

Brüssel, den 19.10.2017
COM(2017) 604 final

**BERICHT DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT UND DEN
RAT**

**nach Artikel 29 Absatz 3 der Verordnung (EU) Nr. 2015/2365 vom 25. November 2015
über die Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften und der
Weiterverwendung sowie zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012**

BERICHT DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT UND DEN RAT

nach Artikel 29 Absatz 3 der Verordnung (EU) Nr. 2015/2365 vom 25. November 2015 über die Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften und der Weiterverwendung sowie zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012

1. EINLEITUNG

Ziel der Verordnung (EU) Nr. 2015/2365 über die Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften und der Weiterverwendung (SFT-Verordnung) ist die Entwicklung eines besseren Verständnisses der Auswirkungen des Schattenbankwesens (Kreditvermittlungstätigkeiten von Nichtbanken) sowie die Bewältigung der Risiken, die von Wertpapierfinanzierungsgeschäften ausgehen.

Wertpapierfinanzierungsgeschäfte sind besicherte Finanzierungs- oder Leihgeschäfte, die einen vorübergehenden Tausch von Vermögenswerten einschließen, wobei eine Seite des Geschäfts als Garantie (Sicherheit) dient. Pensionsgeschäftsvereinbarungen (Repos) bilden bei den Wertpapierfinanzierungsgeschäften in Bezug auf die ausstehenden Beträge und nach Umsätzen die wichtigste Kategorie. Sie werden im Allgemeinen bestimmt von der Notwendigkeit der Aufnahme von Barmitteln. Aus Sicht der entleihenden Partei besteht das Geschäft aus dem Verkauf von Sicherheiten gegen Barmittel, wobei sie im Voraus zustimmt, die Sicherheiten zu einem vorab festgesetzten Preis zurückzukaufen. Die verkauften Sicherheiten dienen dem Käufer (d. h. der Partei, die Barmittel zur Verfügung stellt) im Pensionsgeschäft als Sicherheit. Die Wertpapierleihe – die zweitgrößte Kategorie von Wertpapierfinanzierungsgeschäften – ist hauptsächlich bedingt durch die Marktnachfrage nach bestimmten Wertpapieren, z. B. zu Leerverkaufs- oder Abwicklungszwecken. Bei dieser Art von Geschäft verleiht eine Gegenpartei Wertpapiere entgeltlich gegen eine Sicherheit, die von der anderen Gegenpartei in Form von Barmitteln oder anderen Wertpapieren gestellt wird.

Wertpapierfinanzierungsgeschäfte ermöglichen Marktteilnehmern innerhalb und außerhalb des Bankensektors den kurzfristigen Zugang zu gesicherter Finanzierung bzw. besicherter Kreditvergabe, wodurch risikoarme Anlage- und Finanzierungsmöglichkeiten geschaffen werden. Somit sind Wertpapierfinanzierungsgeschäfte ein integraler Bestandteil des derzeitigen finanziellen Ökosystems. Gut funktionierende Märkte für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte sind für den Verkehr von Barmitteln und Wertpapieren zwischen den Marktteilnehmern, d. h. Finanz- und Nichtfinanzinstitute, unabdingbar. Sie unterstützen zudem die Preisfindung sowie die Sekundärmarktliquidität für eine Vielzahl von Wertpapieren und erleichtern die Umsetzung von Strategien im Rahmen des Risiko- und Sicherheitenmanagements.¹ Des Weiteren spielen insbesondere Repo-Märkte eine wesentliche Rolle bei den geldpolitischen Operationen der europäischen Zentralbanken.

¹ Rat für Finanzstabilität, Stärkung der Aufsicht und der Überwachung des Schattenbankwesens, 29. August 2013 http://www.fsb.org/2013/08/r_130829c/.

Nichtsdestoweniger können durch Wertpapierfinanzierungsgeschäfte Hebeleffekte und Prozyklizität entstehen, wie sich während der sich anbahnenden Finanzkrise im Jahr 2007/2008 gezeigt hat. Wertpapierfinanzierungsgeschäfte stärken auch die wechselseitigen Verflechtungen zwischen verschiedenen Arten von Marktteilnehmern und können so das Risiko der finanziellen Ansteckung erhöhen.

Auf globaler Ebene ist der Rat für Finanzstabilität (FSB) zuständig für die Ermittlung solcher Risiken und die Ausarbeitung von Empfehlungen, um diese auf international koordinierte Weise anzugehen. Im August 2013 hat der FSB ein Rahmenwerk² angenommen, um die mit dem Schattenbankwesen verbundenen Risiken bei Wertpapierleihe und Pensionsgeschäften anzugehen. Der Rahmen umfasst eine Reihe von politischen Empfehlungen und wurde im September 2013 von den Staats- und Regierungschefs der G20 gebilligt. Viele der Empfehlungen haben die Erhöhung der Transparenz der Märkte für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte durch häufige und granulare aufsichtsrechtliche Rechnungslegung zum Ziel. Die SFT-Verordnung stellt die Reaktion auf diese Empfehlungen auf EU-Ebene dar.

Im November 2015 hat der FSB den Umfang seiner politischen Empfehlungen³ mit einem Regelungsrahmen für Sicherheitsabschläge bei nicht zentral geclearten Wertpapierfinanzierungsgeschäften ausgeweitet. Ein Sicherheitsabschlag ist ein Abschlag auf den Wert einer gestellten Sicherheit zur Berücksichtigung des Marktrisikos. Sicherheitsabschläge sollen dazu dienen, übermäßige Hebeleffekte zu vermeiden und das Konzentrations- und Ausfallrisiko einzudämmen.

2. ZWECK DES BERICHTS UND BEITRÄGE VON INTERESSENTRÄGERN

Nach Artikel 29 Absatz 3 der SFT-Verordnung ist die Kommission verpflichtet, einen Bericht zu erstellen, „der die Fortschritte bei den internationalen Bemühungen um eine Eindämmung der mit Wertpapierfinanzierungsgeschäften verbundenen Risiken, einschließlich der Empfehlungen des FSB zu Sicherheitsabschlägen für nicht zentral geclearte Wertpapierfinanzierungsgeschäfte, und die Angemessenheit dieser Empfehlungen für Unionsmärkte behandelt“.

Um die Empfehlungen des FSB im Zusammenhang zu betrachten und einer Verpflichtung der Kommission im Rahmen ihrer Mitteilung zur Sondierung „EU-Regulierungsrahmen für Finanzdienstleistungen“⁴ nachzukommen, beinhaltet der vorliegende Bericht ferner eine kurze Bewertung der europäischen Märkte für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte.

Gemäß der SFT-Verordnung erstellte die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA), in Zusammenarbeit mit der Europäischen

² Ebd.

³ FSB, *Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Finance*, 12. November 2015 <http://www.fsb.org/2015/11/regulatory-framework-for-haircuts-on-non-centrally-cleared-securities-financing-transactions-2/>.

⁴ COM(2016) 855 final.

Bankenaufsichtsbehörde (EBA) und dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (ESRB), einen Bericht⁵ zur Prüfung der Fragen,

- ob die Nutzung von Wertpapierfinanzierungsgeschäften zum Entstehen erheblicher Hebeleffekte führt, die von den geltenden Vorschriften nicht erfasst werden,
- welche Möglichkeiten gegebenenfalls zur Verfügung stehen, um dem entgegenzuwirken, und
- ob weitere Maßnahmen zur Verminderung der prozyklischen Wirkung solcher Hebeleffekte erforderlich sind.

Ferner wurde bei der Erstellung dieses Berichts einer Reihe anderer politischer Dokumente und Beiträge Rechnung getragen, insbesondere der vorgenannten Dokumente des FSB sowie den Berichten des ESRB⁶⁷ und der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)⁸.

3. MÄRKTE FÜR WERTPAPIERFINANZIERUNGSGESCHÄFTE

3.1. FUNKTIONSWEISE DER EUROPÄISCHEN MÄRKTE FÜR WERTPAPIERFINANZIERUNGSGESCHÄFTE

Märkte für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte spielen im heutigen Finanzsystem eine wesentliche Rolle, da sie die Marktteilnehmer in ihren Bedürfnissen hinsichtlich gesicherter Finanzierung und Besicherung unterstützen. Pensionsgeschäfte sind insbesondere für die Funktionsweise von Interbankenmärkten von Bedeutung, da sie eine Alternative zu unbesicherten Interbankenkrediten und Termineinlagen bieten, um die Mindestreserve-Anforderungen zu erfüllen und den Liquiditätsbedarf zu decken.

Die Minderung des GegenparteiRisikos hat seit der Finanzkrise an Bedeutung gewonnen, was zu einer wachsenden Nachfrage nach Sicherheiten seitens der Marktteilnehmer geführt hat. Folglich ist eine deutliche Verschiebung von Märkten für unbesicherte Kreditgeschäfte hin zu Märkten für besicherte Kreditgeschäfte zu verzeichnen. Im Jahr 2015 lag der Umsatz der Märkte für besicherte Kreditgeschäfte (gegenüber einem Faktor von 1,6 noch im Jahr 2008) zehnmal höher als der der Märkte für unbesicherte Kreditgeschäfte.⁹ Gemessen am Marktvolumen betrugen die ausstehenden Beträge auf den europäischen Repo-Märkten

⁵ ESMA, *Report on securities financing transactions and leverage in the EU*, 4. Oktober 2016 <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-reports-shadow-banking-leverage-and-pro-cyclicality>.

⁶ ESRB *Opinion to ESMA on securities financing and leverage*, 4. Oktober 2016 https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/20161004_esrbopinion.en.pdf?.

⁷ ESRB, *The macroprudential use of margins and haircuts*, 16. Februar 2017 https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/170216_macroprudential_use_of_margins_and_haircuts.en.pdf?8115a0e7c89b631df250abdcf9ad008a.

⁸ BIZ, *CGFS Papers No 59 Repo market functioning*, 12. April 2017 <https://www.bis.org/publ/cgfs59.pdf>.

⁹ Europäische Zentralbank (EZB), *Euro Money Market Survey* https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/money_market/html/index.en.html.

5,6 Bio. EUR, was ungefähr 13 % des Gesamtvermögens der Banken in der EU bzw. 25 % der ausstehenden auf Euro lautenden Anleihen und börsennotierten Aktien entspricht.¹⁰

Pensionsgeschäfte dienen nicht nur der Beschaffung gesicherter Finanzierung. Institutionelle Anleger und nichtfinanzielle Gegenparteien nutzen Repo-Märkte auch zur Verwahrung von Barmitteln und zum Erwerb von Zinsen. Zudem streben Marktteilnehmer innerhalb und außerhalb des Bankensektors oftmals den Erwerb von Wertpapieren an, die zur Unterstützung von Finanzgeschäften, die über die Barkreditaufnahme bzw. -vergabe hinausgehen, als Sicherung verwendet werden können. Dies kann durch umgekehrte Pensionsgeschäftsvereinbarungen, die einen echten Verkauf und Rückkauf von Vermögenswerten umfassen, oder Wertpapierleihgeschäfte, eine weitere wichtige Kategorie von Wertpapierfinanzierungsgeschäften, erreicht werden. Wertpapierfinanzierungsgeschäfte werden schon lange als Quelle für Sicherheiten genutzt, z. B. zur Ausführung von Leerverkäufen. Aufgrund der erhöhten Besicherung von OTC-Derivategeschäften sowie des Wechsels zum Clearing durch zentrale Gegenparteien ist der Einsatz von OTC-Derivatekontrakten enger an die Verfügbarkeit von Sicherheiten gebunden. Marktteilnehmer, die OTC-Derivategeschäfte eingehen, verkaufen oftmals Sicherheiten im Rahmen eines Pensionsgeschäfts, um Barmittel zur Erfüllung ihrer Mindestanforderungen zu erwerben, während beim Clearing durch zentrale Gegenparteien umgekehrte Pensionsgeschäftsvereinbarungen zur Aufbewahrung von Barsicherheiten genutzt werden, wodurch auf beiden Seiten des Repo-Markts eine zusätzliche Nachfrage entsteht.

Seit Kurzem sind erhebliche Veränderungen der Repo-Märkte zu beobachten. Die Nachfrage nach Wertpapieren als Sicherheit ist beträchtlich gestiegen, während nach Auffassung der Interessenträger das Angebot an qualitativ hochwertigen Sicherheiten zumindest während bestimmter Zeiträume zurückgegangen ist. Dies zeigt sich in höheren ausstehenden Beträgen von umgekehrten Pensionsgeschäftsvereinbarungen im Vergleich zu normalen Pensionsgeschäftsvereinbarungen und insbesondere in höheren Aufschlägen für besondere Sicherheiten.¹¹

Die Staatsschuldenkrise hat sich aufgrund der Bonitätsverschlechterung bei bestimmten Staatsanleihen, die von den Marktteilnehmern nicht mehr als qualitativ hochwertige Sicherheiten erachtet werden, möglicherweise auf die Bereitstellung von Wertpapieren ausgewirkt. Ferner sind die Marktteilnehmer der Auffassung, dass das Wertpapierankaufprogramm des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB), insbesondere der Ankauf von Staatsanleihen, zum Mangel an qualitativ hochwertigen Sicherheiten sowie zu den geringen Kosten der auf Euro lautenden Finanzierung im Verhältnis zu den Kosten der auf US-Dollar lautenden Finanzierung beiträgt. Letztere dürfte unmittelbare Auswirkungen auf die Nachfrage nach Sicherheiten haben, da es wirtschaftlicher wird, US-Dollar gegen Euro einzutauschen und die Erträge in auf Euro lautende Vermögenswerte zu investieren. Auch die Marktpositionierung zu einem bestimmten

¹⁰ Internationale Kapitalmarktvereinigung (ICMA), *European Repo Market Survey*
<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Market-Info/Repo-Market-Surveys/No.-32-December-2016/RepoSurvey-140217.pdf>.

¹¹ Ebd.

Zeitpunkt spielt eine Rolle: Ein Anstieg der Verkaufspositionen führt ebenfalls zu einer erhöhten Nachfrage nach Sicherheiten.

Des Weiteren machen die Interessenträger geltend, dass sich neben der makroökonomischen Politik auch Reglementierungen auf die Tätigkeit auf den Sicherheitenmärkten ausgewirkt haben könnten. Zusätzlich zu den zentralen Clearing-Anforderungen, die zu einem allgemeinen Anstieg der Nachfrage nach Sicherheiten geführt haben, wird Basel III häufig von den Marktteilnehmern als Aspekt genannt, der die Struktur und die Dynamik von Repo-Märkten transformiert und umgestaltet. Es wird davon ausgegangen, dass der Verschuldungsgrad, die Risikokapitalanforderungen, die Mindestliquiditätsquote sowie die strukturelle Liquiditätsquote sich kumulativ auf die Liquidität in Repo-Märkten auswirken. Von all diesen Komponenten wird behauptet, dass sie die Kosten im Zusammenhang mit Pensionsgeschäften entweder einschränken oder erhöhen.

In der letzten Zeit haben sich in den Repo-Märkten Spannungen abgezeichnet, insbesondere im Zusammenhang mit den Fristen für die aufsichtsrechtliche Rechnungslegung: Zum Ende des Jahres 2016 und in geringerem Maße zu den Quartalsenden reduzierten einige Finanzinstitute ihre Tätigkeit auf den Repo-Märkten oder zogen sich aus diesen zurück. In einigen Fällen waren die Defizite bei der Bereitstellung qualitativ hochwertiger Sicherheiten – auch wenn von den Marktteilnehmern vorhergesagt – so ausgeprägt, dass sie zu bestimmten Zeitpunkten zu abrupten Erhöhungen der Aufschläge auf knappe Sicherheiten führten. Ob dies Auswirkungen auf breitere Kurse am Anleihemarkt und dessen Liquidität hatte, ist schwer zu sagen; bis dato scheinen die Auswirkungen jedenfalls sehr begrenzt und kurzlebig zu sein.

3.2. HEBELEFFEKTE UND MÖGLICHKEITEN, UM DIESEN ENTGEGENZUWIRKEN

Da Wertpapierfinanzierungsgeschäfte das Kreditwachstum fördern, tragen sie zum Entstehen von Hebeleffekten¹² über das Bankensystem mit seinen Aufsichtsvorschriften hinaus bei. Zudem können die Marktteilnehmer durch die Wiederanlage von Barsicherheiten und die Weiterverwendung von nicht zahlungswirksamen Sicherheiten möglicherweise in die Lage versetzt werden, ihre Stellung rekursiv auszunutzen.¹³ In einigen Fällen könnte dies zum Entstehen übermäßiger Hebeleffekte führen, die unter Umständen wiederum die Finanzstabilität gefährden, insbesondere aufgrund der impliziten prozyklischen Auswirkungen: Im Allgemeinen leisten Hebeleffekte in starken Konjunkturphasen einen Beitrag zum Bilanzsummenwachstum, während sie in konjunkturellen Abschwungphasen die Belastung verringern.¹⁴

Der spezifische Beitrag, den Wertpapierfinanzierungsgeschäfte zum Entstehen von Hebeleffekten leisten, lässt sich aufgrund des Mangels an granularen Daten (z. B. das Volumen von Lombardgeschäften, Daten zur Wiederanlage und Weiterverwendung von Sicherheiten) und wegen der potenziell verschiedenen Zwecke, für die

¹² Der Begriff „Hebeleffekte“ bezieht sich auf die Verwendung von Kreditmitteln zum Kauf von Vermögenswerten.

¹³ ESRB (2016), S. 5.

¹⁴ ESMA (2016), S. 48.

Wertpapierfinanzierungsgeschäfte getätigt werden, nur schwer bewerten. Die mit der SFT-Verordnung eingeführte Meldepflicht auf Geschäftsebene wird es den Behörden ermöglichen, diese Daten künftig zu gewinnen und die Auswirkungen von Wertpapierfinanzierungsgeschäften in Bezug auf das Entstehen von Hebeleffekten besser zu analysieren.

Was die Vermeidung von Hebeleffekten anbelangt, ist zunächst zu bemerken, dass es verschiedene Messgrößen für Hebeleffekte gibt. Beispielsweise sind die Unterschiede zwischen Brutto- und Netto-Hebeleffekten relevant, um zu verstehen, wie sich Hebeleffekte auf die Finanzstabilität auswirken. In diesem Bereich wird weiterhin an der Entwicklung von in allen Zuständigkeitsbereichen und Sektoren einheitlichen Messgrößen für Hebeleffekte gearbeitet.¹⁵

Viele Elemente des EU-Regelungsrahmens für Finanzdienstleistungen zielen auf die Begrenzung von Hebeleffekten und Prozyklizität ab. Dies gilt insbesondere im Bankensektor mit seinem Basel-III-Rahmenwerk¹⁶, auch wenn ein Teil der Maßnahmen gemäß dieses Rahmens erst kürzlich eingeführt wurden und noch nicht vollständig umgesetzt sind. Bestimmte Maßnahmen und Anforderungen mit dem Ziel, Hebeleffekten entgegenzuwirken, gelten auch für Versicherungsunternehmen, zentrale Gegenparteien und Investmentfonds. Derzeit existieren keine EU-weiten Instrumente, mit denen sich Hebeleffekte in allen Finanzsektoren vermeiden lassen.

Neben den vorgenannten sektoralen Maßnahmen können im spezifischen Kontext von Wertpapierfinanzierungsgeschäften auch Nachschüsse und Sicherheitsabschläge angemessene Instrumente darstellen, um Hebeleffekte und insbesondere die rekursive Anwendung von Hebeleffekten einzuschränken. Der FSB hat Empfehlungen im Hinblick auf Bewertungsabschläge bei Sicherheiten ausgesprochen, auf die in einem späteren Teil dieses Berichts genauer eingegangen wird (siehe Abschnitt 4.6).

Auch wenn die Festlegung von Bewertungsabschlägen dem Entstehen von Hebeleffekten entgegenwirken kann, kann die Praxis selbst möglicherweise prozyklische Auswirkungen haben. In Zeiten des wirtschaftlichen Aufschwungs können die Marktteilnehmer die Bewertungsabschläge in ihrer Höhe senken, wenn sie von einem geringeren Risiko der Verwertung von Sicherheiten ausgehen. In Zeiten der Konjunkturflaute könnten die Marktteilnehmer dagegen eher dazu tendieren, die Bewertungsabschläge zu erhöhen, um einer höheren erwarteten Volatilität bei der Sicherheitenverwertung Rechnung zu tragen.¹⁷ Gegenwärtig gibt es keine eindeutigen Hinweise darauf, wie und in welchem Ausmaß sich

¹⁵ ESMA (2016), S. 49.

¹⁶ In ESMA (2016), S. 25, findet eine Reihe von Instrumenten Erwähnung, die gemäß des Basel-III-Rahmenwerks durch die Eigenkapitalrichtlinie (Richtlinie (EU) Nr. 2013/36 – CRD) und die Eigenmittelverordnung (Verordnung (EU) Nr. 2013/575 – CRR) umgesetzt wurden. Diese Maßnahmen umfassen höhere Anforderungen an das Auffangen von Verlusten und qualitativ hochwertiges Kapital; strengere Eigenkapitalanforderungen für Gegenparteiausfallrisiko-Positionen aus Derivaten und Wertpapierfinanzierungsgeschäften; die Einführung der Verschuldungsquote, der Liquiditätsdeckungsquote (LCR) und der strukturellen Liquiditätsquote (NSFR); sowie bessere Risikomanagement-, Unternehmensführungs- und Vergütungsstrukturen.

¹⁷ ESRB (2016), S. 10.

solche Bewegungen der Bewertungsabschläge auf die Kurse von Vermögenswerten, Hebeleffekte und Finanzzyklen auswirken.¹⁸

4. INTERNATIONALE BEMÜHUNGEN UM EINE EINDÄMMUNG DER MIT WERTPAPIERFINANZIERUNGSGESCHÄFTEN VERBUNDENEN RISIKEN

4.1. HINTERGRUND

Im August 2013¹⁹ und November 2015²⁰ veröffentlichte der FSB Berichte mit Empfehlungen für den Umgang mit Risiken für die Finanzstabilität in Verbindung mit Wertpapierfinanzierungsgeschäften. Diese Empfehlungen haben allgemein Folgendes zum Ziel:

- die transparentere Gestaltung der Märkte für Wertpapierfinanzierungen durch häufige und granulare aufsichtsrechtliche Rechnungslegung und Offenlegung;
- die Einführung von Regulierungsstandards für die Wiederanlage von Barsicherheiten;
- die Einführung von Grundsätzen für die Weiterverpfändung von Kundenvermögen;
- die Einführung von Regulierungsstandards für die Bewertung/Verwaltung von Sicherheiten; sowie
- die Einführung von Qualitätsstandards für Methoden zur Berechnung der Bewertungsabschläge bei Sicherheiten und die Umsetzung eines Rahmens für numerische Untergrenzen für Sicherheitsabschläge.

In den folgenden Abschnitten werden die Empfehlungen kurz umrissen und es wird der jeweilige Stand der Umsetzung auf EU- und internationaler Ebene beurteilt. Gegebenenfalls werden mögliche Verbesserungsansätze dargelegt.

4.2. TRANSPARENZ DER MÄRKTE FÜR WERTPAPIERFINANZIERUNGSGESCHÄFTE (EMPFEHLUNGEN 1-5 DES FSB)

Den Behörden sollte es ermöglicht werden, umfassende und zeitnahe Informationen zu Risikopositionen von Wertpapierfinanzierungsgeschäften zwischen Finanzinstituten zu erfassen, darunter die Zusammensetzung und Entwicklung der zugrunde liegenden Sicherheiten. Dazu sollten – häufig und mit hoher Detailgenauigkeit – Daten zur Handelsstufe des Wertpapierfinanzierungsgeschäfts sowie Positionsdaten gesammelt werden. Durch die Konsistenz des Verfahrens der Datenerhebung aufgrund der Definition und Anwendung von Standards dürfte die regionale und globale Zusammenfassung der erhobenen Daten ermöglicht werden. Da Wertpapierfinanzierungsgeschäfte oft von Investitionsfonds genutzt werden, sollten die Verwalter solcher Fonds schließlich verpflichtet werden, ihren Endanlegern entsprechende Informationen zu Wertpapierfinanzierungsgeschäftstätigkeiten zu erteilen.

¹⁸ ESRB (2017), S. 35.

¹⁹ FSB (2013).

²⁰ FSB (2015).

Die im November 2015 angenommene SFT-Verordnung stellt die Reaktion auf diese Empfehlungen dar. Sie besteht aus drei wesentlichen Elementen:

- Anforderungen für Gegenparteien von Wertpapierfinanzierungsgeschäften zur Meldung aller Wertpapierfinanzierungsgeschäfte an zentrale Transaktionsregister;
- Anforderungen für Investitionsfonds zur Offenlegung der Nutzung von Wertpapierfinanzierungsgeschäften in ihren regelmäßigen Berichten und vorvertraglichen Unterlagen;
- Mindestvoraussetzungen hinsichtlich der Transparenz bei der Weiterverwendung von im Rahmen eines Wertpapierfinanzierungsgeschäfts erhaltenen Sicherheiten, wie etwa die Offenlegung der sich ergebenden Risiken und Konsequenzen sowie die vorherige Zustimmung der Gegenpartei, die Sicherheiten stellt (bezieht sich auf Empfehlung 7 des FSB zur Weiterverpfändung – siehe Abschnitt 4.4).

Die SFT-Verordnung kommt den Empfehlungen des FSB im Hinblick auf Transparenz in vollem Umfang nach. Die gemäß der SFT-Verordnung zu meldenden Positionsdaten und Daten bezüglich der Handelsstufe stehen zudem im Einklang mit den Anforderungen des FSB. Die für die Entwicklung der technischen Standards für die Umsetzung der SFT-Verordnung zuständige Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) trug der Arbeit des FSB Rechnung und nahm die erforderlichen Datenelemente in den vorgeschlagenen Berichtsrahmen auf. Die Kommission und die ESMA arbeiten weiterhin eng mit dem FSB zusammen, und die Arbeit des FSB findet bei der derzeitigen Finalisierung der Maßnahmen zur Umsetzung der SFT-Verordnung Berücksichtigung. Die eigentliche Berichterstattung beginnt voraussichtlich im Jahr 2019. Die Kommission wird zwei Jahre nach Beginn der Berichterstattung eine Bewertung der Wirksamkeit der SFT-Verordnung vornehmen.

4.3. WIEDERANLAGE VON BARSICHERHEITEN (EMPFEHLUNG 6 DES FSB)

Behörden, die für Nicht-Kreditinstitute zuständig sind, die Wertpapierleihgeschäfte tätigen (Hauptkreditgeber und Leihstellen), sollten in ihren Rechtsräumen rechtliche Regelungen umsetzen, die die Mindeststandards des FSB für die Wiederanlage von Barsicherheiten erfüllen, um durch solche Tätigkeiten bedingte Liquiditätsrisiken zu begrenzen. Die Mindeststandards umfassen wichtige Grundsätze und Maßnahmen zur Abwendung des Liquiditätsrisikos, des Fristentransformationsrisikos sowie des Konzentrations- und Kreditrisikos.

Im August 2014 erließ die ESMA das Leitliniendokument „*Guidelines on ETFs and other UCITS issues*“²¹ mit Vorschriften bezüglich der Wiederanlage von Barsicherheiten durch Vermögensverwalter von Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), die Wertpapierleihgeschäfte tätigen. Die Vorschriften betreffen die Liquidität, Bewertung, Diversifizierung, Anerkennungsfähigkeit und Korrelation sowie sonstige Kriterien für wiederangelegte Barsicherheiten. Auch wenn die Richtlinien nicht verbindlich sind, müssen die zuständigen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer alles in ihren Kräften Stehende tun,

²¹ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2014-0011-01-00_en_0.pdf.

um diesen Richtlinien und Empfehlungen nachzukommen, bzw. erläutern, warum sie nicht beabsichtigen, diesen Folge zu leisten.

Des Weiteren verbietet die EU-Verordnung über Geldmarktfonds²² es solchen Fonds ausdrücklich, Wertpapierverleihgeschäfte zu tätigen.

4.4. WEITERVERPFÄNDUNG²³ VON KUNDENVERMÖGEN (EMPFEHLUNGEN 7 UND 8 DES FSB)

Der FSB hat mehrere Empfehlungen im Hinblick auf die Weiterverpfändung von Kundenvermögen ausgesprochen. Erstens sollten Finanzintermediäre eine ausreichende Offenlegung gegenüber den Kunden in Bezug auf die Weiterverpfändung ihrer Vermögen vornehmen, sodass die Kunden die Risiken im Falle eines Versagens des Intermediärs nachvollziehen können. Zweitens können Kundenvermögen von einem Intermediär weiterverpfändet werden, um Kaufpositionen des Kunden zu finanzieren und Verkaufspositionen abzudecken; allerdings sollte keine Weiterverpfändung zu Zwecken der Finanzierung der Tätigkeiten des Intermediärs für eigene Rechnung erfolgen. Drittens sollten lediglich Unternehmen zur Weiterverpfändung von Kundenvermögen befugt sein, die einer entsprechenden Regulierung des Liquiditätsrisikos unterliegen.

Was die Offenlegung gegenüber Kunden anbelangt, besagt Artikel 15 der SFT-Verordnung, dass Sicherheiten weiterverwendet werden können, wenn die sicherungsgebende Gegenpartei auf die Risiken und Folgen, die mit der Einräumung eines Verfügungsrechts über Sicherheiten verbunden sein können, hingewiesen wurde. Ferner unterliegt die Weiterverwendung von Sicherheiten der Bedingung, dass die sicherungsgebende Gegenpartei zuvor ausdrücklich zugestimmt hat.

Betreffend die Nutzung von Kundenvermögen für Tätigkeiten für eigene Rechnung verpflichtet die Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID I)²⁴ Wertpapierfirmen und Kreditinstitute, die Eigentumsrechte der Kunden zu schützen und zu verhindern, dass die Finanzinstrumente eines Kunden ohne dessen ausdrückliche Zustimmung für eigene Rechnung verwendet werden. Diese Anforderungen werden ab Januar 2018 im Zuge der Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II)²⁵ weiter verschärft; diese verbietet den Abschluss von Finanzsicherheiten in Form von Rechtsübertragungen mit Kleinanlegern und knüpft den Abschluss solcher Sicherheiten mit professionellen Kunden an bestimmte Bedingungen, wobei insbesondere die verbundenen Risiken sowie die Auswirkungen auf die Finanzinstrumente und Fonds des Kunden hervorgehoben werden. Schließlich ist im Hinblick auf OGAW im ESMA-Leitliniendokument „*Guidelines on ETFs and other UCITS issues*“ sowie in der Verordnung über Geldmarktfonds vorgesehen, dass entgegengenommene nicht zahlungswirksame Sicherheiten weder veräußert noch reinvestiert oder verpfändet werden dürfen.

²² Verordnung (EU) 2017/1131 vom 14. Juni 2017.

²³ Gemäß der Terminologie der FSB ist der Begriff „Weiterverwendung“ definiert als die Nutzung von im Rahmen eines Geschäfts zur Verfügung gestellten Wertpapieren zur Besicherung eines anderen Geschäfts. Der Begriff „Weiterverpfändung“ bezeichnet enger gefasst die Weiterverwendung von Kundenvermögen.

²⁴ Richtlinie 2004/39/EG vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente.

²⁵ Richtlinie 2014/65/EU vom 15. Mai 2014.

Die Finanzinstitute (d. h. Wertpapierfirmen und Kreditinstitute), die unter den vorstehend beschriebenen Bedingungen zur Weiterverpfändung von Kundenvermögen befugt sind, unterliegen in jedem Fall der Regulierung des Liquiditätsrisikos gemäß den Eigenkapitalanforderungen der EU.

4.5. BEWERTUNG VON SICHERHEITEN UND SICHERHEITENVERWALTUNG (EMPFEHLUNG 9 DES FSB)

Gegenparteien von Wertpapierfinanzierungsgeschäften, die Sicherheiten erhalten, sollten nur Arten von Sicherheiten akzeptieren, die sie – infolge eines Gegenparteiausfalls – für einen Zeitraum halten können, ohne dabei gegen Gesetze oder Verordnungen zu verstoßen, um Risiken angemessen zu bewerten und zu verwalten. Ferner sollten sie für den Fall eines Ausfalls ihrer größten Marktgegenparteien sowie für Zeiten von Marktspannungen über Notfallpläne verfügen.

Sicherheiten und verliehene Wertpapiere sollten mindestens täglich zum Marktwert bewertet werden; des Weiteren sollten in den Fällen, in denen die Beträge eine zulässige Mindestschwelle überschreiten, mindestens einmal am Tag Nachschüsse eingefordert werden.

Es wurde ein Mindestmaß an gesetzlichen Auflagen in Bezug auf die Bewertung und Verwaltung von Sicherheiten für OGAW und Geldmarktfonds, bestimmte Kreditinstitute und Wertpapierfirmen sowie für Versicherungsunternehmen und Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung eingeführt.

Für OGAW finden sich Vorschriften zur Sicherheitenverwaltung im ESMA-Leitliniendokument „*Guidelines on ETFs and other UCITS issues*“. Erhaltene Sicherheiten sollten hochliquide sein und auf geregelten Märkten oder in multilateralen Handelssystemen mit transparenter Preisbildung gehandelt werden, sodass sie schnell veräußert werden können. Sie sollten mindestens täglich bewertet werden, und Vermögenswerte mit hoher Preisvolatilität sind nur dann zu akzeptieren, wenn angemessene konservative Sicherheitsabschläge angewandt werden. Zudem sieht die Verordnung über Geldmarktfonds – insbesondere aufgrund der spezifischen Gegebenheiten dieser Fonds – strengere Vorschriften betreffend die Verwaltung von Sicherheiten vor. Die Kommission ist zur Annahme delegierter Rechtsakte befugt, in denen die Anforderungen an die erhaltenen Sicherheiten in Bezug auf quantitative und qualitative Liquidität und Kreditqualität konkretisiert werden.

Für Kreditinstitute und Wertpapierfirmen, die interne Modellmethoden zur Berechnung der Mindesteigenkapitalanforderungen von Wertpapierfinanzierungsgeschäften anwenden, ist in den Eigenkapitalvorschriften der EU die Einrichtung einer Abteilung für die Sicherheitenverwaltung vorgesehen. Die Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente verpflichtet Wertpapierfirmen und Kreditinstitute, i) für alle Kunden sicherzustellen, dass der Entleiher der Finanzinstrumente von Kunden angemessene Sicherheiten stellt, und ii) über die fortdauernde Angemessenheit dieser Sicherheiten zu wachen und die notwendigen Schritte zu unternehmen, um das Gleichgewicht mit dem Wert der Finanzinstrumente von Kunden aufrechtzuerhalten.

Für Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen wurde mit der Richtlinie „Solvabilität II“²⁶ der Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht eingeführt; dieser Grundsatz besagt, dass Versicherungsunternehmen lediglich in Vermögenswerte und Instrumente investieren dürfen, deren Risiken sie angemessen erkennen, messen, überwachen und steuern können. Versicherer können Wertpapierfinanzierungsgeschäfte tätigen, wenn dem Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht genüge getan wird. In diesem Fall müssen die Sicherheiten im Einklang mit der Richtlinie „Solvabilität II“ und dem entsprechenden delegierten Rechtsakt bewertet werden. Die Richtlinie über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV)²⁷ legt gleichermaßen den Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht für Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung fest. Ferner wird zum Ausgleich der Anlagefreiheit ein geeignetes Risikomanagementsystem eingeführt. Wie bei Versicherern können auch Pensionsfonds Wertpapierfinanzierungsgeschäfte tätigen, wenn dem Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht entsprochen wird.

4.6. BEWERTUNGSABSCHLÄGE BEI SICHERHEITEN (EMPFEHLUNGEN 12-18 DES FSB)

Mit seinem Rahmen für Sicherheitsabschläge empfiehlt der FSB einen Ansatz auf der Grundlage zweier Hauptschwerpunkte, nämlich:

1. qualitative Standards für die von den Marktteilnehmern zur Berechnung der Bewertungsabschläge bei Sicherheiten verwendeten Methoden; sowie
2. numerische Untergrenzen gemäß nachstehender Tabelle für Sicherheitsabschläge bei nicht zentral geclearten Wertpapierfinanzierungsgeschäften, in deren Rahmen Nichtbanken Finanzmittel gegen andere Sicherheiten als staatliche Schuldverschreibungen zur Verfügung gestellt werden.

²⁶ Richtlinie 2009/138/EG vom 25. November 2009.

²⁷ Richtlinie (EU) 2016/2341 vom 14. Dezember 2016.

Numerische Untergrenzen für Sicherheitsabschläge bei Wertpapierleihgeschäften gegen Barmittel

Restlaufzeit der Sicherheit	Höhe des Sicherheitsabschlags	
	Unternehmen und sonstige Emittenten	Verbriefte Produkte
Schuldverschreibungen und zinsvariable Anleihen mit einer Restlaufzeit von ≤ 1 Jahr	0,5 %	1 %
Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von > 1 Jahr, ≤ 5 Jahren	1,5 %	4 %
Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von > 5 Jahren, ≤ 10 Jahren	3 %	6 %
Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von > 10 Jahren	4 %	7 %
Hauptindexaktien	6 %	
Sonstige Wertpapiere innerhalb des Anwendungsbereichs des Rahmenwerks	10 %	

Quelle: Regelungsrahmen des FSB für Sicherheitsabschläge bei nicht zentral geclearten Wertpapierfinanzierungsgeschäften.

Empfehlungen zur Methodik

Die Mindeststandards für die Methodik zur Berechnung der Sicherheitsabschläge ergänzen die bestehenden unternehmensbasierten Vorschriften in Bezug auf Hebeleffekte (für Kreditinstitute und Wertpapierfirmen) und dienen speziell dazu, Prozyklizität entgegenzuwirken. Es ist zu beachten, dass der Anwendungsbereich dieser Empfehlung weit gefasst ist und die Empfehlung für sämtliche Marktteilnehmer gilt, die bei der Bereitstellung von Wertpapierfinanzierung Sicherheiten erhalten.

Derzeit sind solche Standards, die für alle Marktteilnehmer in der EU gelten, nicht vorhanden. Allerdings enthält das ESMA-Leitliniendokument „*Guidelines on ETFs and other UCITS issues*“ derartige Standards für OGAW. Konkret sollten OGAW für alle Kategorien von als Sicherheiten angenommenen Vermögenswerten über klare Richtlinien in Bezug auf Sicherheitsabschläge verfügen, wobei den Merkmalen der Vermögenswerte wie etwa Bonität und Volatilität sowie den Ergebnissen regelmäßiger Stresstests Rechnung getragen wird.

Empfehlungen zu numerischen Untergrenzen für Sicherheitsabschläge

Durch numerische Untergrenzen für Sicherheitsabschläge soll dem Entstehen systemweiter Hebeleffekte außerhalb des Bankensystems entgegengewirkt werden. Der Anwendungsbereich der Empfehlung zu numerischen Untergrenzen für Sicherheitsabschläge

ist im Vergleich zum Geltungsbereich der Empfehlung zur Methodik zur Berechnung von Sicherheitsabschlägen enger gefasst (die Empfehlung gilt für nicht zentral geclearte Wertpapierfinanzierungsgeschäfte, in deren Rahmen Nichtbanken Finanzmittel gegen andere Sicherheiten als staatliche Schuldverschreibungen zur Verfügung gestellt werden). Die Empfehlungen betreffend Untergrenzen für Sicherheitsabschläge ergänzen das Basel-III-Rahmenwerk und gelten für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte zwischen einer Bank und einer Nichtbank oder zwischen zwei Nichtbanken. Wertpapierfinanzierungen, die Banken und Wertpapierfirmen erhalten, die angemessenen Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften auf konsolidierter Basis (Wertpapierfinanzierungsgeschäfte zwischen zwei Banken) unterliegen, sind vom Anwendungsbereich der numerischen Untergrenzen für Sicherheitsabschläge ausgenommen, da der FSB der Auffassung ist, dass die Anwendung der Untergrenzen für Sicherheitsabschläge auf diese Geschäfte zu einer Verdopplung der Anforderungen führen kann. Die Empfehlungen des FSB sehen vor, dass numerische Untergrenzen für Sicherheitsabschläge bei Wertpapierfinanzierungsgeschäften zwischen einer Bank und einer Nichtbank zuerst in das Basel-III-Rahmenwerk aufgenommen werden sollten. Die Behörden sollten dann das Rahmenwerk umsetzen, indem sie die Marktteilnehmer dazu verpflichten, Geschäfte oberhalb der Untergrenzen für Sicherheitsabschläge durchzuführen. Die Umsetzung des Rahmenwerks könnte entweder im Wege unternehmensbasierter Vorschriften (d. h. auf der Grundlage des Basel-III-Rahmenwerks), durch Marktregulierung, wodurch ein breiteres Spektrum von Unternehmen erfasst werden würde, die Nichtbanken potenziell Wertpapierfinanzierung zur Verfügung stellen, oder durch eine Kombination dieser Methoden erfolgen.

Derzeit gibt es auf EU-Ebene keine rechtlichen Anforderungen hinsichtlich der numerischen Untergrenzen für Sicherheitsabschläge bei Wertpapierfinanzierungsgeschäften zwischen einer Bank und einer Nichtbank oder zwischen zwei Nichtbanken, die in den Anwendungsbereich der Empfehlung des FSB fallen.

Vorgehensweise in Bezug auf die Empfehlungen zu Sicherheitsabschlägen

Bei der Erwägung potenzieller Regulierungsmaßnahmen im Hinblick auf Sicherheitsabschläge ist eine Reihe wichtiger Aspekte zu berücksichtigen.

Erstens: Auch wenn Sicherheitsabschläge einen Beitrag zur Begrenzung von Hebeleffekten leisten können, sind ihre Auswirkungen auf die Prozyklizität – wie in Abschnitt 3.1 beschrieben – nicht ganz klar und von ihrer Anwendung abhängig (z. B. statische gegenüber dynamischen Untergrenzen für Sicherheitsabschläge). Ein besseres Verständnis der Wechselbeziehung zwischen Sicherheitsabschlägen und Prozyklizität würde die Entscheidungsfindung über qualitative oder quantitative Vorschriften für Sicherheitsabschläge erleichtern. Zweitens: Diskussionen zwischen der ESMA und den Marktteilnehmern sowie in diesem Zusammenhang offengelegte Daten legen nahe, dass die von den Marktteilnehmern tatsächlich angewandten Sicherheitsabschläge – selbst im derzeit relativ günstigen Marktumfeld – in der Tendenz über den vom FSB empfohlenen Untergrenzen für Sicherheitsabschläge liegen oder diesen entsprechen. Somit ist nicht klar, inwieweit sich die Umsetzung der Empfehlungen des FSB in der Praxis auf den Markt auswirken würde.

Drittens: Auf die Wertpapierfinanzierungsgeschäfte, die in den Anwendungsbereich der Empfehlung des FSB zu numerischen Untergrenzen für Sicherheitsabschläge fallen, entfällt nur ein geringer Anteil am Gesamtmarkt²⁸, und es könnte hilfreich sein, den Umfang möglicher Maßnahmen auf der Grundlage umfassender Daten neuzubewerten. Viertens: Die Aufnahme der numerischen Untergrenzen für Sicherheitsabschläge für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte zwischen einer Bank und einer Nichtbank in das Basel-III-Rahmenwerk, die von der FSB ursprünglich für Ende des Jahres 2015 als Voraussetzung für die Behörden, die die Untergrenzen für Sicherheitsabschläge einführen, empfohlen wurde, ist weiter verschoben. Schließlich befinden sich auch andere wichtige Rechtsordnungen (z. B. die USA und Japan) in frühen Phasen der Bewertung und sind bisher noch zu keiner Entscheidung über Untergrenzen für Sicherheitsabschläge gelangt.

Der vorgenannte Bericht der ESMA unterstützt diese Begründung und liefert zusätzliche Informationen zu mehreren der oben aufgeführten Punkte, insbesondere in Bezug auf die numerischen Untergrenzen für Sicherheitsabschläge.²⁹ Abschließend erscheint eine Bewertung der möglichen Einführung qualitativer Standards und numerischer Untergrenzen für Sicherheitsabschläge auf der Grundlage detaillierterer Daten zu Wertpapierfinanzierungsgeschäften, die zur Verfügung stehen werden, sobald die umfassenden Meldepflichten gemäß der SFT-Verordnung in Kraft treten (nach aktuellem Stand der Planung ab 2019), sinnvoll.

5. ALLGEMEINE SCHLUSSFOLGERUNGEN

Die Empfehlungen des FSB zu Wertpapierfinanzierungsgeschäften wurden in der EU durch die Annahme der SFT-Verordnung und besonderer Bestimmungen in den sektoralen Rechtsvorschriften und Leitlinien für Finanzdienstleistungen weitgehend umgesetzt. Daher scheinen zu diesem Zeitpunkt keine weiteren Regulierungsmaßnahmen erforderlich zu sein.

Was die sektorübergreifenden qualitativen Standards für die Berechnung von Sicherheitsabschlägen und die Einführung numerischer Untergrenzen für Sicherheitsabschläge anbelangt, sollte eine Bewertung der Notwendigkeit und des Umfangs von potenziellen Regulierungsmaßnahmen in diesem Bereich auf umfassenden und detaillierten Daten zu Märkten für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte beruhen, die zur Verfügung stehen werden, sobald die Meldepflicht gemäß der SFT-Verordnung in Kraft tritt. Ferner verstärkt die derzeitige Marktdynamik (wie in Abschnitt 3 beschrieben) die Notwendigkeit eines gewissen Maßes an Vorsicht und eindeutiger Belege, wenn über Regulierungsmaßnahmen, die quantitative Anforderungen implizieren, nachgedacht wird. Die Fortschritte auf internationaler Ebene sind vergleichbar mit den in der EU erzielten

²⁸ Schätzungen reichen gemäß ESMA (2016) von 8 % bis 35 % des europäischen Repo-Markts und bis zu 25 % des europäischen Wertpapierleihemarkts. Dabei handelt es sich um Obergrenzen, da die Zahlen Geschäfte zwischen zwei Banken beinhalten.

²⁹ In einer Stellungnahme des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB) als Beitrag zum Bericht der ESMA wird ein konservativerer Standpunkt eingenommen und es wird die Umsetzung des Rahmenwerks des FSB zu numerischen Untergrenzen für Sicherheitsabschläge empfohlen, noch bevor weitere Daten zur Verfügung stehen. Es wird jedoch anerkannt, dass in der Tat ein allgemeiner Mangel an Daten besteht und dass es einer weiteren empirischen und begrifflichen Analyse bedarf.

Fortschritten (d. h. in der frühen Bewertungsphase), und keine andere Region hat zum gegenwärtigen Zeitpunkt über Regulierungsmaßnahmen im Hinblick auf Untergrenzen für Sicherheitsabschläge entschieden. Gegebenenfalls sollte die Einführung von numerischen Untergrenzen für Sicherheitsabschläge im Idealfall auf global koordinierte Weise geschehen, um eine Gefährdung der Wettbewerbsgleichheit zu vermeiden und zu verhindern, dass Marktteilnehmer in dem Staat, der als Erster entsprechende Regeln erlässt, einen Wettbewerbsnachteil erleiden.

Die Kommission wird die Entwicklungen in den Märkten für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte und im internationalen Regelungsraum weiterhin aufmerksam verfolgen. Die Kommission wird den Mehrwert der qualitativen Standards und der Untergrenzen für Sicherheitsabschläge auf der Grundlage eines von der ESMA zu erstellenden Berichts erneut bewerten, sobald umfassende Daten zu Wertpapierfinanzierungsgeschäften zur Verfügung stehen.