EUROPEISKA
KOMMISSIONEN

Bryssel den 6.5.2021
COM(2021) 224 final

RAPPORT FRÅN KOMMISSIONEN TILL EUROPAPARLAMENTET OCH RÅDET

i enlighet med artikel 85.2 i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 av den 4 juli 2012 om OTC- derivat, centrala motparter och transaktionsregister, i dess ändrade lydelse enligt förordning (EU) nr 834/2019, för att bedöma om lämpliga tekniska lösningar har utvecklats för pensionssystems överföring av kontanta och icke-kontanta säkerheter som marginalsäkerheter och behovet av eventuella åtgärder för att underlätta dessa lämpliga tekniska lösningar

RAPPORT FRÅN KOMMISSIONEN TILL EUROPAPARLAMENTET OCH RÅDET

i enlighet med artikel 85.2 i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 av den 4 juli 2012 om OTC- derivat, centrala motparter och transaktionsregister, i dess ändrade lydelse enligt förordning (EU) nr 834/2019, för att bedöma om lämpliga tekniska lösningar har utvecklats för pensionssystems överföring av kontanta och icke-kontanta säkerheter som marginalsäkerheter och behovet av eventuella åtgärder för att underlätta dessa lämpliga tekniska lösningar

1. INLEDNING

I förordning (EU) nr 648/2012 (förordningen om Europas marknadsinfrastrukturer, Emir) föreskrivs ett tillfälligt undantag från kravet på central clearing för enheter som förvaltar pensionssystem när det gäller vissa typer av OTC-derivat[1]. Det tillfälliga undantaget är avsett att ta hänsyn till särdragen hos sådana enheters affärsmodeller och de effekter som obligatorisk clearing skulle kunna få på pensionerna: enheter som förvaltar pensionssystem minimerar i typfallet sitt kontantinnehav för att maximera avkastningen för sina pensionstagare. Det finns därför en risk för att ett krav om att pensionssystem ska cleara OTC-derivatkontrakt centralt leder till att de avyttrar en avsevärd del av sina tillgångar i utbyte mot kontanter för att uppfylla centrala motparters marginalsäkerhetskrav, vilket skulle kunna inverka negativt på pensionärers pensionsinkomster. Det tillfälliga undantaget är avsett att ge pensionssystem, centrala motparter och clearingmedlemmar tid att hitta en lämplig teknisk lösning som gör det möjligt för pensionssystem att cleara centralt hos centrala motparter, samtidigt som väsentliga negativa effekter på pensionärers inkomster undviks.

Emir Refit, som trädde i kraft i juni 2019, förlängde undantaget till juni 2021, med ytterligare eventuella förlängningar genom kommissionens delegerade akter vid två tillfällen, och högst ett år per tillfälle. Förordningens slutmål förblir dock central clearing för pensionssystem så snart som detta är möjligt. Centrala motparter, clearingmedlemmar och pensionssystem ska göra sitt yttersta för att bidra till utvecklingen av lämpliga lösningar.

I enlighet med kravet i Emir Refit inrättade kommissionen en expertgrupp med bland annat representanter för centrala motparter, clearingmedlemmar, pensionssystem och andra berörda parter, för att övervaka deras insatser och bedöma de framsteg som görs för att utveckla lämpliga tekniska lösningar. Expertgruppen, som också består av representanter för centralbanker, Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten

[1] Enligt Emir omfattar pensionssystem tjänstepensionsinstitut enligt definitionen i artikel 6 a i direktiv 2003/41/EG, tillhandahållande av tjänstepensioner i institut enligt artikel 3 i det direktivet, tillhandahållande av tjänstepensioner genom livförsäkringsföretag enligt direktiv 2002/83/EG (under vissa omständigheter) samt övriga auktoriserade och övervakade enheter, eller arrangemang, som bedriver verksamhet på nationell nivå och vars främsta syfte är att tillhandahålla pensionsförmåner. Undantaget gäller OTC-derivat som på ett objektivt mätbart sätt minskar investeringsrisker med direkt koppling till pensionssystemens finansiella solvens. Det gäller även för enheter som har inrättats i syfte att tillhandahålla ersättning till medlemmar i pensionssystem om de skulle hamna på obestånd och pensionssystem som har svårt att uppfylla marginalsäkerhetskraven (artikel 89 i Emir).

(Esma) och Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten (Eiopa), sammanträdde i oktober 2019 samt i april och november 2020.

I artikel 85 i Emir Refit åläggs kommissionen att lägga fram årliga rapporter fram till undantagets slutliga förlängning med en bedömning av om lämpliga tekniska lösningar har utvecklats för pensionssystems överföring av kontanta och icke-kontanta säkerheter som marginalsäkerheter och behovet av eventuella åtgärder för att underlätta dessa lämpliga tekniska lösningar. I förordningen föreskrivs också att Esma, i samarbete med Europeiska bankmyndigheten (EBA), Eiopa och Europeiska systemrisknämnden (ESRB) ska lämna in årliga rapporter till kommissionen med en bedömning i frågan.

Esma lämnade en första rapport till kommissionen i april 2020. En första kommissionsrapport[2], som utfärdades i september 2020, innehöll en omfattande analys av problemen i samband med central clearing för pensionssystem.

Esma höll ett offentligt samråd mellan april och juni 2020 för att samla in ett brett spektrum av synpunkter och uppgifter i frågan. Resultaten av det offentliga samrådet ingick i Esmas andra rapport till kommissionen i december 2020, som utarbetades i samarbete med EBA, Eiopa och ESRB.

Detta är kommissionens andra rapport enligt artikel 85 i Emir Refit. I rapporten presenteras de framsteg som gjorts, på grundval av de diskussioner som har förts i kommissionens expertgrupp och de synpunkter som de europeiska tillsynsmyndigheterna och ESRB har lämnat genom sin rapportering till kommissionen.

2. BAKGRUND

Det finns en mångfald av pensionssystem i EU. EU:s största pensionssystemsmarknader finns i Nederländerna, med genomsnittliga tillgångar på 173,3 % i förhållande till BNP, och i Danmark, med genomsnittliga tillgångar på 198,6 %, detta enligt uppgifter från slutet av 2018[3]. Irland har också liknande system. Enligt uppgifter från Esma[4] stod nederländska pensionssystem i slutet av mars 2020 för 70–80 % av det teoretiska beloppet för samtliga derivat inom pensionsfonder i EU. Pensionssystemen använder i stor utsträckning derivat för att säkra sina skulder mot ett antal risker.

I kommissionens första rapport gjordes en bedömning av situationen när det gäller central clearing för pensionssystem. Där konstaterades det att, såsom framgick av diskussionerna i kommissionens expertgrupp, behovet av att ställa marginalsäkerheter i kontanter kan vara problematiskt för pensionssystem, särskilt vid stressade marknadsförhållanden när centrala motparters marginalsäkerhetskrav kan vara

2 Rapport från kommissionen för att bedöma om lämpliga tekniska lösningar har utvecklats för pensionssystems överföring av kontanta och icke-kontanta säkerheter som marginalsäkerheter och behovet av eventuella åtgärder för att underlätta dessa lämpliga tekniska lösningar, COM(2020) 574 final.

3 Esmas första rapport för samråd, *Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements*, april 2020.

4 Rapport från Esma till Europeiska kommissionen, *Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No 2)*, december 2020.

betydande. På senare tid har vissa pensionsfonder frivilligt börjat cleara en del av sin derivatportfölj centralt, vanligtvis som kunder till clearingmedlemmar. Vissa av dem har också börjat använda lösningar som utformats av vissa centrala motparter[5] för att underlätta central clearing för pensionssystem, närmare bestämt de så kallade modellerna för ”förenklad” tillgång till deras plattformar för clearade repor. Sådana modeller bör förbättra pensionssystemens kapacitet att utnyttja repomarknaden för sina likviditetsbehov[6]. Övergången till central clearing har också ökat med tiden på grund av de krav som gäller för bilaterala transaktioner. Dessa förväntas göra tillgången till likviditet större i det clearade segmentet jämfört med det bilaterala[7].

Rapporten belyste också de svårigheter som pensionssystem kan ställas inför när det gäller att få tillgång till repomarknaden för att anskaffa likviditet i tider av stress, vilket också kan vara förbundet med det faktum att clearingmedlemmar inte alltid vill eller kan tillhandahålla likviditetsswappar till pensionssystem vid stressade marknadsförhållanden.

3. DE VIKTIGASTE RESULTATEN AV ESMAS OFFENTLIGA SAMRÅD OCH YTTERLIGARE DISKUSSIONER MED BERÖRDA PARTER

3.1 Resultaten av Esmas offentliga samråd

Genom Esmas offentliga samråd bekräftades i stort den övergripande analysen i kommissionens första rapport. Dessutom gavs möjlighet att komplettera resultaten med ytterligare kvantitativa uppgifter. Esma fick svar[8] från ett brett spektrum av berörda parter, bland annat kapitalförvaltare (som har pensionssystem som kunder), branschorganisationer och centrala motparter. Många olika aktörer deltog i samrådet, vilket gjorde det möjligt att samla in ett brett spektrum av synpunkter om olika aspekter på möjliga lösningar. Enligt Esmas analys bekräftar svaren på samrådet att en stor majoritet av de berörda parterna ser fram emot en situation där pensionssystem skulle kunna cleara centralt och att en majoritet av pensionssystemen vill cleara.

Samrådet bekräftade att vissa pensionssystem redan frivilligt clearar en del av sin portfölj, bland annat för att undvika att hindras av reglerna om inledande marginalsäkerheter för bilaterala transaktioner. De gör detta som kunder till clearingmedlemmar. I vissa fall använder sig pensionssystemen också av den förenklade tillgången till clearade repomarknader som vissa centrala motparter

5 I EU har Eurex Clearing infört en sådan modell, eventuellt även tillsammans med ”förenklad tillgång” till den clearade OTC-marknaden. Såvitt kommissionen vet håller LCH SA också på att utveckla en lösning för ”förenklad tillgång”. Se COM(2020) 574 final.

6 Ett återköpsavtal (”repa”) är ett avtal om att sälja värdepapper till ett visst pris kombinerat med ett avtal om att återköpa dessa värdepapper till ett överenskommet pris vid en senare tidpunkt. På repomarknaden sammanförs företag som ställer säkerheter i utbyte mot kontanter och företag som tillhandahåller kontanter i utbyte mot säkerheter.

7 Rapport från Esma till Europeiska kommissionen, *Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No 2)*, december 2020.

8 Esma mottog 19 enskilda svar eller svar från branschorganisationer, däribland två konfidentiella svar och ett gemensamt svar från tio berörda parter inom pensionsfondsbranschen.

erbjuder. Enligt uppgifter som den nederländska centralbanken[9] rapporterat till Esma uppgick de nederländska pensionsfondernas clearade andel av Euribor- och Liborränteswappar under tredje kvartalet 2020 till i genomsnitt 22 % för stora pensionsfonder (mellan 3 och 26 %), 25 % i genomsnitt för medelstora pensionsfonder (mellan 0 och 46 %) och 37 % i genomsnitt för små pensionsfonder (mellan 0 och 100 %). Uppgifterna visar att det finns stora variationer mellan företagen. Den danska centralbankens analys visar att de danska pensionssystemen clearar omkring 42 % av sina räntederivat i en central motpart. Även här finns betydande variationer mellan olika företag.

Pensionssystemen upplever att det finns fördelar med att cleara centralt, oberoende av det faktum att de i framtiden kommer att bli skyldiga att göra detta. Enligt Esma uppger de att den största fördelen är den likviditet som kännetecknar clearade produkter, genomförandeeffektivitetsvinster och andra kostnadsöverväganden. Några av dem som svarade på det offentliga samrådet uppgav att pensionssystem redan nu har olika kostnader för bilaterala och centralt clearade kontrakt. De rapporterade att kostnaden för att göra en bilateral 30-årig ränteswap med ett nominellt belopp på 50 miljoner euro kan vara marginellt högre än för en centralt clearad 30-årig ränteswap, samtidigt som den förra kan vara dyrare att avveckla.

I samrådet bekräftades också att den största utmaningen när det gäller central clearing för pensionssystem är frågan om kontanta marginalsäkerheter. Andra problem som nämndes var kostnaden för clearing, som skulle vara kopplad till det kapitalbelopp som banker enligt bankkapitalreglerna måste inneha i förhållande till kundernas positioner, möjligheten för clearingmedlemmar att med kort varsel säga upp kontrakten med sina kunder[10] och de problem som pensionssystem kan stöta på om deras stora positioner måste överföras till en annan clearingmedlem. Det bör dock noteras att pensionssystemen när de använder bilateral clearing också kan vara exponerade för sina transaktionsmotparters fallissemang.

På det hela taget var deltagarna i samrådet eniga om att lösningen på problemet med central clearing för pensionssystem bör göra det möjligt att uppnå en jämvikt mellan målet att skapa ett motståndskraftigt finansiellt system och målet att inte belasta pensionärer med oproportionerliga kostnader. Dessutom bör den kunna fungera vid både normala och stressade marknadsförhållanden.

3.2 Potentiella effekter av övergången till obligatorisk central clearing

Den kvantitativa information som Esma samlade in genom det offentliga samrådet ger en översikt över de potentiella effekterna av central clearing för pensionssystem när det gäller i) inledande marginalsäkerhet, ii) avsättning av kontanta medel, iii) eftersläpning i avkastningen och iv) effekter på likviditeten i händelse av stress.

i) Inverkan på den inledande marginalsäkerheten

9 Baserat på uppgifter som rapporterats in i enlighet med Emir.

10 Kunders clearingkontrakt innehåller ofta en uppsägningsklausul på 90 dagar.

Enligt en studie från Internationella swaphandlareföreningen (ISDA) och PensionsEurope från 2018 skulle ett clearingmandat för nederländska och danska pensionsfonder öka den clearade inledande marginalsäkerheten med cirka 7,4 miljarder euro om endast nya transaktioner behövde clearas, med 26 miljarder euro om 50 % av de befintliga transaktionerna skulle clearas och med 44 miljarder euro om alla befintliga transaktioner skulle clearas[11].

Dessutom skulle centrala motparter kunna bedöma att stora pensionssystem medför stora risker, eftersom de ofta har enkelriktade swappositioner. En av dem uppgav för Esma att dess ytterligare likviditetstillägg på den inledande marginalsäkerheten skulle kunna bli så omfattande att den eventuellt skulle överväga att fastställa ett tak för det högsta antal swappar som den skulle kunna clearа[12].

ii) Inverkan på avsättningen av kontanta medel

Om undantaget i fråga om det centrala clearingkravet löper ut skulle det kunna tvinga pensionssystem att avsätta kontanter för att kunna hantera eventuella marginalsäkerhetskrav. När det gäller derivatexponeringar minskar detta motpartens kreditrisk, men ökar samtidigt likviditetsrisken. I den rådande situationen med låg avkastning har innehav av kontanter och andra likvida tillgångar blivit allt dyrare. Det har gett investeringsfonder incitament att minska sådana innehav[13]. Av det offentliga samrådet framgick att vissa pensionsfonder har omkring 2 % av sina tillgångar i kontanter, medan andra inte gör någon som helst strategisk avsättning av kontanter. Esmas rapport, som bygger på svaren på det offentliga samrådet, visar att om ett pensionssystem skulle vilja uppfylla 99,8 % av marginalsäkerhetskraven – och förutsatt att 30 % av dess avsatta kontanter finns tillgängliga inom en dag – skulle den behöva avsätta 7,8 % av sina tillgångar i en kontantportfölj. Det beloppet skulle stiga till 10,9 % för att uppfylla 99,95 % av marginalsäkerhetskraven, och minska till 5,3 % för att uppfylla 99 % av kraven.

iii) Potentiell minskning av avkastningen

En extra avsättning av kontanter från pensionssystemens sida för att uppfylla eventuella marginalsäkerhetskrav skulle innebära en minskning av den årliga avkastningen. Enligt Esmas rapport skulle ett pensionssystem behöva avsätta 5–10 % av sin investeringsportfölj till kontanter, vilket skulle leda till en minskning av den årliga avkastningen på omkring 0,17–0,33 % per år med den nuvarande låga räntenivån (med en avkastning på omkring 3,17 %)[14]. Om man i stället beaktar den historiska avkastningen (omkring 6 % för den nederländska pensionssektorn under de senaste 15 åren, enligt uppgifter från OECD) skulle minskningen vara mellan 0,3–0,6 %.

11 PensionsEurope och ISDA, *Potential demand for clearing by EU pension funds*, 2018.
12 Rapport från Esma till Europeiska kommissionen, *Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No 2)*, december 2020.
13 ECB, *Financial Stability Review*, maj 2020.
14 Uppgifter hämtade från svaren på Esmas samråd.

Andra kapitalförvaltare som svarade på samrådet rapporterade att deras pensionssystemskunder redan har en betydande kontantbuffert och att deras kostnader för att finansiera tillfälligt höga likviditetskrav därför skulle vara mycket låga.

I detta avseende bör man också komma ihåg att pensionsfonder sannolikt kommer att drabbas av en längre period av låg avkastning och kan ha svårt att nå upp till den historiska avkastningen. Trots att centralbankernas penningpolitiska åtgärder på senare tid har vänt den stora nedgången av tillgångspriserna, kommer pensionsfonderna sannolikt att ha lägre räntor på medellång till lång sikt. Det kommer då att bli svårt att nå upp till den historiska avkastningen i en potentiellt instabil miljö med låga räntor. I ett sådant scenario kan till och med en måttlig eftersläpning i avkastningen inverka negativt på pensionärernas avkastning. När det gäller försäkringsgivare visar ECB:s analys[15] till exempel att om den nuvarande räntemiljön kvarstår så förväntas den genomsnittliga kupongräntan minska från 2,8 % 2019 till 1,7 % 2030, i takt med att värdepapper som ger högre avkastning förfaller till betalning. De garanterade räntesatserna förväntas också minska.

iv) Effekter på likviditeten i händelse av stress

Pensionssystemens behov av likviditet för att uppfylla marginalsäkerheten i ett stresscenario baserat på en ränteförändring på 1 % diskuterades i kommissionens första rapport[16]. Där presenterades uppgifter från Europe Economics och Bourse Consults studie från 2014 och aktuella studier av Eurosystemet om denna fråga[17]. En höjning av räntesatserna skulle utlösa de centrala motparternas marginalsäkerhetskrav för pensionsfondernas ränteswapportföljer. Med nederländska pensionsfonder som exempel (vilka innehar omkring 89 % av euroområdets alla pensionsfonders ränteswappar, enligt uppgifter från Eurosystemet), simulerade Eurosystemet effekten av en parallell endagsförändring på + 100 punkter i avkastningskurvan. I det simulerade stresscenariot skulle marginalsäkerhetskraven för ränteswappar som innehas av nederländska pensionsfonder kunna uppgå till mellan 36 och 47 miljarder euro, vilket skulle leda till ett sammanlagt kontantunderskott på 6–15 miljarder euro (för pensionsfonderna i hela euroområdet skulle denna siffra uppgå till 17 miljarder euro). Enligt den högre uppskattningen skulle 55 % av de nederländska pensionsfonderna ha en otillräcklig mängd kontanter för att täcka sina marginalsäkerhetskrav. Underskottet skulle koncentreras till ett litet antal fonder med relativt låga marginalsäkerhetsbetalningar.

Svaren på Esmas offentliga samråd visar i detta sammanhang att i ett scenario med en ränteförändring på 100 punkter skulle marginalsäkerhetskravet för kontanter uppgå till cirka 95 miljarder euro för de nederländska, danska och irländska pensionssystem som använder swappar.

15 ECB, *Financial Stability Review*, maj 2020.
16 COM(2020) 574 final av den 23 september 2020.
17 ECB, *Financial Stability Review*, maj 2020.

Under den marknadsturbulens som covid-19 nyligen orsakade steg de dagliga marginalsäkerhetskraven för fondernas derivatexponeringar femfaldigt[18]. Med investeringsfonder som exempel, och baserat på den partiella rapporteringen av marginalsäkerheter i enlighet med Emir, ökade de dagliga marginalsäkerhetskraven på fonder i euroområdet från omkring 2 miljarder euro under första hälften av februari 2020 till över 10 miljarder euro under veckan med början den 16 mars 2020. Den största ökningen – omkring 6,5 gånger – rapporterades för portföljer bestående av aktiederivat, följt av räntederivat (en femfaldig ökning) – som är den typ som oftast innehas av pensionssystem – och valutaportföljer (en fyrfaldig ökning). Det finns belägg för att vissa försäkringsbolag och pensionsfonder i euroområdet likviderade andelar i penningmarknadsfonder för att uppfylla marginalsäkerhetskraven.

Ett stort antal investeringsfonder i euroområdet verkar ha upplevt likviditetspåfrestningar på grund av de stora marginalsäkerhetskraven, men de lyckades i allmänhet uppfylla dem[19]. Räntesänkningarna och centralbankernas program för köp av obligationer hjälpte till att skydda marknadsaktörer, inklusive pensionsfonder, från några av krisens värsta potentiella effekter. Dessutom verkar det som om fonderna under turbulensen lyckades anskaffa kontanter genom repotransaktioner, försäljning av tillgångar (t.ex. andelar i penningmarknadsfonder) och utnyttjande av krediter. Såsom konstaterades i kommissionens första rapport rapporterades det dock om svårigheter för pensionsfonder att få tillgång till likviditet.

Om man i analysen ovan antar att pensionssystemen skulle kunna anskaffa ytterligare kontanter via repomarknaden i det simulerade stresscenariot, skulle likviditetsbehoven hos pensionssystemen i euroområdet förbli små jämfört med det utestående beloppet för omvända repotransaktioner (en proxyvariabel för storleken på den europeiska repomarknaden). De utestående omvända repotransaktionerna uppgick i december 2019 till omkring 1,9 biljoner euro. Om man antar att lånebehoven hos andra pensionssystem i euroområdet liknar behoven hos de nederländska pensionssystemen, skulle behovet av kontantlån för alla pensionssystem i euroområdet sannolikt ligga kvar på under 2 % av de totala utestående omvända repotransaktionerna[20].

Enligt Esma och rapporter från den internationella kapitalmarknadsorganisationen ICMA[21] fungerade EU:s repomarknad till största delen väl under marknadsturbulensen i samband med covid-19. Repomarknaderna stötte dock på vissa svårigheter när krisen var som värst i februari/mars, eftersom efterfrågan på repor ökade och handlarnas kapacitet att tillgodose denna efterfrågan var relativt begränsad[22]. Detta kan ha begränsat många företags möjligheter att få tillträde till repomarknaden, vilket behövdes för att hantera intradagslikviditet och säkerheter. Enligt vissa källor hindrade

18 ECB, *Financial Stability Review*, maj 2020.
19 ECB, *Financial Stability Review*, maj 2020.
20 COM(2020) 574 final av den 23 september 2020.
21 ICMA, *The European repo market and the Covid-19 crisis*, april 2020.
22 ICMA, *The European repo market and the Covid-19 crisis*, april 2020.

den illikvida penningmarknaden förmedlingen av likviditet från banker till aktörer utanför banksektorn[23]. Enligt Esmas rapporter fungerade de clearade repomarknaderna överlag på ett effektivt och ändamålsenligt sätt under hela krisen, och gav kontinuerlig tillgång till derivatprodukter – trots att marginalsäkerhetskraven höjdes kraftigt vid några tillfällen.

I framtiden kommer repomarknaderna sannolikt fortsatt att inneha en viktig roll för att hantera utmaningen med central clearing. Pensionsfonderna deltar emellertid fortfarande i relativt liten utsträckning på de europeiska repomarknaderna, särskilt jämfört med Förenta staterna[24].

3.3 Förslag på initiativ i det offentliga samrådet

För att göra framsteg i riktning mot central clearing för pensionssystem föreslog deltagarna i det offentliga samrådet några initiativ. Dessa presenteras i Esmas rapport och syftar främst till att förbättra de lösningar som pensionssystemen för närvarande använder för central clearing, det vill säga kundclearing och de centrala motparternas modeller för förenklad tillgång. Dessa två alternativ framstår alltmer som de områden som det kommande arbetet bör inriktas på.

När det gäller kundclearing visar uppgifterna i Esmas rapport och diskussioner i kommissionens expertgrupp att en utökning av clearingmedlemmarnas kapacitet att erbjuda sina direktkunder likviditetsswappar skulle kunna förbättra pensionssystemens tillgång till likviditet när detta behövs. Bankerna har goda förutsättningar att underlätta likviditetsswappar och har gjort detta under lång tid.

Såsom Esma anger i sin rapport omtalade bankerna vissa begränsningar som gör det svårare både för dem och för pensionssystemen att hantera clearingkravet för pensionssystem. De har särskilt att göra med bruttosoliditetsgraden, riskvägda tillgångar och finansiering. Såsom framgår av Esmas rapport, som bygger på det offentliga samrådet, skulle i synnerhet en mer gynnsam kapitalbehandling av repor/omvända repor hjälpa till att stimulera repoverksamheten.

När det gäller modeller för förenklad tillgång som erbjuds av centrala motparter används sådana redan av vissa stora pensionssystem för att få tillgång till den clearade repomarknaden. Enligt de centrala motparter som deltog i det offentliga samrådet skulle en sådan lösning kräva en tydlig signal från lagstiftarna, genom regeländringar och ett tydligt slutdatum för undantaget från clearingkravet för pensionssystem, för att kunna användas i större utsträckning. Vissa kapitalförvaltare med stora pensionssystem som kunder uppgav att denna sorts modeller är ett lovande alternativ. Några av dem som svarade på samrådet framhöll också att EU:s clearade repomarknader har varit tillförlitliga under årens lopp när det gäller tillgänglig likviditet – även i tider av stress. En del ytterligare operativa förbättringar skulle kunna göras av sådana lösningar hos

23 D'Avernas, A., Vandeweyer, Q. och Darracq Pariès, M. (2020), *Unconventional monetary policy and funding liquidity risk*, Working Paper Series nr 2350.

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

centrala motparter för att bättre tillgodose behoven hos pensionssystem, och det framgick av samrådet att de centrala motparterna är villiga att överväga ytterligare förbättringar.

Ett antal lagstiftningsåtgärder föreslogs därför av deltagarna i samrådet. Särskilt följande förslag från berörda parter nämns i Esmas rapport:

- En förmånligare behandling av repor/omvända repor i samband med bruttosoliditetsgraden.
- En omkalibrerad metod för beräkning av bruttosoliditetsgraden, för att undvika att banker vidtar åtgärder för syns skull vid specifika rapporteringstillfällen under året[25].
- Ett eventuellt inrättande av en särskild kategori av exponeringar mot pensionsfonder med lägre riskvikter (som bättre återspeglar deras höga kreditvärdighet).
- Särskilda bestämmelser rörande rollen för clearingagenter (de banker som tillåter pensionssystem att få tillgång till centrala motparter genom modeller för förenklad tillgång) i banklagstiftningen.
- Eventuella bestämmelser i Solvens II-direktivet för att, inom ramen för modeller för förenklad tillgång, bevilja pensionssystem och försäkringsbolag som är direkta medlemmar i en central motpart samma förmånliga behandling som clearingmedlemmar har rätt till enligt kapitalkravsförordningen.
- Andra ändringar av regelverket för fondföretag och alternativa investeringsfonder, i syfte att uppmuntra central clearing för köparsidan.

ESRB lade dessutom fram förslag om förbättringar av ramen för likviditetsrisker, inbegripet för pensionssystem, bland annat genom att i vissa fall inrätta en särskild likviditetsbuffert.

4. SLUTSATS

Enligt Emir Refit löper undantaget från kravet på central clearing ut i juni 2021. Kommissionen kan genom delegerade akter förlänga detta vid två tillfällen, med ett år vid varje tillfälle.

Kommissionens övergripande analys av de viktigaste problemen i samband med central clearing för pensionssystem, som presenteras i den första rapporten från september 2020, bekräftas i stort av resultaten från Esmas offentliga samråd. Samrådet gav också ytterligare kvantitativa insikter.

På senare år har framsteg gjorts i riktning mot central clearing för pensionssystem, och enligt vad som beskrivits har pensionssystemen delvis frivilligt övergått till central clearing. Det beror dock även på olika lagstiftningsåtgärder och marknadskrafter.

25 I detta sammanhang bör det noteras att Baselkommittén för banktillsyn och myndigheter i EU nyligen vidtog åtgärder för att motverka detta problem genom att skärpa kraven på offentliggörande av bruttosoliditetsgrad. Dessa bestämmelser kommer att tillämpas av EU:s banker från och med juni 2021.

Kommissionen anser emellertid att en förlängning av undantaget för pensionssystem är nödvändig om ytterligare framsteg mot ett hållbart system för central clearing för pensionssystem ska kunna göras. Det finns flera skäl till detta: För det första skulle det ge möjlighet att ytterligare finjustera de centrala motparternas modeller för förenklad tillgång. För det andra skulle det möjliggöra en mer fördjupad bedömning av lämpligheten och genomförbarheten vad gäller eventuella ändringar av lagstiftningen som skulle kunna stödja en obligatorisk lösning för central clearing. För det tredje skulle det ge alternativa lösningar tid att mogna, med tanke på att covid-19-pandemins ekonomiska konsekvenser kan leda till fortsatt instabilitet på penningmarknaderna. Att låta undantaget från clearingkravet för pensionssystem löpa ut i juni 2021 förefaller förhastat, särskilt med tanke på att det fortfarande kan uppstå oro över tillgången till likviditet i systemet för att uppfylla marginalsäkerhetskravet. Slutligen är en förlängning i linje med de råd som Esma, tillsammans med EBA, Eiopa och ESRB, har gett.

Kommissionen föreslår därför att en delegerad akt ska antas för att förlänga undantaget från kravet på central clearing till juni 2022.

Under de kommande månaderna kommer GD FISMA att fortsätta undersöka och mer ingående bedöma de olika lösningar och förslag som har lagts fram av berörda parter från branschen. Detta kommer att göras i samarbete med den särskilda expertgruppen och relevanta avdelningar inom kommissionen.