EUROPEISKA
KOMMISSIONEN

Bryssel den 3.2.2015
COM(2015) 39 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 för att bedöma de framsteg och de ansträngningar som de centrala motparterna gjort för att utveckla tekniska lösningar för pensionssystemens överföring av icke-kontanta säkerheter som tilläggssäkerhet liksom behovet av åtgärder för att underlätta en sådan lösning

1. INLEDNING

Förordning (EU) nr 648/2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister (nedan kallad *förordningen om Europas marknadsinfrastrukturer* eller *förordningen*) offentliggjordes i Europeiska unionens officiella tidning den 27 juli 2012 och trädde i kraft den 16 augusti 2012.

Enligt förordningen om Europas marknadsinfrastrukturer kommer OTC-derivat som är standardiserade (dvs. som uppfyller vissa fastställda kriterier, t.ex. hög likviditet) att bli föremål för en obligatorisk central clearingskyldighet och måste clearas via centrala motparter.

En central motpart är ett företag som träder emellan motparterna i en transaktion och på så vis blir köpare till varje säljare och säljare till varje köpare. Eftersom den centrala motparten agerar motpart för varje position, bär denne kreditrisken om en av dess motparter går i konkurs.

Centrala motparter är utformade för att klara en clearingmedlems eller kunds obestånd, främst genom tillämpning av försiktighet och vedertagna krav på säkerheter – eller krav på marginalsäkerheter – som beräknas för att täcka eventuella förluster vid obestånd. Centrala motparter kan bara godta mycket likvida tillgångar, i allmänhet kontanta medel, som säkerhet för att uppfylla marginalsäkerhetskrav i syfte att möjliggöra en snabb avveckling i händelse av obestånd.

Pensionssystemen[i] (nedan kallade *pensionsförvaltare*) är i många medlemsstater verksamma på OTC-derivatmarknaden. Pensionsförvaltarna minimerar dock i allmänhet sina innehav av likvida medel, och gör i stället investeringar som ger högre avkastning, t.ex. värdepapper, för att därigenom skapa högre avkastning för förmånstagarna, dvs. pensionärerna. Att centrala motparter inte kan godta icke-kontanta tillgångar som säkerhet för att uppfylla marginalsäkerhetskraven innebär att pensionssystemen skulle behöva generera kontanter på kort sikt, antingen genom att låna kontanter eller sälja andra tillgångar för att uppfylla den centrala motpartens marginalsäkerhetskrav. Så är inte fallet inom ramen för bilaterala förbindelser, där pensionsförvaltare kan ställa icke-kontanta tillgångar som säkerhet till sina bilaterala motparter i den utsträckning som marginalen kräver. En sådan förvaltning av kassareserven leder till höga alternativkostnader för pensionsförvaltarna på grund av den låga ränta som kontanta säkerheter ger. Om pensionsförvaltarna var skyldiga att ställa likvida medel som säkerhet för att uppfylla marginalsäkerhetskraven, skulle därför kostnaderna för central clearing i slutändan minska de berörda pensionärernas pensionsinkomster.

Kommissionen, rådet och Europaparlamentet enades därför om ett treårigt tillfälligt undantag från clearingkravet för pensionsförvaltare som uppfyller vissa kriterier[ii] som anges i artikel 89.1 i förordningen. Undantaget kan förlängas med ytterligare tre år. Denna övergångsperiod föreskrevs uttryckligen i förordningen för att centrala

motparter skulle få mer tid på sig att utveckla tekniska lösningar för överföring av icke-kontanta säkerheter för att uppfylla marginalsäkerhetskraven.

2. RAPPORTENS SYFTE

I enlighet med artikel 85.2 i förordningen syftar denna rapport till att bedöma de framsteg och de ansträngningar som de centrala motparterna gjort för att utveckla tekniska lösningar för pensionsförvaltares överföring av icke-kontanta säkerheter som tilläggssäkerhet (variationsmarginal) liksom behovet av åtgärder för att underlätta en sådan lösning.

I artikel 85.2 föreskrivs även följande: Om kommissionen anser att de centrala motparterna inte har gjort de nödvändiga ansträngningarna för att utveckla lämpliga tekniska lösningar och att de negativa effekterna som central clearing av derivatkontrakt för pensionssystem har på framtida pensionärers pensionsförmåner förblir oförändrade, ska den ges befogenhet att anta delegerade akter i enlighet med artikel 82 för att förlänga den treårsperiod som avses i artikel 89.1 en gång med två år och en gång med ytterligare ett år.

För att göra en fullständig bedömning av den aktuella situationen, beställde kommissionen en grundläggande studie om huruvida de centrala motparterna hade gjort nödvändiga ansträngningar för att utveckla lämpliga tekniska lösningar för att pensionsförvaltarna ska kunna överföra en icke-kontant säkerhet som tilläggssäkerhet. Denna grundläggande studie innehöll också en analys av möjliga lösningar. Slutligen analyseras även vilka följder det skulle få om undantaget avskaffas utan att det finns någon lösning, och man beräknade hur mycket pensionsinkomsten skulle minska för de pensionärer som är förmånstagare hos den berörda pensionsförvaltaren[iii].

I enlighet med artikel 85.2 har kommissionen utarbetat denna rapport i samråd med Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten och Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten.

3. DE CENTRALA MOTPARTERNAS INSATSER

3.1 REPOTJÄNST FÖR PENSIONSFÖRVALTARE

Hittills har bara en central motpart gjort något påtagligt för att utveckla en lösning för placering av icke-kontanta tillgångar i syfte att uppfylla marginalsäkerhetskraven.

Den berörda centrala motparten håller på att utarbeta en tjänst (nedan kallad *repotjänsten*[iv]) som skulle kunna tillgodose pensionsförvaltarens behov av att använda icke-kontanta tillgångar för att uppfylla marginalsäkerhetskraven.

Den föreslagna tjänsten skulle göra det möjligt för ett begränsat antal icke handlande marknadsaktörer (inklusive pensionsförvaltare) att bli medlemmar i dess handels- och clearingtjänst för återköpstransaktioner (repotransaktioner). Vid en repotransaktion säljer en part en tillgång (vanligen värdepapper med fast avkastning) till en annan part och åtar sig att återköpa tillgången till ett avtalat pris vid en framtida tidpunkt. Tillgången fungerar som säkerhet och minskar köparens motpartskreditrisk i förhållande till säljaren. Repor är därför ett sätt för pensionsförvaltarna att omvandla sina befintliga icke-kontanta tillgångar till de likvida medel som centrala motparter behöver för att uppfylla marginalsäkerhetskraven, samtidigt som man behåller äganderätten och den avgörande långsiktiga avkastningen på investeringar. I den föreslagna repotjänsten skulle pensionsförvaltaren ingå repoavtal med andra marknadsaktörer i handelstjänsten med hjälp av de värdepapper som den redan innehar i sina ordinarie investeringar. Dessa transaktioner skulle ske på den centrala motpartens repohandelsplattform och clearas automatiskt via dess clearingtjänst. De likvida medel som erhålls genom repor skulle sedan kunna placeras till den centrala motparten så att denne kan uppfylla marginalsäkerhetskraven. Själva reporna skulle clearas via en central motpart, och den centrala motparten skulle därmed minska pensionsförvaltarens motpartskreditrisk vid denna transaktion.

Denna tjänst skulle göra det möjligt för pensionsförvaltare att göra repotransaktioner samtidigt som de centraliserar förvaltningen av positionerna hos den centrala motparten och minskar eventuella kvarstående bilaterala motpartskreditrisker i repotransaktionerna genom att ställas inför den centrala motparten och inte inför den som tillhandahåller repan.

Eftersom repotjänsten fortfarande är under utveckling kvarstår i detta skede vissa viktiga frågor när det gäller tjänstens genomförbarhet. Som beskrivs utförligare nedan i avsnitt 4.3 befaras att de bilaterala repomarknaderna inte har tillräcklig kapacitet för att pensionsförvaltarna garanterat ska kunna anskaffa de likvida medel som behövs för att uppfylla den centrala motpartens marginalsäkerhetskrav under de perioder då det råder oro på marknaden. Man kan därför ifrågasätta om clearade repomarknader kommer att utvecklas så att de kan ge den extrakapacitet som pensionsförvaltarna behöver. De banker som tillhandahåller likviditet genom repor har en förmåga att avlägsna bilaterala risker från sina transaktioner och i stället ställas inför den centrala motparten. Detta kan leda till lägre kapitalkrav vilket skulle kunna stimulera till ökad repoverksamhet. Andra faktorer som har med regelverket att göra kan dock påverka hur repomarknaderna utvecklas på kort till medellång sikt, bland annat lagstiftningsinitiativen inom ramen för Basel III, den föreslagna EU-skatten på finansiella transaktioner och de eventuella principer om obligatoriska värderingsavdrag på tillgångar som rådet för finansiell stabilitet kommit fram till i sitt

arbete om värdepapperslån och repor. Det är möjligt att repomarknader kan bli mindre attraktiva för dem som tillhandahåller likviditet och att de därmed kan krympa.

Dessutom är det tveksamt om denna tjänst kan användas av alla eller ens flertalet av de pensionsförvaltare som har svårt att uppfylla marginalsäkerhetskraven. Det beror på att de som deltar i tjänsten behöver tillgång till den centrala motparten genom ett särskilt anslutningsavtal, som skulle innebära att pensionsförvaltaren blev skyldig att bidra till en särskild obeståndsfond. Obeståndsfonden skulle inte användas för att täcka andra clearingmedlemmars förluster, såsom i sedvanliga anslutningsavtal. I stället skulle den täcka enbart de direkta förluster som orsakas av att pensionsförvaltaren själv eventuellt hamnar på obestånd. Den är därför inte exponerad för förluster som orsakats av andra clearingmedlemmar som hamnat på obestånd. Den kommer dock att innebära ett åtagande om ytterligare säkerhet i förskott, som kanske inte är acceptabelt för alla pensionsförvaltare.

Slutligen är det i detta utvecklingsskede oklart vad det skulle kosta att utnyttja den potentiella repotjänsten. Det är möjligt att kostnaden för att göra clearade repotransaktioner kommer att vara högre än kostnaderna för att göra bilaterala repotransaktioner. Detta beror på att pensionsförvaltaren måste ha en obeståndsfond, som nämnts ovan, och likaså erlägga en clearingavgift i samband med transaktionen. Dessutom får pensionsförvaltaren stå för kostnaderna för att upprätta operativa förbindelser till tjänsten samt för rättsliga avtal.

Denna potentiella tjänst är fortfarande under utveckling. Enligt plan ska den lanseras under första halvåret 2015. Kommissionen kommer att fortsätta att samarbeta med den centrala motparten i fråga och pensionsförvaltarna när tjänsten lanseras på marknaden, för att bedöma om tjänsten kan tillgodose pensionsförvaltarnas behov.

Kommissionen kommer också att med intresse undersöka möjligheten för andra centrala motparter att utveckla liknande tjänster.

Eftersom den föreslagna tjänsten ännu inte har lanserats har kommissionen undersökt flera andra tekniska lösningar, för att fastställa om centrala motparter skulle kunna vidta andra åtgärder för att pensionsförvaltare ska kunna placera icke-kontanta tillgångar för att uppfylla marginalsäkerhetskraven. Dessa potentiella tekniska lösningar beskrivs nedan. För varje alternativ bedömdes genomförbarheten med hänsyn till kommersiella, rättsliga, politiska och praktiska hinder, risker och alla identifierbara kostnader som sannolikt orsakas för pensionsförvaltarna.

Man undersökte även om det utanför den centrala motpartens infrastruktur kan finnas alternativa lösningar som gör att pensionsförvaltare kan cleara centralt utan att detta försämrar pensionsinkomsterna. Dessa alternativa lösningar beskrivs också nedan tillsammans med en genomförbarhetsanalys.

Eventuella risker i samband med de tekniska eller alternativa lösningarna måste naturligtvis vägas mot graden av minskad systemrisk genom central clearing.

3.2 MÖJLIGA ALTERNATIVA LÖSNINGAR

i) Centrala motparters omvandling av säkerheter

Detta skulle innebära att centrala motparter erbjuder en tjänst för pensionsförvaltare i vilken den centrala motparten skulle vara huvudsaklig motpart i en repa, som ger likvida medel till pensionsförvaltaren i utbyte mot värdepapper. I det avseendet är konceptet jämförbart med ovannämnda repotjänst för pensionsförvaltare som är under utveckling. Denna möjliga lösning bygger dock inte på att den centrala motparten har kapacitet att samtidigt skapa ett erbjudande om en organiserad repohandelsplattform med tillhörande clearingtjänst.

Den berörda motparten skulle då behöva utföra ytterligare en repa med en tredje part i direkt anslutning till den första repan för att anskaffa de likvida medlen. Denna tredje part skulle vara antingen en handlande bank på repomarknaden eller en centralbank.

Det är tveksamt om ett system där centralbanken är den enda tillhandahållaren av likviditet för repor skulle vara godtagbart för den centralbanken. Denna diskussion utgår därför från att den centrala motparten använder affärsbanker under normala förhållanden och endast använder centralbanken i ogynnsamma marknadssituationer.

För närvarande har inte alla centrala motparter rutinmässig tillgång till centralbanksfunktioner. Vissa centrala motparter i EU har nu tillgång till intradagslån och, på vissa villkor, till dagslån. Inom ramen för denna tillgång kan det dock inte vara lämpligt att införa en standardomvandling av säkerheter på grundval av repor. För att göra detta skulle en central motpart åtminstone behöva tillgång till funktioner över natten eller till och med till kredittransaktioner med längre löptider för att undvika förlängning av kortfristiga repor dagligen. Detta alternativ skulle innebära en förändrad praxis mellan centrala motparter och centralbanker, som behöver övervägas grundligt av centralbankerna och deras intressenter.

Denna potentiella lösning leder till att centrala motparter tar en större risk i fråga om repotransaktionsvolymen och därav följande exponering för motparts- och marknadsrisker. Detta ökar i sin tur den systemrisk som utgörs av centrala motparter.

Andra hinder är att den centrala motparten behöver investera i nödvändig handels- och finansförvaltningskapacitet samt i operativa och rättsliga förändringar – framför allt i obeståndsförfaranden där repotransaktioner med en clearingmedlem på obestånd kan behöva realiseras vid samma tidpunkt som de berörda OTC-derivatportföljerna.

ii) Direkt godkännande av icke-kontanta tillgångar som överförs till mottagare av tilläggssäkerheter

Här skulle den centrala motparten göra det möjligt för pensionsförvaltare att placera och erhålla tilläggssäkerheter i form av icke-kontanta tillgångar som den redan innehar, t.ex. statsobligationer. Dessa tillgångar skulle sedan föras vidare via plusmotparten till transaktionen.

En central motpart skulle behöva erbjuda två parallella produkter med samma grundläggande ekonomiska villkor för clearing – en för vilken tilläggssäkerheten skulle betalas och erhållas i kontanta medel och en för vilken tilläggssäkerheten skulle placeras och tas emot i vissa godtagbara värdepapper. Detta skulle minska marknadslikviditeten, vilket troligen skulle medföra större handelsspreadar och mindre flexibilitet i porteringen eller realiseringen av innehaven hos en deltagare på obestånd gentemot den centrala motparten. Det skulle även vara omöjligt att netta begärda säkerheter mellan de två produkterna.

Avveckling i tid är ett annat stort hinder för att detta alternativ ska bli lönsamt. Deltagare som ställer icke-kontanta tilläggssäkerheter måste kunna överföra värdepappren till den centrala motpartens namn samma dag som säkerheten har begärts. Det skulle dock vara svårt att åstadkomma detta i praktiken, eftersom avveckling samma dag för närvarande inte är praxis vid värdepapperscentralerna. Ytterligare en svårighet är att värdepapper endast får utbytas i överförbara enheter. Eftersom den centrala motparten beräknar den tilläggssäkerhet som ska betalas eller erhållas i penningvärden, skulle den centrala motparten behöva införa en marknadspraxis för hur dessa värden ska omvandlas till den kvantitet av tilläggssäkerheten som ska lämnas, vilket leder till avrundningsskillnader och kontantjusteringar mellan den centrala motparten och clearingmedlemmarna.

Det skulle innebära ytterligare kostnader på flera miljoner euro för centrala motparter, clearingmedlemmar, depåhållare, kapitalförvaltare och pensionsförvaltare att ha den operativa kapacitet som behövs på detta område.

Ur ett juridiskt perspektiv är det också tveksamt om överföringen av värdepapper till mottagaren av tilläggssäkerheten skulle uppfylla vissa pensionsförvaltares krav på att ha kontroll över sina tillgångar.

iii) Godkännande av icke-kontanta tillgångar med värdepappersränta som överförts till mottagare av tilläggssäkerhet

Den centrala motparten skulle återigen göra det möjligt för pensionsförvaltare att ställa tilläggssäkerheter i form av värdepapper, som enligt led ii.

I stället för att överföra värdepappren till de motparter som ska erhålla tilläggssäkerheten skulle den centrala motparten beräkna en ränta på de ställda värdepappren till förmån för mottagaren av tilläggssäkerheten.

Denna lösning innebär att de tillgångar som ställts för att uppfylla marginalsäkerhetskraven inte överförs till mottagaren av tilläggssäkerheten, och därmed har riskerna i avtalet egentligen inte reglerats. Det finns bara ett rättsanspråk som varierar i värde över tiden. Vid obestånd skulle fordrans värde vara oklart ända tills tillgången realiseras. Denna ytterligare risk skulle leda till att avtalet måste prissättas på ett annat sätt, så att det blir dyrare än vanliga kontantreglerade avtal, och det skulle på nytt utvecklas en rad clearade produkter med mindre likviditet i pensionsförvaltarens skräddarsydda produkt.

Juridiska risker är också ett hinder för denna lösning, eftersom värdepappersräntor inte alltid omfattas av samma lagstiftning i hela EU. Detta leder eventuellt till rättsosäkerhet om vad som skulle hända vid obestånd.

iv) Fjärde parts säkerhet för värdepappersränta på tilläggssäkerhet

Detta är en variant av föregående lösning, där värdepapper skulle innehas med en depåhållare enligt en överenskommelse mellan depåhållaren, pensionsförvaltaren, motparten till den ursprungliga transaktionen och den centrala motparten.

I detta system skulle pensionsförvaltare kunna ställa icke-kontanta tillgångar som tilläggssäkerhet utan att omvandla dem till likvida medel. Säkerheten skulle i stället ges i form av en värdepappersränta till förmån för motparten. Pensionsförvaltaren skulle lägga ut sin förvaltning av säkerheter till en depåhållare genom ett avtal mellan de fyra berörda parterna – pensionsförvaltaren, motparten, den centrala motparten och depåhållaren. Lösningen skulle bygga på befintliga tjänster för förvaltning av säkerheter med tre parter.

Denna lösning är förenad med samma problem som föregående lösning, nämligen att den leder till en oreglerad motpartskreditrisk som är ologisk i förhållande till tilläggssäkerhetens funktion och kan orsaka problem för clearingmedlemmar, motparter och lagstiftare.

Det skulle återigen utvecklas en rad produkter med problematisk likviditet och nettning.

v) Omvandling av clearingmedlemmars säkerheter

Detta är det första alternativet till en teknisk lösning hos den centrala motparten. Det ger pensionsförvaltarna möjlighet att skaffa kapital genom repotransaktioner med clearingmedlemmarna, utanför den centrala motpartens egen infrastruktur.

Clearingmedlemmar till centrala motparter med OTC-derivat tillhör i allmänhet bankgrupper som också är verksamma på repomarknaden. Det innebär att clearingmedlemmarna är till synes väl lämpade att erbjuda repotjänster till sina pensionsförvaltningskunder för detta ändamål utan att investera i ny affärsverksamhet. Denna tjänst kan också tillhandahållas för pensionsförvaltarna, oberoende av vilka clearingmäklare som utsetts av en tredjepartsbank.

Marknaderna för bilaterala repor har med sin nuvarande storlek kanske inte tillräcklig kapacitet för att tillhandahålla de likvida medel som pensionsförvaltarna skulle behöva för att uppfylla sina marginalsäkerhetskrav. Handlare skulle i vart fall inte garantera repoprodukter, och de kan återkallas under perioder av marknadsoro.

Resultaten från den grundläggande studien (se särskilt avsnitt 5.7.3) tyder på att repomarknaden inte skulle kunna hantera den totala efterfrågan från pensionsförvaltare som försöker finansiera marginalsäkerhetskrav i likvida medel på grund av en kraftig ränteförändring (t.ex. 100 räntepunkter). De skulle följaktligen inte få tillgång till den finansiering som krävs för att uppfylla marginalsäkerhetskraven om de var hänvisade till marknaden för bilaterala repor. Detta skulle leda till att pensionsförvaltare hamnade på obestånd på grund av obetalda tilläggssäkerheter och orsaka en dominoeffekt på marknaderna.

En sådan lösning innebär att en pensionsförvaltares obestånd skulle drabba pensionsförvaltarens clearingmäklare genom att denne enligt avtalet kan vara skyldig att uppfylla marginalsäkerhetskraven för sin kunds (pensionsförvaltarens) räkning. Clearingmäklarna är i allmänhet storbanker och utgör som sådana en betydande risk för det finansiella systemet som helhet.

vi) Förmedling av värdepapperslån

Enligt en modell för förmedling av värdepapperslån skulle pensionsförvaltare låna ut värdepapper från sin egen portfölj till tredje parter och erhålla säkerheter i form av likvida medel från låntagaren i syfte att uppfylla marginalsäkerhetskraven.

Värdepapperslån används redan av många pensionsförvaltare genom fastställda operativa och rättsliga arrangemang. Pensionsförvaltarnas möjlighet att låna ut beror dock på de andra marknadsaktörernas behov av att låna de erbjudna tillgångarna vid en viss tidpunkt. Om motparterna verkligen vill låna värdepapper och hur länge ligger utanför pensionsförvaltarens kontroll. Värdepapperslån kan därför inte betraktas som en tillförlitlig finansieringskälla. Ovannämnda arrangemang skulle kunna resultera i

obetalda tilläggssäkerheter med risk för att pensionsförvaltarens clearingmäklare hamnar på obestånd.

vii) Utlåning mot säkerhet av icke-finansiella enheter

Undersökningen visar att många stora företag för närvarande har stora kassareserver som de kanske vill låna ut mot säkerhet.

Detta alternativ skulle innebära att pensionsförvaltare placerar värdepapper i en repa och tar emot likvida medel från företaget som säkerhet mot repan, i likhet med den möjliga lösning som beskrivs i led v.

Det finns för närvarande ingen etablerad marknad för utlåning från företag till pensionsförvaltare mot ställd säkerhet. Teoretiskt sett kan företagen ha möjlighet att tillhandahålla kontanta medel till pensionsförvaltare så att dessa uppfyller den centrala motpartens marginalsäkerhetskrav, men det är omöjligt att bedöma kapaciteten och volatiliteten på en sådan marknad. Detta alternativ ger också upphov till frågor om huruvida inrättandet av en sådan marknad skulle behöva regleras och hur detta skulle inverka på kostnader och tillgänglighet. Det kan därför inte anses som ett rimligt alternativ.

4. SLUTSATSER

4.1 DE CENTRALA MOTPARTERNAS FRAMSTEG OCH INSATSER

Man kan konstatera att de centrala motparterna inte förefaller ha gjort tillräckliga framsteg med att utveckla tekniska lösningar för överföring av icke-kontanta säkerheter som tilläggssäkerheter, med undantag för den föreslagna repotjänst för pensionsförvaltare som anges i avsnitt 3. Ingen central motpart verkar eftersträva någon av de infrastrukturbaserade möjliga lösningar som analyserats och beskrivs i avsnitt 3.2 i–iv. Man kan dra slutsatsen att detta beror på de hinder som anges i denna rapport. Trots detta bör de centrala motparterna fortsätta att överväga hur man i praktiken skulle kunna övervinna hindren för att genomföra de möjliga lösningarna.

Bristen på framsteg i arbetet med att hitta och utveckla hållbara lösningar kan bero på att de centrala motparter som inte har utvecklat lösningar för närvarande inte är väl lämpade att tillhandahålla sådana tjänster, eftersom de inte bedriver handel eller erbjuder clearingtjänster på de repomarknader som skulle användas för att underlätta omvandling av säkerheter. Man kan också anta att de centrala motparterna har inriktat sitt arbete under de senaste två eller tre åren på att anpassa sina tjänster till de nya kraven enligt förordningen och till andra regeländringar i EU och övriga världen.[v] De centrala motparterna har också lagt betydande resurser på att utveckla allmänna

clearinglösningar för kunder genom centrala motparter, eftersom clearingkraven i förordningen kommer att omfatta små och medelstora marknadsaktörer (inklusive pensionsförvaltare) som inte kan cleara direkt som clearingmedlemmar. Bristen på insatser för att utveckla tekniska lösningar skulle därför också kunna bero på att de centrala motparterna inte har kunnat välja bland de nya möjligheter som utvecklats inom detta område.

4.2 ÅTGÄRDSBEHOV

Kommissionen kommer att fortsätta att övervaka utvecklingen av den repobaserade tjänst som föreslagits av den berörda centrala motparten, för att bedöma om denna inriktning kvarstår och lösningen genomförs utan problem under 2015 som planerat. Det fortsatta samarbetet med pensionsförvaltarna som potentiella deltagare är också avgörande för om man lyckas genomföra den föreslagna tjänsten.

Kommissionen kommer även att fortsätta sitt samarbete med de övriga relevanta centrala motparter i EU som clearar OTC-derivattransaktioner (ränte- och/eller inflationsswappar), för att bedöma om dessa centrala motparter skulle kunna anta liknande lösningar. Som nämnts ovan kan detta bero på andra centrala motparters kapacitet att erbjuda tjänster inom handel med och clearing av repor samt clearing av OTC-derivat. Kommissionen uppmanar dock med kraft alla centrala motparter i EU att i samarbete med sina clearingmedlemmar och med pensionsförvaltarna fortsätta att överväga hur man kan lösa de problem som analyseras i denna rapport och skapa clearinglösningar som – antingen enskilt eller i kombination – skulle kunna ge pensionsförvaltarna den nödvändiga kapaciteten att cleara sina OTC-derivattransaktioner centralt, så att det får mindre effekt på avkastningen. En lämplig lösning gör det möjligt för pensionsförvaltarna att bedriva sin verksamhet med OTC-derivat utan hämmande kostnader, samtidigt som central clearing gynnar motparterna och det finansiella systemet som helhet.

Kommissionen konstaterar dock att pensionsförvaltarna, om det saknas en lösning, i slutändan kommer att bli tvungna att byta ut värdepapper mot likvida medel för att ha en tillräcklig kassareserv som uppfyller marginalsäkerhetskraven senast från och med augusti 2018. Eftersom ingen av de möjliga lösningarna framstår som helt tillfredsställande för pensionsförvaltarna kan man behöva kombinera olika metoder för omvandling av säkerheter. Kommissionen vill även uppmana branschen att överväga vilka långsiktiga finansieringsmöjligheter (såsom täckta obligationer eller värdepapper med bakomliggande tillgångar) som pensionsförvaltarna kan få tillgång till, och som, enskilt eller i kombination, skulle kunna utgöra en tillräcklig och tillförlitlig finansieringskälla, även under perioder av marknadsoro. Man kan konstatera att sådana finansieringsmöjligheter kan förutsätta att pensionsförvaltaren kan behålla äganderätten och/eller kontrollen över de värdepapper som byts mot likvida medel och att det därför krävs flexibilitet.

4.3 POTENTIELLA NEGATIVA EFFEKTER AV CENTRALT CLEARADE DERIVATKONTRAKT PÅ DE FRAMTIDA PENSIONÄRERNAS PENSIONSFÖRMÅNER

Om det saknas undantag från clearingkravet skulle pensionsförvaltare bli tvungna att ha kassareserver i stället för sådana tillgångar som ger högre avkastning och som de vanligtvis innehar, exempelvis statsobligationer. Att fortsätta att inneha icke-kontanta tillgångar och förlita sig på hur de öppna repomarknaderna fungerar för tillfället ger inte tillräcklig säkerhet. Undersökningen tyder på att det största hindret för detta är att de nuvarande marknaderna för bilaterala repor inte ser ut att ha tillräcklig likviditet för att tillgodose pensionsförvaltarnas behov i EU under perioder då det råder oro på marknaden. Denna slutsats grundar sig på en analys av EU:s marknader för statsobligationer. Undersökningen visar att det sammanlagda marginalsäkerhetskravet vid en ränteförändring på 100 punkter skulle uppgå till 204–255 miljarder euro för pensionsförvaltarna i EU. Av detta skulle 98–123 miljarder euro (82–103 miljarder brittiska pund) hänföra sig till brittiska pensionsförvaltare och främst vara kopplat till tillgångar i brittiska pund, och 106–130 miljarder euro skulle avse tillgångar i euro (och eventuellt andra valutor).

Även om pensionsförvaltare var de enda verksamma deltagarna på dessa marknader, skulle det totala marginalsäkerhetskravet vid en sådan utveckling överstiga den dagliga kapaciteten på Storbritanniens repomarknader för statspapper och skulle sannolikt överstiga de relevanta delarna av EU:s repomarknad för statsobligationer, dvs. främst den för tyska statsobligationer. Likviditet genom repor existerar redan inom andra mindre likvida men ändå höggradiga värdepapper, även om marknaderna för dessa instrument är mycket mer benägna att krympa under perioder av marknadsoro.

Innehav av kassareserver för att täcka eventuella förändringar på marknaden minskar den totala avkastningen på de investeringar som gjorts till förmån för de pensionärer som ingår i systemet, vilket i slutändan kan minska de totala belopp som pensionsförvaltarna betalar ut som pensionsinkomst till dessa förmånstagare.

Undersökningen visar att kostnaderna för att övergå från bilateralt ställda säkerheter till att placera tilläggssäkerheter i kontanta medel hos centrala motparter med krav på pensionsförvaltare skulle kunna leda till en kumulativ minskning av pensionsinkomsterna med upp till 3,1 % i Nederländerna och 2,3 % i Storbritannien under en 40-årsperiod. Man räknar med att den sammantagna minskningen av pensionsinkomsterna i EU under 20–40 år skulle uppgå till 3,66 %. Detta har ett direkt samband med den minskade avkastning som förutspås på grund av kravet på likvida medel i stället för icke-kontanta värdepapper.

Det är en betydande effekt som troligen påverkar pensionärer i hela EU och kan anses vara oproportionerlig jämfört med fördelarna med att tvinga pensionsförvaltare till clearing i detta skede. I denna slutsats tar man hänsyn till att transaktionerna under alla omständigheter kommer att behöva säkras bilateralt inom ramen för de kommande bilaterala marginalkraven enligt artikel 11.3 i förordningen, vilket minskar motparternas kreditrisk i de transaktioner där de är motpart, ur såväl bankernas som pensionsförvaltarnas synvinkel.

Det är möjligt att pensionsförvaltare som påverkas i högre grad av denna effekt väljer att inte säkra sina skulder för att bibehålla nuvarande pensionsinkomster för förmånstagarna. Detta skulle skapa en risk för förluster på investeringar till följd av osäkrad marknadsvolatilitet, vilket också skulle leda till sänkta pensionsinkomster.

Det bör dock noteras att när den stora merparten av standardiserade OTC-derivatkontrakt övergår till central clearing, kan icke-clearade kontrakt så småningom bli mindre likvida. Detta skulle i sig minska den övergripande kostnadsskillnaden mellan clearade och icke-clearade kontrakt i framtiden.

4.4 FÖRSLAG TILL DELEGERAD AKT

Kommissionen anser att det vid denna tidpunkt inte gjorts nödvändiga ansträngningar för att utveckla lämpliga tekniska lösningar och att de negativa effekter som central clearing av derivatkontrakt för pensionssystem har på framtida pensionärers pensionsförmåner förblir oförändrade.

Kommissionen tänker därför föreslå att den treårsperiod som avses i artikel 89.1 i förordningen förlängs med två år genom en delegerad akt. För att bedöma om denna period bör förlängas med ytterligare ett år kommer kommissionen även fortsättningsvis att övervaka situationen när det gäller tekniska lösningar som gör det möjligt för pensionsförvaltare att placera icke-kontanta tillgångar för att uppfylla de centrala motparternas marginalsäkerhetskrav.

---

[i] Enligt definitionen i artikel 2.10 i förordningen om Europas marknadsinfrastrukturer.

[ii] I enlighet med artikel 89.1 och 89.2 i förordningen ska undantaget bara gälla för OTC-derivatkontrakt som på ett objektivt mätbart sätt minskar investeringsrisker med direkt koppling till pensionsförvaltarens finansiella solvens och då pensionsförvaltaren har svårt att uppfylla marginalsäkerhetskraven.

[iii] Undersökningen kommer att offentliggöras på kommissionens webbplats: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#maincontentSec2

[iv] Det bör påpekas att den tjänst som håller på att utvecklas inte skulle begränsas till pensionsförvaltare utan även kan erbjudas andra marknadsaktörer med liknande behov.

[v] Flera centrala motparter i EU är godkända och verksamma i tredjeländers jurisdiktioner.