EUROPA-
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 6.5.2021
COM(2021) 224 final

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET

i henhold til artikel 85, stk. 2, i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 af 4. juli 2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre som ændret ved forordning (EU) nr. 834/2019 til vurdering af, hvorvidt der er udviklet levedygtige tekniske løsninger til pensionsordningers overførsel af kontant og ikkekontant sikkerhed som variationsmarginer, samt om behovet for eventuelle foranstaltninger, der kan lette sådanne løsninger

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET

i henhold til artikel 85, stk. 2, i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 af 4. juli 2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre som ændret ved forordning (EU) nr. 834/2019 til vurdering af, hvorvidt der er udviklet levedygtige tekniske løsninger til pensionsordningers overførsel af kontant og ikkekontant sikkerhed som variationsmarginer, samt om behovet for eventuelle foranstaltninger, der kan lette sådanne løsninger

1. INDLEDNING

Forordning (EU) nr. 648/2012 (forordningen om europæisk markedsinfrastruktur, EMIR) fastsætter en midlertidig undtagelse fra den centrale clearingforpligtelse for enheder, der forvalter pensionsordninger, for så vidt angår visse typer OTC-derivater[1]. Den midlertidige undtagelse har til formål at tage hensyn til de specifikke kendetegn ved forretningsmodellen for sådanne enheder og den virkning, som obligatorisk clearing kunne have på pensioner: Enheder, der forvalter pensionsordninger, afsætter typisk mindst muligt i kontante midler for at maksimere afkastet for deres forsikringstagere. Der er derfor en risiko for, at et krav om, at pensionsordninger skal cleare OTC-derivataftaler centralt, kan føre til, at pensionsordningerne frigør en betydelig del af deres aktiver til kontante midler for at opfylde centrale modparters (CCP'er) marginkrav med en potentiel negativ indvirkning på pensionisternes pensionsindkomst. Hensigten med den midlertidige undtagelse er at give pensionsordninger, CCP'er og clearingmedlemmer tid til at finde en egnet teknisk løsning, som ville gøre det muligt for pensionsordningerne at cleare centralt hos CCP'er og hindre væsentlige negative virkninger for pensionisternes indkomst.

EMIR Refit, der trådte i kraft i juni 2019, forlængede undtagelsen indtil juni 2021 med yderligere potentielle forlængelser to gange via Kommissionens delegerede retsakter, hver gang med maksimalt et år. Forordningens ultimative mål er imidlertid fortsat central clearing for pensionsordninger så hurtigt som muligt. CCP'er, clearingmedlemmer og pensionsordninger skal gøre deres bedste for at bidrage til udviklingen af levedygtige løsninger.

Som krævet under EMIR Refit nedsatte Kommissionen en ekspertgruppe, der består af repræsentanter for CCP'er, clearingmedlemmer, pensionsordninger og andre relevante parter, med henblik på at overvåge deres indsats og evaluere de fremskridt, der er gjort hen imod at finde levedygtige tekniske løsninger. Ekspertgruppen, der også omfatter

[1] I henhold til EMIR omfatter pensionsordningerne arbejdsmarkedsrelaterede pensionskasser som defineret i artikel 6, litra a), i direktiv 2003/41/EF, arbejdsmarkedsrelaterede pensionsaktiviteter, der varetages af institutioner i henhold til artikel 3 i dette direktiv, arbejdsmarkedsrelaterede pensionsaktiviteter, der varetages af forsikringsselskaber, som er omfattet af direktiv 2002/83/EF (under visse betingelser), samt andre enheder eller ordninger, der er godkendte og underlagt tilsyn, og som opererer på et nationalt grundlag, hvis primære formål er at udbetale pensionsydelser. Undtagelsen vedrører OTC-derivater, der objektivt kan måles til at reducere investeringsrisici, der direkte vedrører pensionsordningernes finansielle solvens. Den finder også anvendelse på enheder, der er etableret med det formål at yde kompensation til medlemmer af sådanne ordninger i tilfælde af misligholdelse, og pensionsordninger, der har vanskeligt ved at opfylde variationsmarginkravene (artikel 89 i EMIR).

repræsentanter for centralbanker, Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) og Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger (EIOPA), mødtes i oktober 2019 og i april og november 2020.

Artikel 85 i EMIR Refit kræver, at Kommissionen udarbejder årlige rapporter, indtil den endelige forlængelse af undtagelsen foreligger, som giver en vurdering af, hvorvidt der er udviklet levedygtige tekniske løsninger til pensionsordningers overførsel af ikkekontant sikkerhed som variationsmarginer, såvel som behovet for eventuelle foranstaltninger, der kan lette en sådan løsning. I henhold til forordningen skal ESMA i samarbejde med Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (EBA), EIOPA og ESRB forelægge årlige rapporter for Kommissionen, som vurderer problemet.

ESMA forelagde den første rapport for Kommissionen i april 2020. Kommissionens første rapport[2], der blev offentliggjort i september 2020, indeholdt en omfattende analyse af problemerne i forbindelse med pensionsordningernes centrale clearing.

ESMA afholdt en offentlig høring fra april til juni 2020 for at indsamle en bred vifte af synspunkter og data om emnet. Resultaterne af den offentlige høring indgik i ESMA's anden rapport til Kommissionen i december 2020, som blev udarbejdet i samarbejde med EBA, EIOPA og ESRB.

Dette er Kommissionens anden rapport i henhold til artikel 85 i EMIR Refit. Den beskriver de fremskridt, der er gjort, på grundlag af drøftelserne i Kommissionens ekspertgruppe og input fra de europæiske tilsynsmyndigheder (ESA'er) og ESRB gennem deres rapportering til Europa-Kommissionen.

2. BAGGRUND

Landskabet for pensionsordninger i EU er diversificeret. Ifølge data fra udgangen af 2018[3] findes de største pensionsordningsmarkeder i EU i Nederlandene med et gennemsnitligt forhold mellem aktiver og BNP på 173,3 % og i Danmark med et forhold på 198,6 %. Irland har lignende ordninger. Ifølge data fra ESMA[4] tegnede de nederlandske pensionsordninger sig for 70-80 % af den fiktive værdi af derivater fra alle EU's pensionsfonde pr. udgangen af marts 2020. Pensionsordninger anvender i vid udstrækning derivater til at sikre deres passiver mod en række risici.

Kommissionens første rapport gjorde status over situationen vedrørende pensionsordningernes centrale clearing. Den viste, at behovet for at stille variationsmarginen i kontanter, som det fremgik af drøftelserne i Kommissionens ekspertgruppe, kan være problematisk for pensionsordninger, navnlig under stressede

2 Rapport fra Kommissionen til vurdering af, hvorvidt der er udviklet levedygtige tekniske løsninger til pensionsordningers overførsel af kontant og ikkekontant sikkerhed som variationsmarginer, samt om behovet for eventuelle foranstaltninger, der kan lette sådanne løsninger", COM(2020) 574 final.

3 ESMA, "First Report for consultation — Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements", april 2020.

4 ESMA, "Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)", december 2020.

markedsforhold, hvor CCP'ers variationsmargincalls kan være betydelige. I den senere tid er nogle pensionsfonde begyndt at foretage frivillig clearing af en central del af deres derivatportefølje, typisk som kunder hos clearingmedlemmerne. Nogle af dem begyndte også at anvende løsninger, der var udformet af visse CCP'er, [5]for at lette den centrale clearing af pensionsordninger, nemlig såkaldte "forenklede" adgangsmodeller til deres clearede platforme for genkøbsaftaler. Sådanne modeller bør forbedre pensionsordningernes evne til at anvende genkøbsaftalemarkedet til deres likviditetsbehov[6]. Overgangen til central clearing har også været stigende på grund af de krav, der gælder for bilaterale handler, som forventes at øge den likviditet, der er til rådighed i det centrale clearingområde i forhold til det bilaterale[7].

Rapporten fremhævede også de vanskeligheder, som pensionsordningerne kan have med at få adgang til repomarkedet for at tilvejebringe likviditet i stresssituationer, hvilket også kan skyldes, at clearingmedlemmer ikke altid er villige til eller i stand til at levere tjenester med omdannelse af sikkerhedsstillelse til pensionsordninger under stressede markedsforhold.

3. DE VIGTIGSTE RESULTATER AF ESMA'S OFFENTLIGE HØRING OG YDERLIGERE DRØFTELSER MED INTERESSENTER

3.1 Resultaterne af ESMA's offentlige høring

Resultaterne af den offentlige høring, som ESMA afholdt, bekræftede i det store og hele den overordnede analyse i Kommissionens første rapport og gav yderligere mulighed for at supplere resultaterne med flere kvantitative data. ESMA modtog svar[8] fra en bred vifte af interessenter, herunder bl.a. kapitalforvaltere (hvis kunder er pensionsordninger), brancheorganisationer og CCP'er. Der var mange forskellige interessenter, som deltog i høringen, hvilket gjorde det muligt at indsamle en bred vifte af synspunkter på forskellige aspekter af de mulige løsninger. Ifølge ESMA's analyse bekræfter høringssvarene, at et stort flertal af interessenterne ser frem til en situation, hvor pensionsordninger vil være i stand til at cleare centralt, og at et flertal af pensionsordningerne ønsker at cleare.

Høringen bekræftede, at nogle pensionsordninger allerede frivilligt clearer en del af deres portefølje, herunder for at undgå at blive omfattet af reglerne om initialmarginer for bilaterale handler. De gør dette som kunder hos clearingmedlemmer. I visse tilfælde gør pensionsordningerne også brug af forenklet adgang til de clearede repomarkeder,

5 I EU har Eurex Clearing etableret en sådan model, muligvis også sammen med "forenklet adgang" til det clearede OTC-marked. Efter Kommissionens bedste overbevisning er LCH SA også i gang med at udvikle en løsning med "forenklet adgang". Jf. COM(2020) 574 final.

6 En genkøbsaftale ("repo") er en aftale om at sælge værdipapirer til en bestemt pris kombineret med en aftale om tilbagekøb af disse værdipapirer til en aftalt pris på et senere tidspunkt. Repomarkedet samler virksomheder, der stiller sikkerhed til gengæld for kontanter, og virksomheder, der stiller kontanter til gengæld for sikkerhedsstillelse.

7 ESMA, "Report to the European Commission - Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)", december 2020.

8 ESMA modtog 19 besvarelser fra individuelle enheder eller brancheorganisationer, herunder to fortrolige svar, og ét fælles svar fra ti interessenter fra pensionsfonde.

som tilbydes af visse CCP'er. Ifølge data indberettet til ESMA af den nederlandske nationalbank[9] var afviklingsprisen for Euribor- og Libor-renteswaps for de nederlandske pensionsfonde i tredje kvartal af 2020 på gennemsnitligt 22 % for store pensionsfonde (fra 3 til 26 %), 25 % i gennemsnit for mellemstore pensionsfonde (fra 0 til 46 %) og 37 % i gennemsnit for små pensionsfonde (fra 0 til 100 %). Dataene viser, at der er store variationer mellem virksomhederne. I Danmark fremgår det af Danmarks Nationalbanks analyse, at danske pensionsfonde ved en CCP clearer ca. 42 % af deres rentederivater — også med betydelige variationer mellem virksomhederne.

Pensionsordninger finder fordele ved central clearing, uanset den kommende forpligtelse til at gøre det. Ifølge ESMA angiver de likviditet som den største fordel, som kendetegner clearede produkter, udførelseseffektivitet og andre omkostningshensyn. Nogle respondenter i den offentlige høring anførte, at pensionsordninger allerede nu oplever en omkostningsforskel mellem bilaterale og centralt clearede kontrakter. De rapporterede, at gennemførelse af en bilateral 30-årig renteswap med et nominelt beløb på 50 mio. kan have en marginalt højere omkostning end at gennemføre et centralt clearet 30-årigt renteswap, og at afvikling af førstnævnte kan være dyrere.

Høringen bekræftede også, at den største udfordring med hensyn til central clearing for pensionsordninger er spørgsmålet om kontantvariationsmarginen. Andre udfordringer, der er nævnt, omfatter clearingomkostninger, som ville være knyttet til størrelsen af den kapital, bankerne skal besidde i forhold til kundernes positioner under bankkapitalreglerne, clearingmedlemmers mulighed for at opsige kontrakterne med deres kunder med kort varsel[10] og de problemer, som pensionsordninger kan støde på, hvis deres store positioner skulle overføres til et andet clearingmedlem. Det skal dog bemærkes, at pensionsordninger i det bilaterale clearingområde også kan blive eksponeret for deres handelspartneres misligholdelse.

Generelt er deltagerne i høringen enige om, at løsningen på spørgsmålet om den centrale clearing af pensionsordninger bør finde den rette balance mellem målene om, at det finansielle system skal være modstandsdygtigt, og pensionister ikke skal pålægges uforholdsmæssigt store omkostninger, og systemet bør kunne fungere under både normale og stressede markedsforhold.

3.2 Potentielle virkninger af overgangen til obligatorisk central clearing

De kvantitative oplysninger, som ESMA indsamler gennem den offentlige høring, giver et overblik over den potentielle virkning af central clearing for pensionsordninger med hensyn til: i) initialmargin ii) afsætning af kontanter iii) omkostninger forbundet med afkast og iv) likviditetsvirkninger i stresssituationer.

i) <u>Indvirkning på initialmarginen</u>

9 Baseret på EMIR-rapporteringsdata.

10 Kundeclearingkontrakter indeholder ofte et opsigelsesvarsel på 90 dage.

Ifølge en undersøgelse fra 2018 foretaget af ISDA og PensionsEurope ville et mandat om clearing, der omfatter nederlandske og danske pensionsfonde, øge den clearede initialmargin med ca. 7.4 mia. EUR, hvis kun nye handler skulle cleares, med 26 mia. EUR, hvis 50 % af de eksisterende positioner, som ikke er clearet, skulle cleares, og med 44 mia. EUR, hvis alle de eksisterende positioner, som ikke er clearet, skulle cleares[11].

Desuden kan store pensionsordninger af CCP'er vurderes som store bidragydere til risici, da de ofte har envejs-swappositioner. En af dem rapporterede til ESMA, at dens yderligere likviditetstillæg for initialmarginen kunne være så betydelige, at den kunne overveje at fastsætte et loft for antallet af swaps, som den ville være i stand til at cleare[12].

ii) Indvirkning på afsætning af kontanter

Udløbet af undtagelsen for central clearing kunne forpligte pensionsordninger til at reservere kontanter, så de kan håndtere potentielle margin calls. I tilfælde af derivateksponeringer reducerer dette modpartskreditrisikoen, men øger samtidig likviditetsrisikoen. I den nuværende situation med lavt afkast er kontantbeholdninger og andre likvide aktiver blevet stadig dyrere. Dette har tilskyndet investeringsfonde til at reducere sådanne beholdninger[13]. Den offentlige høring viste, at mens nogle pensionsfonde har ca. 2 % af deres aktiver i kontanter, har andre en strategi om ikke at afsætte noget i kontante midler. ESMA's rapport, der er baseret på svar fra den offentlige høring, viser, at hvis en pensionsmyndighed ønsker at være i stand til at opfylde 99,8 % af sine variationsmargincalls, og hvis det antages, at 30 % af dens midler afsat i kontanter er tilgængelig på én dag, vil den være nødt til at afsætte 7,8 % af sine aktiver til en kontantportefølje. Dette beløb vil stige til 10,9 %, hvis pensionsmyndigheden ønsker at kunne opfylde 99,95 % af sine variationsmargincalls, og vil falde til 5,3 %, hvis den ønsker at kunne opfylde 99 % af disse calls.

iii) Potentiel reduktion af afkast

Hvis pensionsordningerne afsætter yderligere midler i kontanter for at imødekomme potentielle margin calls, ville det medføre en reduktion af det årlige afkast. I ESMA-rapporten foreslås det, at hvis en pensionsordning skal afsætte 5-10 % af sin investeringsportefølje i kontanter, kan det deraf følgende fald i det årlige afkast være på ca. 0,17-0,33 % om året med det nuværende lave renteniveau (med et afkast på ca. 3,17 %)[14]. Hvis der i stedet tages hensyn til historiske afkast (ca. 6 % for den nederlandske pensionssektor i de seneste 15 år ifølge OECD-data), vil reduktionen ligge på 0,3-0,6 %.

11 PensionsEurope og ISDA, "Potential demand for clearing by EU Pension Funds", 2018.
12 ESMA, "Report to the European Commission - Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)", december 2020.
13 ECB, "Financial Stability Review", maj 2020.
14 Fra svarene på ESMA's høring.

Andre kapitalforvaltere, der reagerede på høringen, rapporterede, at deres pensionsordningskunder allerede har en betydelig likviditetsbuffer, og dermed ville omkostningerne for dem ved at finansiere midlertidigt høje likviditetskrav være meget lave.

I den forbindelse bør det også bemærkes, at pensionsfonde sandsynligvis vil stå over for en længere periode med lave afkast og kan have svært ved at matche historiske afkast. Selv om centralbankernes seneste pengepolitiske tiltag har rettet op på betydelige fald i priserne på aktiver, vil pensionsfondene sandsynligvis stå over for lavere renter på mellemlangt til langt sigt. Udfordringen vil være at matche historiske afkast i et potentielt ustabilt miljø med lave rentesatser. I et sådant scenarie kan selv moderate omkostninger forbundet med afkastet få en negativ indvirkning på pensionisternes afkast. Hvis de nuværende renteforhold fortsætter, viser ECB's analyse[15] f.eks., at de gennemsnitlige kuponindtægter for forsikringsselskaber forventes at falde fra 2,8 % i 2019 til 1,7 % i 2030, efterhånden som værdipapirer, der giver højere afkast, forfalder. De garanterede renter skønnes også at falde.

iv) Likviditetsvirkninger i stresssituationer

Pensionsordningernes likviditetsbehov for at opfylde variationsmarginen i et stressscenarie baseret på en ændring af renten på 1 % blev drøftet i den første rapport fra Kommissionen[16], som rapporterede data fra flere undersøgelser fra 2014, en om økonomi og en fra Bourse Consult, og Eurosystemets seneste analyser af spørgsmålet[17]. En rentestigning ville udløse CCP-variationsmargincalls for pensionsfondenes renteswapporteføljer. Med nederlandske pensionsfonde som eksempel simulerede Eurosystemet virkningen af en enkelt dag + 100 basispoint ved parallelforskydning af afkastkurven (de tegner sig for ca. 89 % af renteswaps i euroområdet ifølge de data, som Eurosystemet har til rådighed). I det simulerede stressscenarie kan variationsmargincalls for renteswaps, der indehaves af nederlandske pensionsfonde, beløbe sig til mellem 36 mia. EUR og 47 mia. EUR, hvilket vil resultere i et samlet likviditetsunderskud på mellem 6 mia. EUR og 15 mia. EUR (for pensionsfondene i euroområdet kan dette beløbe sig til op til 17 mia. EUR). Ved den anslåede øvre grænse ville 55 % af de nederlandske pensionsfonde ikke have tilstrækkelige kontanter til at dække deres variationsmargincalls. Underskuddet vil blive koncentreret i et lille antal fonde med relativt lave variationsmarginbetalinger.

Svarene på ESMA's offentlige høring i denne henseende viser, at i et scenarie med en ændring af renterne på 100 basispoint vil kravet om kontantvariationsmarginen beløbe sig til ca. 95 mia. EUR på tværs af de nederlandske, danske og irske pensionsordninger, der anvender swaps.

15 ECB, "Financial Stability Review", maj 2020.
16 COM(2020) 574 final af 23. september 2020.
17 ECB, "Financial Stability Review", maj 2020.

Under den seneste uro på markedet grundet covid-19 femdobledes de daglige variationsmargincalls på fondenes derivateksponeringer[18]. Ved brug af investeringsfonde som eksempel og baseret på den delvise indberetning af variationsmarginer i EMIR-data steg de daglige variationsmargincalls for fonde i euroområdet fra ca. 2 mia. EUR i første halvdel af februar 2020 til over 10 mia. EUR om ugen fra den 16. marts 2020. Den største stigning — ca. 6,5 gange — blev rapporteret for porteføljer bestående af aktiederivater efterfulgt af rentederivater (femdobling) — som er dem, pensionsordninger typisk besidder — og valutaporteføljer (firdobling). For at imødekomme margin calls er der tegn på, at nogle forsikringsselskaber i euroområdet og pensionsfonde afviklede aktier i pengemarkedsforeninger.

Det ser ud til, at et betydeligt antal investeringsforeninger i euroområdet har oplevet likviditetsproblemer som følge af de høje margin calls, men de var generelt i stand til at opfylde dem[19]. Rentesænkninger og programmer til opkøb af obligationer fra centralbanker bidrog til at isolere markedsdeltagerne, herunder pensionsfonde, fra nogle af krisens værste potentielle virkninger. Desuden ser det ud til, at fondene kunne rejse kontanter under uroen ved at foretage repotransaktioner, sælge aktiver (f.eks. aktier i pengemarkedsforeninger) eller trække på kreditlinjer. Som det fremgår af Kommissionens første rapport, blev der imidlertid rapporteret om vanskeligheder med hensyn til pensionsfondes adgang til likvide midler.

Hvis det i ovenstående analyse antages, at pensionsordninger kan dække deres yderligere likviditetsbehov under det tilrettelagte stressscenario via repomarkedet, vil likviditetsbehovet for pensionsordninger i euroområdet fortsat være lille i forhold til antallet af udestående omvendte repotransaktioner (en indikator for størrelsen af det europæiske repomarked). Udestående omvendte repoforretninger beløb sig i december 2019 til ca. 1,9 billioner EUR. Hvis det antages, at lånebehovene hos andre pensionsordninger i euroområdet svarer til de nederlandske pensionsordningers, vil kontantlånsbehovet for alle pensionsordninger i euroområdet sandsynligvis forblive under 2 % af de samlede udestående omvendte repotransaktioner[20].

Ifølge ESMA og som også indberettet af ICMA[21] klarede EU's repomarked for størstedelens vedkommende sig fint under uroen på markedet som følge af covid-19. Ikke desto mindre oplevede repomarkederne visse ugunstige forhold, da krisen var på sit højeste i februar/marts, og efterspørgslen efter repoer steg, og forhandlernes kapacitet til at formidle denne efterspørgsel var forholdsvis begrænset[22]. Dette kan have begrænset mange virksomheders mulighed for at få adgang til repomarkedet, hvilket

18 ECB, "Financial Stability Review", maj 2020.
19 ECB, "Financial Stability Review", maj 2020.
20 COM(2020) 574 final af 23. september 2020.
21 Den international kapitalmarkedsforening, "The European repo market and the Covid-19 crisis", april 2020.
22 Den international kapitalmarkedsforening, "The European repo market and the Covid-19 crisis", april 2020.

var nødvendigt for at forvalte intradagslikviditet og sikkerhedsstillelse. Ifølge nogle kilder svækkede et illikvidt pengemarked formidlingen af likviditet fra banker til ikke-banker[23]. Som indberettet af ESMA fungerede de clearede repomarkeder generelt effektivt under hele krisen og gav fortsat adgang til derivatprodukter — selv om der var udslag i antallet af margin calls.

I fremtiden vil repomarkederne sandsynligvis fortsat spille en central rolle i håndteringen af den centrale clearingudfordring. Pensionsfondenes deltagelse i Europas repomarkeder er dog fortsat afdæmpet, især set i forhold til USA[24].

3.3 Initiativer foreslået under den offentlige høring

Respondenterne i den offentlige høring foreslog nogle initiativer for at skabe fremskridt mod central clearing for pensionsordninger, som det fremgår af ESMA's rapport. Sådanne initiativer har primært til formål at forbedre de løsninger, som pensionsordninger i øjeblikket anvender til at cleare centralt, dvs. kundeclearing og CCP'ers modeller for forenklet adgang. Dette fremstår som de to akser, som de næste skridt i dette arbejde bør fokusere på.

For så vidt angår kundeclearing, viser input i ESMA's rapport og drøftelser i Kommissionens ekspertgruppe, at en styrkelse af clearingmedlemmernes kapacitet til at levere tjenester med omdannelse af sikkerhedsstillelse til deres direkte kunder ville være gavnligt for at forbedre pensionsordningernes adgang til likviditet, når det er nødvendigt. Bankerne er i en god position til at lette omdannelsen af sikkerhedsstillelse og har gjort dette i lang tid.

Som anført i ESMA's rapport påpegede bankerne visse begrænsninger, som gør det sværere for dem og pensionsordningerne at støtte clearingforpligtelsen for pensionsordninger: Disse vedrører navnlig gearingsgraden, risikovægtede aktiver og finansiering. Som det fremgår af ESMA's rapport baseret på den offentlige høring, vil en mere fordelagtig kapitalbehandling af repoer/omvendte repoer bidrage til at stimulere repoaktiviteter.

Hvad angår de modeller for forenklet adgang, som CCP'er tilbyder, anvendes sådanne metoder allerede af nogle store pensionsordninger for at få adgang til det clearede repomarked. Ifølge CCP'er, der deltager i den offentlige høring, vil en sådan løsning kræve et klart signal fra tilsynsmyndighederne via reguleringsmæssige ændringer og en klar slutdato for undtagelsen for clearing af pensionsordninger, for at den kan vedtages mere bredt. Nogle kapitalforvaltere med store pensionsordninger som kunder rapporterede, at disse typer modeller er en lovende mulighed, og nogle respondenter påpegede pålideligheden af EU's clearede repomarkeder i årenes løb med hensyn til disponibel likviditet, også i stresssituationer. Der kunne foretages nogle yderligere operationelle forbedringer af sådanne CCP-løsninger for bedre at opfylde

23 D'Avernas, A., Vandeweyer, Q. og Darracq Pariès, M. (2020), "Unconventional monetary policy and funding liquidity risk", arbejdsdokumentserie nr. 2350.

24 Eurex, "Derivatives markets after the Covid-19 crisis — A review of the Digital Derivatives Forum", 2020.

pensionsordningernes behov: For så vidt angår CCP, fremgik det af høringen, at der kunne overvejes yderligere forbedringer.

Høringens respondenter foreslog således en række reguleringsforanstaltninger. Navnlig nævnes følgende forslag fra interessenter i ESMA's rapport:

- En gunstigere behandling af repoer/omvendte repoer i forbindelse med gearingsgraden.
- En rekalibreret metode til beregning af gearingsgraden for at undgå, at bankerne laver et spil for galleriet inden for specifikke indberetningsfrister i løbet af året.[25]
- Man bør overveje at oprette en særlig kategori af eksponeringer mod pensionsfonde med en reduceret risikovægtning (som bedre afspejler deres høje kreditværdighed).
- Man bør specifikt tage fat på clearingagenters rolle (de banker, der giver pensionsordninger adgang til CCP'er inden for rammerne af modellerne for forenklet adgang) i bankreguleringen.
- I henhold til Solvens II bør man i forbindelse med modeller for forenklet adgang overveje at give pensionsordninger og forsikringsselskaber, som er direkte medlemmer af en CCP, den samme præferencebehandling, som clearingmedlemmer har adgang til under kapitalkravsforordningen.
- Desuden bør andre lovgivningsmæssige ændringer vedrørende investeringsinstitutter og alternative investeringsfonde overvejes med det formål at tilskynde til central clearing for køberne.

Desuden fremsatte ESRB forslag om at forbedre rammerne for likviditetsrisici, herunder for pensionsordninger, f.eks. ved at oprette en specifik likviditetsbuffer i visse tilfælde.

4. KONKLUSION

Ifølge EMIR Refit udløber undtagelsen for central clearing i juni 2021 og kan forlænges med et år to gange af Europa-Kommissionen ved hjælp af delegerede retsakter.

Europa-Kommissionens overordnede analyse af de vigtigste spørgsmål i forbindelse med pensionsordningernes centrale clearing som skitseret i den første rapport, der blev udsendt i september 2020, bekræftes i det store og hele af resultaterne af ESMA's offentlige høring. Høringen gav også yderligere kvantitativ indsigt.

Der er i de seneste år sket fremskridt med central clearing for pensionsordninger, og som det er skitseret, bevæger pensionsordningerne sig faktisk delvis i retning af central clearing på frivillig basis. Dette er også resultatet af forskellige lovgivningsmæssige kræfter og markedskræfter.

For at komme videre i retning af et bæredygtigt centralt clearinglandskab for pensionsordninger er Kommissionen ikke desto mindre af den opfattelse, at det af flere

25 I den forbindelse skal det bemærkes, at Baselkomitéen for Banktilsyn og EU's myndigheder for nylig har truffet foranstaltninger til at løse dette problem ved at skærpe kravene om offentliggørelse af gearingsgrad. Disse bestemmelser vil blive anvendt af EU's banker fra juni 2021.

grunde vil være nødvendigt at forlænge undtagelsen for pensionsordninger. For det første vil det give mulighed for yderligere forbedringer af CCP'ernes modeller for forenklet adgang. For det andet vil det gøre det muligt at foretage en mere tilbundsgående vurdering af hensigtsmæssigheden og gennemførligheden af at indføre eventuelle lovgivningsmæssige ændringer, som kunne understøtte en obligatorisk central clearingløsning. For det tredje vil det åbne op for alternative løsninger, da pengemarkederne stadig kan være ustabile, efterhånden som de økonomiske konsekvenser af covid-19-pandemien udvikler sig. Det forekommer for tidligt at lade undtagelsen for clearingforpligtelsen for pensionsordninger udløbe i juni 2021, navnlig da der stadig kan opstå betænkeligheder med hensyn til tilgængeligheden af likviditet i systemet til at imødekomme efterspørgslen efter variationsmarginer. Endelig er en forlængelse i overensstemmelse med rådgivningen fra ESMA i samarbejde med EBA, EIOPA og ESRB.

Kommissionen foreslår derfor, at der vedtages en delegeret retsakt, som forlænger undtagelsen for central clearing indtil juni 2022.

I de kommende måneder vil GD FISMA fortsætte med at undersøge og vurdere de forskellige løsninger og forslag, der er fremsat af interessenter fra industrien, i samarbejde med den særlige ekspertgruppe og Kommissionens relevante tjenestegrene.