EUROPA-
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 3.2.2015
COM(2015) 39 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, vedrørende de fremskridt og bestræbelser, som CCP'erne har gjort for at udvikle tekniske løsninger til pensionsordningers overførsel af ikke-kontant sikkerhed som variationsmarginer, såvel som behovet for eventuelle foranstaltninger, der kan lette en sådan løsning

1. INDLEDNING

Forordning (EU) nr. 648/2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre blev offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende den 27. juli 2012 og trådte i kraft den 16. august 2012.

I henhold til denne forordning vil OTC-derivater, der er standardiserede (dvs. de opfylder foruddefinerede kriterier), og har en høj grad af likviditet, være underlagt en obligatorisk central clearingforpligtelse og skal cleares gennem centrale modparter (CCP'er).

CCP'er er enheder, der intervenerer mellem de to modparter i en transaktion, og således bliver "køber over for enhver sælger" og "sælger over for enhver køber". Som modpart til alle positioner har CCP'en en modpartskreditrisiko, hvis en af modparterne ikke opfylder sine forpligtelser.

CCP'er er udformet til at kunne modstå et clearingmedlems eller en kundes misligholdelse, hovedsagelig ved hjælp af krav om hyppig og forsigtig sikkerhedsstillelse — eller "margin" — beregnet til at dække eventuelle tab ved misligholdelse. CCP'er accepterer kun særdeles likvide aktiver, sædvanligvis kontanter, som sikkerhedsstillelse for at opfylde anmodninger om variationsmarginer med henblik på at kunne sikre en hurtig realisering i tilfælde af misligholdelse.

Pensionsordninger[i] er i mange medlemsstater aktive deltagere på OTC-derivatmarkederne. Pensionsordningerne begrænser imidlertid normalt deres kontantbeholdninger og har i stedet højere forrentede investeringer, som f.eks. værdipapirer, for at sikre et solidt afkast til deres modtagere — pensionisterne. At CCP'erne ikke kan acceptere ikke-kontante aktiver som sikkerhedsstillelse for at opfylde anmodningen om variationsmarginer, betyder, at pensionsordningerne vil være nødt til at generere kontanter på kort sigt enten gennem kontantlån eller gennem salg af andre aktiver for at opfylde CCP'ens marginanmodninger. Det er i øjeblikket ikke tilfældet inden for de bilaterale forbindelser, hvor pensionsordningerne kan overføre ikke-kontante aktiver til deres bilaterale modparter, hvis det er nødvendigt med en margin. En sådan opretholdelse af kontantbeholdninger fører til høje alternativomkostninger for pensionsordningerne på grund af de lave renter, der optjenes på kontant sikkerhedsstillelse. Omkostningerne ved central clearing vil derfor i sidste ende reducere pensionsindkomsten for de berørte pensionister, hvis pensionsordningerne blev pålagt at overføre kontanter for at opfylde anmodningerne om variationsmarginer.

Kommissionen, Rådet og Europa-Parlamentet enedes derfor om en midlertidig undtagelse på tre år fra clearingforpligtelsen for pensionsordninger, der opfylder visse kriterier[ii], jf. artikel 89, stk. 1, i forordningen om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre. Undtagelsen kan forlænges med op til yderligere tre år i alt. Denne overgangsperiode blev udtrykkeligt fastsat i forordningen om OTC-derivater,

centrale modparter og transaktionsregistre for at give CCP'erne mere tid til at udvikle tekniske løsninger til overførsel af ikke-kontant sikkerhed til opfyldelse af anmodninger om variationsmarginer.

2. FORMÅL MED RAPPORTEN

I overensstemmelse med artikel 85, stk. 2, i forordningen om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre er formålet med denne rapport at fremlægge en vurdering af de fremskridt og bestræbelser, som CCP'erne har gjort for at udvikle tekniske løsninger til pensionsordningers overførsel af ikke-kontant sikkerhed som variationsmarginer, såvel som behovet for eventuelle foranstaltninger, der kan lette en sådan løsning.

Det fastlægges også i artikel 85, stk. 2, i forordningen om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre, at hvis Kommissionen skønner, at CCP'erne ikke har gjort de fornødne bestræbelser på at udvikle hensigtsmæssige tekniske løsninger, og at de skadelige virkninger af en central clearing af derivataftaler for fremtidige pensionisters pensionsydelser er uforandret, tillægges den beføjelse til at vedtage delegerede retsakter i overensstemmelse med artikel 82 for at forlænge den i artikel 89, stk. 1, omhandlede treårige periode én gang med to år og én gang med yderligere ét år.

Med henblik på en nøje vurdering af den aktuelle situation bestilte Kommissionen en referenceundersøgelse af, om CCP'erne har gjort de fornødne bestræbelser på at udvikle hensigtsmæssige tekniske løsninger til pensionsordningers overførsel af ikke-kontant sikkerhed som variationsmarginer. Denne referenceundersøgelse indeholdt også en analyse af mulige og alternative løsninger. Endelig analyserede referenceundersøgelsen virkningen af at fjerne undtagelsen i mangel af en løsning og beregnede nedsættelsen i pensionsindtægten for pensionsmodtagerne under de berørte pensionsordninger[iii].

I overensstemmelse med artikel 85, stk. 2, har Europa-Kommissionen hørt Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) og Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger (EIOPA) i processen med at udarbejde denne rapport.

3. CCP'ERNES BESTRÆBELSER

3.1. EN "REPO"-FACILITET FOR PENSIONSORDNINGER

På nuværende tidspunkt har kun én CCP bestræbt sig mærkbart på at udvikle en løsning til overførsel af ikke-kontante aktiver med henblik på at opfylde anmodninger om variationsmarginer.

Den pågældende CCP er ved at udvikle en facilitet (i det følgende benævnt "repofaciliteten for pensionsordninger"[iv]), som vil kunne håndtere pensionsordningernes behov for at anvende ikke-kontante aktiver til opfyldelse af dens anmodninger om variationsmarginer i kontanter.

Den foreslåede facilitet vil give mulighed for, at en begrænset række markeds-deltagere, der ikke er forhandlere (herunder pensionsordninger), kan blive medlemmer af dens handels- og clearingordning for genkøbstransaktioner (repotransaktioner). Under en repotransaktion sælger den ene part et aktiv (normalt fastforrentede værdipapirer) til en anden part og forpligter sig til at tilbagekøbe aktivet til en aftalt pris på et tidspunkt i fremtiden. Aktivet tjener som sikkerhedsstillelse og reducerer den modpartskreditrisiko, som køberen har i forbindelse med sælgeren. Repotransaktioner er således et middel for pensionsordningerne til at omdanne deres eksisterende ikke-kontante aktiver til de kontanter, som CCP'erne har brug for til opfyldelse af anmodningerne om variationsmarginer, samtidig med at de bevarer ejendomsretten til og — hvilket er helt afgørende — investeringsafkastet af aktiverne på langt sigt. Under den foreslåede repofacilitet for pensionsordningerne indgår pensionsordningerne repotransaktioner med andre markedsdeltagere fra handelsordningen, idet de anvender de værdipapirer, som de allerede besidder i forbindelse med deres normale investeringer. Disse transaktioner vil blive gennemført på CCP'ens platform for repohandel og vil automatisk ville blive clearet gennem dennes clearingordning. De kontanter, der opstår ved repotransaktionerne, vil dernæst kunne overføres til CCP'en til opfyldelse af dennes anmodninger om variationsmarginer. Repotransaktionerne vil i sig selv blive clearet gennem CCP'en, og derfor vil pensionsordningernes modpartskreditrisiko i forbindelse med denne transaktion blive reduceret af CCP'en.

Denne facilitet vil gøre det muligt for pensionsordningerne at gennemføre repotrans-aktioner, samtidig med at positionsforvaltningen centraliseres hos CCP, og eventuelle resterende bilaterale modpartskreditrisici i forbindelse med repotransaktionerne reduceres ved at CCP'en træder i stedet for repomodparten.

Da repofaciliteten for pensionsordninger stadig er under udvikling, er der på dette stadium fortsat visse vigtige uløste spørgsmål om en sådan facilitets levedygtighed. Som nærmere beskrevet nedenfor i afsnit 4.3 er det opfattelsen, at der kan være utilstrækkelig kapacitet på de bilaterale repomarkeder til, at pensionsordningerne kan tilvejebringe de kontanter, der er nødvendige for at opfylde CCP'ens anmodninger om variationsmarginer i tider med markedsuro. Der må derfor sættes spørgsmål ved, hvorvidt der vil opstå markeder for clearede repotransaktioner, der kan tilvejebringe den ekstra kapacitet, pensionsordningerne har behov for. Evnen hos bankudbyderne af

repolikviditet til at fjerne bilaterale risici fra deres transaktioner og i stedet forhandle med CCP'en kan resultere i lavere kapitalkrav, der vil kunne tilskynde til øget repoaktivitet. Andre lovgivningsmæssige faktorer kan imidlertid påvirke udviklingen af repomarkederne på kort til mellemlang sigt, herunder lovgivningsmæssige initiativer under Basel III, den foreslåede EU-afgift på finansielle transaktioner og eventuelle principper om obligatorisk haircutting af aktiver i henhold til Rådet for Finansiel Stabilitets arbejde vedrørende værdipapirlån og repotransaktioner. Det er muligt, at repomarkederne bliver mindre attraktive for likviditetsudbydere, og at de dermed også reduceres.

Desuden er det tvivlsomt, om alle — eller bare flertallet — af de pensionsordninger, der har vanskeligt ved at opfylde anmodningerne om kontante variationsmarginer, kan anvende denne facilitet. Det skyldes, at deltagerne i faciliteten skal have adgang til CCP'en i henhold til en særlig aftale om adgang til medlemskab, som vil forpligte pensionsordningen til at foretage indbetalinger til en særlig misligholdelsesfond. Misligholdelsesfonden vil ikke blive anvendt til at dække tab hos andre clearing-medlemmer, sådan som det er tilfældet med konventionelle medlemsaftaler; den vil kun skulle dække de direkte tab, der skyldes pensionsordningens egen potentielle misligholdelse. Den er derfor ikke eksponeret for tab forårsaget af andre clearingdeltagerne, der misligholder deres forpligtelser. Men den vil indebære en forpligtelse med hensyn til forudgående supplerende sikkerhed, som måske ikke er acceptabel for alle pensionsordninger, deres ledelse eller administratorer.

Endelig er omkostningerne for pensionsordningerne ved at udnytte den eventuelle repofacilitet på nuværende udviklingsstadium ukendte. Det er muligt, at omkostningerne ved at indgå clearede repotransaktioner vil være højere end omkostningerne ved at indgå bilaterale repotransaktioner. Det skyldes, at pensionsordningen skal have en misligholdelsesfond, som beskrevet ovenfor, samt at der er et clearinggebyr forbundet med transaktionen. Der vil også være gennemførelsesomkostninger for pensionsordningen ved etablering af operative forbindelser til faciliteten samt juridiske aftaler.

Denne potentielle facilitet er stadig under udvikling. Det planlægges, at den iværksættes i første halvdel af 2015. Kommissionen vil fortsat samarbejde med den pågældende CCP og pensionsordningerne, når faciliteten etableres, for at kunne vurdere dens evne til at imødekomme pensionsordningernes behov.

Kommissionen vil også med interesse undersøge, hvorvidt andre CCP'ers vil kunne udvikle lignende faciliteter.

Da den foreslåede facilitet endnu ikke er iværksat, har Kommissionen undersøgt yderligere potentielle tekniske løsninger for at afdække, om der er andre foranstaltninger, der kan træffes af CCP'erne, for at gøre det muligt for pensionsordningerne at overføre ikke-kontante aktiver til opfyldelse af anmodningerne om variationsmarginer. Disse potentielle tekniske løsninger er skitseret nedenfor. For hver

enkelt valgmulighed vurderes levedygtigheden, og der tages hensyn til juridiske, kommercielle, politiske og praktiske hindringer, de dermed forbundne risici og alle identificerbare sandsynlige omkostninger for pensionsordningerne.

I referenceundersøgelsen blev det også undersøgt, om der findes alternative løsninger uden for CCP-infrastrukturen, for at pensionsordningerne kan foretage en central clearing, uden at det påvirker pensionsindtægterne negativt. Disse alternative løsninger er også skitseret nedenfor med en analyse af deres levedygtighed.

Eventuelle risici i forbindelse med tekniske eller alternative løsninger skal naturligvis afvejes i forhold til omfanget af den systemiske risikobegrænsning, som er en følge af central clearing.

3.2. POTENTIELLE ALTERNATIVE LØSNINGER

i) CCP'ernes omdannelse af sikkerhedsstillelse

Dette vil indebære en repofacilitet, der tilbydes af CCP'er til pensionsordninger, hvor CCP'en vil være den primære modpart i repotransaktionen, og hvorved pensionsordningen får kontanter mod værdipapirer. I denne henseende er det grundlæggende koncept sammenligneligt med repofaciliteten for pensionsordninger, som er under udvikling af CCP'en, som nævnt ovenfor. I forbindelse med denne potentielle løsning antages det imidlertid ikke, at CCP'en også kan tilbyde en organiseret handelsplatform for repotransaktioner og en dertil knyttet clearingordning.

Den pågældende CCP vil derefter samtidig skulle gennemføre en back-to-back-repotransaktion med en tredjepart for at rejse kapital. Denne tredjepart vil være enten en forhandlerbank på repomarkedet eller en centralbank.

Det er tvivlsomt, om en ordning, hvor centralbanken er den eneste udbyder af likviditet til repotransaktioner, vil kunne accepteres af denne centralbank, derfor forudsættes der en løsning i denne diskussion, hvor CCP'en agter at anvende forretningsbanker i "normale" situationer og kun anvende centralbanken, når markedet er negativt.

I øjeblikket har ikke alle CCP'er automatisk adgang til centralbankernes faciliteter. Visse CCP'er i Unionen har i øjeblikket adgang til intradag-kredit og på nærmere fastlagte betingelser til dag-til-dag-kredit. Denne adgang vil dog muligvis ikke være hensigtsmæssig, når det handler om at gennemføre en standardfacilitet for omdannelse af sikkerhedsstillelse baseret på repomarkedet. For at det skulle kunne lade sig gøre, skal CCP'er som minimum have adgang til dag-til-dag-faciliteter eller sågar til lånetransaktioner med længere løbetider for at undgå at skulle forny kortfristede repotransaktioner dagligt. Det vil indebære en ændring af praksis mellem CCP'er og centralbanker, som centralbankerne og deres interessenter nøje vil skulle overveje.

Denne potentielle løsning indebærer, at CCP'erne påtager sig en øget risiko med hensyn til repotransaktionsvolumen og deraf følgende eksponering over for modparts- og markedsrisici. Dette øger også den systemiske risiko, som er knyttet til CCP'er.

Andre hindringer omfatter behovet for CCP'ens investering i de nødvendige ledelseskvalifikationer inden for handel og likviditetsstyring og driftsmæssige og juridiske ændringer — især inden for dens misligholdelsesprocedurer, hvor repotransaktioner med et clearingmedlem, der misligholder sine forpligtelser, måske skal realiseres samtidig som de berørte OTC-derivatporteføljer.

ii) Direkte accept af ikke-kontante aktiver med videregivelse til modtagerne af variationsmarginer

I det her tilfælde vil CCP'en gøre det muligt for pensionsordningerne at overføre og modtage variationsmarginer i form af ikke-kontante aktiver, som den allerede besidder, f.eks. statsobligationer. Disse aktiver vil derefter blive kanaliseret til den modpart i transaktionen, der er "in-the-money".

En CCP skal i givet fald tilbyde to parallelle sæt produkter til clearing med samme grundlæggende økonomiske vilkår — et, hvor variationsmarginen betales og modtages i kontanter, og et andet, for hvilket den overføres og modtages i form af specifikke værdipapirer, der kan belånes. Det vil reducere markedslikviditeten og øge sandsynligheden for større bid-offer spreads og mindre fleksibilitet, når positionerne fra en misligholdende deltager i CCP'en overføres eller realiseres. Det vil heller ikke være muligt, at anmodninger om sikkerhedsstillelse kan modregnes i forbindelse med de to produkter.

Rettidig afvikling er en anden stor hindring for, at denne mulighed vil kunne gennemføres. Deltagere, der overfører ikke-kontante variationsmarginer, skal kunne overføre værdipapirerne til CCP'en samme dag, som anmodningen om sikkerhedsstillelsen foretages. Det vil imidlertid være vanskeligt at gennemføre i praksis, eftersom afvikling samme dag ikke er værdipapircentralernes standardpraksis for øjeblikket. Et yderligere problem er, at værdipapirerne kun kan handles i omsættelige enheder. Da de variationsmarginbeløb, der skal betales eller modtages, vil blive beregnet af CCP'en i monetære værdier, skal CCP'en fastsætte en markedskonvention for, hvordan disse værdier konverteres til den mængde af hvilken som helst sikkerhed, der kan leveres, og som betaleren af variationsmarginerne vælger at overføre, hvilket fører til afrundingsforskelle og kontantjusteringer mellem CCP'en og clearingmedlemmerne.

Desuden påløber der omkostninger på adskillige millioner euro for CCP'er, clearingmedlemmer, depositarer, formueforvaltere og pensionsordninger for at tilvejebringe den nødvendige operationelle kapacitet på dette område.

Med hensyn til lovligheden er det også tvivlsomt, om det vil opfylde nogle pensionsordningers krav om at bevare kontrollen med deres aktiver, hvis værdipapirerne overføres til modtageren af variationsmarginer.

iii) Accept af ikke-kontante aktiver med overførsel af en sikkerhedsret til modtagerne af variationsmarginer

CCP'en vil også her give pensionsordningerne mulighed for at overføre variationsmarginer i form af værdipapirer, som under ii).

Men i stedet for at overføre værdipapirerne til de modparter, der skal modtage variationsmarginer, vil CCP'en etablere en sikkerhedsret for de overførte værdipapirer til fordel for modtageren af variationsmarginer.

Ved denne løsning overføres de aktiver, der videregives for at opfylde anmodningen om variationsmargin, ikke til modtageren af variationsmarginen, og dermed er risikoen i kontrakten reelt set ikke afviklet. Der eksisterer bare et retskrav, som vil variere i værdi med tiden. Ved misligholdelse vil kravets værdi være usikker, indtil det afvikles. Denne yderligere risiko vil medføre, at kontrakten skal prissættes anderledes, hvilket vil gøre den dyrere end kontrakter, der er afviklet normalt ved kontanter. Det skaber igen en todeling af clearede produkter med mindre likviditet i forbindelse med det til pensionsordningen tilpassede produkt.

Juridiske risici er også en hindring for denne løsning, da sikkerhedsretten ikke altid er underlagt de samme retlige rammer i Unionen. Dette vil kunne føre til retsusikkerhed om, hvad der vil ske ved misligholdelse.

iv) Sikkerhedsstillelse mellem fire parter for en sikkerhedsret ved variationsmarginer

Her er der tale om en variant af den foregående løsning, hvor værdipapirerne deponeres hos en depositar i henhold til en aftale mellem denne, pensionsordningen, modparten til den oprindelige transaktion og CCP'en.

Denne ordning vil i givet fald sætte pensionsordningen i stand til at overføre ikke-kontante aktiver som variationsmargin uden at skulle omdanne dem til kontanter. Sikkerhedsstillelsen sker i stedet i form af en sikkerhedsret til fordel for modparten. Pensionsordningen outsourcer sin forvaltning af sikkerhedsstillelsen til en depositar ved en formaliseret aftale mellem de fire involverede parter — pensionsordningen, modparten, CCP'en og depositaren. Denne løsning tager udgangspunkt i den eksisterende trepartsforvaltning af sikkerhedsstillelse.

For denne løsning gælder de samme udfordringer som for den foregående løsning, fordi den medfører uafviklede modpartskreditrisici, som er unaturlige for den funktion, som variationsmarginen har, og som kan skabe problemer for clearingmedlemmer, modparter og myndigheder.

Med denne løsning skabes der også en todeling af produkter med komplikationer ved likviditet og modregning.

v) Clearingmedlemmers omdannelse af sikkerhedsstillelse

Dette første alternativ til en teknisk løsning hos CCP'en er pensionsordningernes mulighed for at rejse kapital ved at udføre repotransaktioner med deres clearingmedlemmer uden for CCP'ens egen infrastruktur.

Clearingmedlemmer hos OTC-derivat-CCP'er tilhører normalt bankkoncerner, som også er aktive på repomarkedet. Det betyder, at clearingmedlemmerne tilsyneladende er godt placeret med hensyn til at tilbyde deres pensionsordningskunder repofaciliteter i den forbindelse uden at investere i nye forretningsaktiviteter. En sådan facilitet kan også leveres til pensionsordningerne af en tredjepartsbank uafhængigt af deres udpegede clearingmæglere.

Imidlertid har den nuværende størrelse af de bilaterale repomarkeder muligvis ikke tilstrækkelig kapacitet til at levere de kontanter, som pensionsordningerne har behov for med henblik på at opfylde deres forpligtelser i forbindelse med variationsmarginer. Under alle omstændigheder vil repolinjer ikke være garanteret af forhandlere og kan trækkes tilbage i krisetider.

Ifølge resultaterne af referenceundersøgelsen (jf. især punkt 5.7.3) ville repomarkedet imidlertid ikke være i stand til at klare pensionsordningernes samlede efterspørgsel efter en fuldstændig finansiering af anmodninger om variationsmarginer i kontanter som følge af et voldsomt udsving i rentesatsen (f.eks. 100 basispoint), og pensionsordningerne ville som følge heraf ikke have adgang til den finansiering, der er nødvendig for at opfylde anmodningerne om variationsmarginer, hvis de skulle benytte sig af det bilaterale repomarked. Det ville medføre ubetalte anmodninger om marginer og derigennem misligholdelse fra pensionsordningernes side med følgevirkninger på tværs af markederne.

I henhold til denne ordning vil pensionsordningernes clearingmægler blive eksponeret for følgerne af pensionsordningernes misligholdelse, da mægleren kan være kontraktligt forpligtet til at opfylde anmodninger om variationsmarginer på vegne af sin pensionsordningskunde. Clearingmæglere er generelt store banker og udgør således en betydelig risiko for hele det finansielle system.

vi) Værdipapirudlån gennem formidler

I henhold til en model for værdipapirudlån gennem formidler vil pensionsordningen udlåne værdipapirer fra sin egen portefølje til tredjemand og modtage sikkerhedsstillelse i form af kontanter fra låntager, som vil kunne anvendes til at opfylde anmodningerne om variationsmarginer.

Værdipapirudlån anvendes allerede af mange pensionsordninger gennem etablerede operationelle og retlige ordninger. Pensionsordningens evne til at yde lån afhænger af de andre markedsdeltageres behov for at låne de tilbudte aktiver på et givet tidspunkt. Hvorvidt modparterne faktisk ønsker at låne værdipapirer, og for hvilket tidsrum, er uden for pensionsordningernes kontrol. Værdipapirudlån kan derfor ikke betragtes som en pålidelig finansieringskilde. Ligesom ovennævnte ordning vil dette kunne medføre ubetalte anmodninger om marginer, hvilket eventuelt vil kunne føre til misligholdelse fra pensionsordningens clearingmæglers side.

vii) Sikrede udlån fra ikke-finansielle enheder

Referenceundersøgelsen peger på, at mange store virksomheder i øjeblikket har store kontantbeholdninger, som de kunne ønske at udlåne mod sikkerhed.

Denne alternative løsning indebærer, at pensionsordningerne overfører værdipapirer i en repotransaktion og modtager kontanter fra virksomheden som sikkerhedsstillelse for tilbagekøbet i lighed med den eventuelle alternative løsning, der er skitseret under punkt v).

Der findes i øjeblikket intet etableret marked for sikrede udlån fra virksomheder til pensionsordninger, så selv om virksomhederne teoretisk har mulighed for at skaffe kontanter til pensionsordningerne til opfyldelse af anmodninger om variationsmarginer, er det umuligt at bedømme et sådant markeds kapacitet og volatilitet. Dette alternativ rejser også spørgsmål om, hvorvidt oprettelsen af et sådant marked kræver en lovregulering, og om, hvilken indvirkning det vil have på omkostninger og tilgængelighed. Det kan derfor ikke anses for at være et holdbart alternativ.

4. KONKLUSIONER

4.1. CCP'ERNES FREMSKRIDT OG BESTRÆBELSER

Det kan konkluderes, at med undtagelse af den foreslåede repofacilitet for pensionsordninger, som er anført i afsnit 3, synes der ikke at have fundet tilstrækkelige fremskridt sted hos CCP'erne for at udvikle tekniske løsninger til overførsel af ikke-kontant sikkerhedsstillelse som variationsmarginer. Ingen af de infrastrukturbaserede, potentielle alternative løsninger, der er analyseret og beskrevet i punkt i)-iv) i punkt 3.2, synes at være blevet fulgt op af CCP'erne. Det kan konkluderes, at det skyldes de hindringer, som er blevet identificeret i denne rapport. Ikke desto mindre bør CCP'erne fortsat overveje, hvordan de identificerede hindringer for gennemførelsen af de potentielle alternative løsninger kan overvindes i praksis.

Det manglende fremskridt med hensyn til at udpege og udvikle holdbare løsninger kan skyldes, at de CCP'er, der ikke har udviklet løsninger, i øjeblikket ikke er godt placeret til at levere sådanne faciliteter, da de ikke allerede har handels- eller clearingordninger på repomarkederne, som der kan bygges videre på for at gøre omdannelsen af sikkerhedsstillelse nemmere. Det kan også antages, at CCP'erne har koncentreret deres ressourcer i de seneste to til tre år på at bringe deres faciliteter i overensstemmelse med de nyligt indførte krav i forordningen om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre samt med andre aspekter af EU-reformer og internationale lovgivningsmæssige reformer[v]. CCP'erne har også anvendt betydelige ressourcer til generelt at udvikle clearingløsninger for kunderne, da clearingforpligtelserne i forordningen om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre vil blive udvidet til at omfatte små og mellemstore markedsdeltagere (herunder pensionsordninger), som ikke kan foretage clearing direkte som clearingmedlemmer. De manglende bestræbelser på at udvikle tekniske løsninger kan derfor også tilskrives den omstændighed, at CCP'erne ikke har været i stand til at prioritere nye udviklinger på dette område.

4.2. NØDVENDIGE FORANSTALTNINGER

Kommissionen vil fortsat overvåge udviklingen af den repobaserede facilitet, der er foreslået af den pågældende CCP, for at vurdere, om fokus bevares, og om løsningen gennemføres uden problemer i 2015 som forventet. Den vellykkede gennemførelse af denne foreslåede facilitet vil også afhænge af det fortsatte samarbejde med potentielle pensionsordningsdeltagere.

Kommissionen vil også fortsat samarbejde med andre CCP'er i Unionen, der foretager clearing af de pågældende OTC-derivattransaktioner (rente- og/eller inflationsswaps) for at vurdere, hvorvidt lignende løsninger kan vedtages af disse CCP'er. Som beskrevet ovenfor kan dette afhænge af andre CCP'ers evne til at tilbyde tjenester inden for repohandel og -clearing samt clearing af OTC-derivater. Kommissionen opfordrer ikke desto mindre alle CCP'er i Unionen kraftigt til, i samarbejde med deres clearingmedlemmer og med pensionsordninger, fortsat at overveje, hvordan de hindringer, der er analyseret i denne rapport, kan overvindes for at finde frem til clearingløsninger, som — enten individuelt eller tilsammen — kunne tilvejebringe den nødvendige kapacitet til, at pensionsordningerne kan foretage central clearing af deres OTC-derivattransaktioner med mindre indvirkning på deres udbytte. En hensigtsmæssig løsning vil gøre det muligt for pensionsordningerne at fortsætte deres OTC-derivataktiviteter uden urimelige omkostninger, samtidig med at deres modparter og det finansielle system generelt får de fordele, der er forbundet med en central clearing.

Kommissionen erkender dog, at i mangel af en løsning vil pensionsordningerne i sidste ende blive nødt til at erstatte værdipapirer med kontanter for at opretholde en

tilstrækkelig kontantbeholdning for at kunne opfylde anmodninger om variationsmarginer senest fra august 2018. Det bør også tages i betragtning, at selv om ingen af de potentielle alternative løsninger synes at være en fuldt tilfredsstillende løsning for pensionsordningerne, kan det være nødvendigt at anvende en kombination af omdannelse af sikkerhedsstillelse. Kommissionen vil også opfordre branchen til at overveje, hvilke langsigtede finansieringsmuligheder (som f.eks. dækkede obligationer eller værdipapirer med sikkerhed i aktiver) pensionsordningerne kan benytte, som enkeltvis eller i kombination vil kunne være en tilstrækkelig pålidelig finansieringskilde også i krisetider. Det erkendes, at sådanne finansieringsmuligheder kan afhænge af pensionsordningernes evne til at bevare ejendomsretten til og/eller kontrollere de værdipapirer, der handles mod kontanter, og det er derfor nødvendigt med fleksibilitet.

4.3. POTENTIELLE SKADELIGE VIRKNINGER AF CENTRAL CLEARING AF DERIVATAFTALER FOR FREMTIDIGE PENSIONISTERS PENSIONSYDELSER

På grund af den manglende undtagelse fra clearingforpligtelsen vil pensionsordningerne være tvunget til at have kontantbeholdninger i stedet for højere forrentede aktiver, som de normalt har, f.eks. statsobligationer. Det giver ikke tilstrækkelig sikkerhed fortsat at ligge inde med ikke-kontante aktiver og være afhængig af de åbne repomarkeder på ad hoc-basis. Som anført i referenceundersøgelsen er den væsentligste identificerbare hindring herfor den kendsgerning, at de nuværende bilaterale repomarkeder ikke synes at have tilstrækkelig likviditet til at kunne imødekomme EU-pensionsordningernes behov i krisetider. Denne konklusion bygger på en analyse af EU's markeder for statsobligationer. Referenceundersøgelsen viser, at de samlede anmodninger om variationsmarginer i forbindelse med et udsving på 100 basispoint ville ligge på 204-255 mia. EUR for pensionsordningerne i Unionen. Heraf ville 98-123 mia. EUR (82-103 mia. GBP) vedrøre pensionsordninger i Det Forenede Kongerige og i overvejende grad være knyttet til aktiver i pund sterling, og 106-130 mia. EUR ville vedrøre aktiver i euro (og måske andre valutaer).

Selv om pensionsordningerne var de eneste aktive deltagere på disse markeder, ville de samlede variationsmarginkrav i forbindelse med et sådant udsving overstige den tilsyneladende daglige kapacitet på de britiske repomarkeder for guldrandede papirer og ville sandsynligvis overstige de relevante dele af EU's repomarked for statsobligationer — dvs. primært markedet for tyske statsobligationer (Bunds). Repolikviditet eksisterer faktisk for andre, mindre likvide værdipapirer, men dog stadig værdipapirer af høj kvalitet, selv om markederne for disse instrumenter er langt mere udsatte for afmatning i krisetider.

Hvis man har kontantbeholdninger for at dække potentielle markedsbevægelser, vil det reducere det samlede udbytte, der tjenes på de investeringer, der er foretaget til fordel for de pensionister, der tilhører disse ordninger, hvilket i sidste instans kan reducere

det samlede beløb, der udbetales af pensionsordningerne som pensionsindtægt til disse pensionsmodtagere.

Ifølge referenceundersøgelsen kan udgifterne ved at skifte fra bilateral sikkerheds-stillelse til overførsel af variationsmarginer i kontanter til CCP'er derfor udgøre en kumuleret procentvis reduktion af pensionsindtægterne på op til 3,1 % i Nederlandene og 2,3 % i Det Forenede Kongerige over en periode på 40 år. Den samlede forventede indvirkning på pensionsindtægterne i hele Unionen i løbet af 20-40 år vil være op til 3,66 %. Dette kan direkte tilskrives faldet i investeringsafkast, der forventes på grund af forpligtelsen til at have kontantbeholdninger i stedet for ikke-kontante værdipapirer.

Dette er en betydelig indvirkning, der vil kunne påvirke pensionister i hele Unionen, og den kan på nuværende tidspunkt betragtes som uforholdsmæssig i forhold til fordelene ved at kræve, at pensionsordningerne foretager clearing. Denne konklusion tager hensyn til, at der for transaktioner under alle omstændigheder er krav om sikkerhedsstillelse på et bilateralt grundlag under det kommende bilaterale marginkrav i henhold til artikel 11, stk. 3, i forordningen om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre, hvilket således er med til at begrænse modpartskreditrisikoen i forbindelse med de transaktioner, hvor pensionsordningerne er modpart, både set fra bankernes side og fra pensionsordningernes side.

Det er muligt, at pensionsordningerne i den øvre del af skalaen af denne indvirkning kan vælge ikke at afdække deres forpligtelser for at opretholde de nuværende pensionsniveauer for modtagerne. Det ville skabe en risiko for tab på investeringer som følge af udækket markedsvolatilitet, hvilket også fører til en reduktion i pensionsindtægterne.

Det bør dog bemærkes, at da det store flertal af standardiserede OTC-derivatkontrakter går over til central clearing, kan ikke-clearede kontrakter blive mindre likvide med tiden. Det vil i sig selv mindske den samlede omkostningsforskel mellem clearede og ikke-clearede kontrakter i fremtiden.

4.4. FORSLAG TIL EN DELEGERET RETSAKT

Kommissionen mener, at de nødvendige bestræbelser på at udvikle passende tekniske løsninger ikke har fundet sted på dette tidspunkt, og at de skadelige virkninger af den centrale clearing af derivataftaler for fremtidige pensionisters pensionsydelser fortsat er uændret.

Kommissionen har derfor til hensigt at foreslå en forlængelse af den treårige periode, som der henvises til i artikel 89, stk. 1, i forordningen om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre, med to år ved hjælp af en delegeret retsakt. Kommissionen vil fortsat overvåge situationen med hensyn til tekniske løsninger for pensionsordningerne, så de kan overføre ikke-kontante aktiver til opfyldelse af

anmodninger om variationsmarginer fra CCP'er, med henblik på at vurdere, hvorvidt denne periode bør forlænges med yderligere ét år.

[i] Som defineret i artikel 2, nr. 10, i forordningen om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre.

[ii] Jf. Artikel 89, stk. 1 og 2, i forordningen om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre. Undtagelsen gælder kun for OTC-derivater, der ved objektiv måling kan godtgøres at reducere investeringsrisici, der er direkte knyttet til den finansielle solvens for pensionsordninger, og hvis pensionsordningerne har vanskeligt ved at opfylde variationsmarginkravene.

[iii] Referenceundersøgelsen vil blive gjort tilgængelig på webstedet for Europa-Kommissionen http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#maincontentSec2.

[iv] Det skal bemærkes, at den facilitet, der er under udvikling, ikke kun vil være begrænset til pensionsordninger, men kan tilbydes andre markedsdeltagere med lignende behov.

[v] Flere CCP'er i Unionen er autoriserede og operative i tredjelandes jurisdiktioner.