinering mellem tilsynsmyndighederne i EU og med tilsynsmyndigheder i tredjelande er afgørende for effektive makroprudentielle politikker. Fragmentering mellem sektorer og nationale jurisdiktioner rejser vigtige spørgsmål om, hvordan der kan sikres en effektiv koordinering mellem medlemsstaterne (navnlig i forbindelse med systemiske hændelser, der berører mere end én medlemsstat), og hvordan de nødvendige data kan deles mellem myndighederne inden for de nuværende rapporteringsrammer.

⁶¹ Jf. ECB, Financial Stability Review, maj 2023, Special feature on "Key linkages between banks and the non-bank financial sector".