EUROPA-
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 9.6.2022
COM(2022) 254 final

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET

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

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET

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

1. INDLEDNING

Forordningen om europæisk markedsinfrastruktur[1] (EMIR) indeholder en midlertidig undtagelse fra den centrale clearingforpligtelse for enheder, der forvalter pensionsordninger, i relation til visse typer OTC-derivater[2]. Undtagelsen er blevet forlænget flere gange siden 2012[3]. Aktuelt løber den indtil 18. juni 2022. Kommissionen kan vedtage en delegeret retsakt, der forlænger undtagelsen for sidste gang indtil juni 2023.

Et krav om, at pensionsordninger skal cleare OTC-derivataftaler hos en central clearingpart (CCP), kan føre til, at de konverterer en betydelig mængde af deres aktiver til kontanter eller andre højlikvide aktiver, såsom bankindskud, andele i pengemarkedsforeninger, genkøbsaftaler eller kreditlinjer, for at kunne stille "margin" til CCP'er[4]. Forpligtelsen til at cleare og det dermed forbundne krav om at stille margin til rådighed[5] hidrører navnlig fra behovet for at sikre tilstrækkelige likvide midler til variationsmargin[6], der skal dækkes regelmæssigt og med kort varsel. Der er således en risiko for, at et for tidligt krav om, at pensionsordninger skal cleare OTC-derivataftaler centralt, kan føre til, at de afhænder en betydelig del af deres aktiver til fordel for likvide midler for at opbygge kapitalbuffere, der gør det muligt at opfylde CCP'ers eventuelle marginkrav, og at de dermed reducerer de ressourcer, der er afsat til investeringer, der genererer indtægter til dækning af fremtidige

[1] Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre.

[2] I henhold til artikel 2, stk. 10, i EMIR omfatter pensionsordningerne arbejdsmarkedsrelaterede pensionskasser som defineret i artikel 6, litra a), i direktiv 2003/41/EF, arbejdsmarkedsrelaterede pensionsaktiviteter, der varetages af institutioner i henhold til artikel 3 i dette direktiv, arbejdsmarkedsrelaterede pensionsaktiviteter, der varetages af forsikringsselskaber, som er omfattet af direktiv 2002/83/EF (under visse betingelser), samt andre enheder eller ordninger, der er meddelt tilladelse og underlagt tilsyn, og som opererer på et nationalt grundlag, hvis primære formål er at udbetale pensionsydelser. I henhold til artikel 89, stk. 1, i EMIR vedrører undtagelsen OTC-derivataftaler, der ved objektiv måling kan godtgøres at reducere investeringsrisici, der er direkte forbundet med den finansielle solvens for pensionsordninger.

[3] Undtagelsen blev senest forlænget i maj 2021 ved Kommissionens delegerede forordning (EU) 2021/962 om forlængelse af den overgangsperiode, der er omhandlet i artikel 89, stk. 1, første afsnit, i forordning (EU) nr. 648/2012.

[4] Margin er den sikkerhed, som en investor skal stille. I EMIR sondres der mellem initial- og variationsmargin. Initialmarginen skal dække nuværende og potentielle fremtidige udsving i værdien.

[5] Enheder, der forvalter pensionsordninger, hvis hovedformål er at tilvejebringe pensionsydelser, normalt i form af livsvarige udbetalinger, men også som ophørende udbetalinger eller udbetalinger i form af et engangsbeløb, afsætter typisk mindst muligt i kontante midler for at opnå størst mulig effektivitet og størst muligt afkast for deres forsikringstagere. Jf. forordning (EU) nr. 648/2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre, betragtning 26.

[6] Variationsmargin er sikkerhed, som opkræves regelmæssigt af en part, for at afspejle ændringer i markedsværdien af en udestående kontrakt. Da variationsmarginkrav typisk skal betales med kort varsel (f.eks. fra dag til dag eller endda inden for dagen), spiller kontantpositionen en central rolle, da kontanter er det mest anvendte instrument til at opfylde disse krav.

pensioner. Forordningens ultimative mål er imidlertid fortsat central clearing for pensionsordninger så hurtigt som muligt.

I henhold til artikel 85, stk. 2, i EMIR skal Kommissionen årligt udarbejde en rapport, som vurderer, om der er udviklet levedygtige tekniske løsninger til pensionsordningers overførsel af kontant og ikkekontant sikkerhed som variationsmargin, og om der er behov for foranstaltninger, der kan lette udbredelsen heraf. Dette er Kommissionens tredje rapport, og den beskriver de fremskridt, der er gjort indtil nu.

2. MODTAGNE INPUT

En række forskellige fora har arbejdet med at overvåge, hvilke fremskridt der er gjort hen imod pensionsordningernes centrale clearing, siden EMIR REFIT trådte i kraft den 17. juni 2019[7]. Der er modtaget input fra Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA), Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (EBA), Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger (EIOPA) og Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB) samt fra markedsdeltagerne via ekspertgruppen for pensionsordninger[8]. ESMA har i samarbejde med EBA, EIOPA og ESRB årligt forelagt en rapport for Kommissionen, hvor spørgsmålet vurderes, i overensstemmelse med kravene i EMIR. Den første rapport[9] blev forelagt Kommissionen i april 2020. Den anden rapport[10] blev forelagt Kommissionen i december 2020[11]. ESMA's tredje og seneste[12] rapport blev sendt til Kommissionen i januar 2022.

Under hensyntagen til de modtagne input har Kommissionen offentliggjort to rapporter[13,14], hvori likviditetsforholdene indtil nu og forskellige clearingordninger for pensionsfonde er blevet undersøgt. I disse rapporter redegøres der for argumenterne for at indrømme de efterfølgende forlængelser af undtagelsen[15].

I rapporten fra januar 2022 konkluderede ESMA, at den beskrivelse og analyse og de resultater, der var beskrevet i den omfattende anden rapport, stadig var gyldige. Den fandt, at det på trods af interessenternes og reguleringsmyndighedernes bestræbelser er usandsynligt, at der findes en unik løsning på pensionsordningernes problemer. Der bør snarere tilstræbes en kombination af løsninger, der letter adgangen til likviditet eller letter presset i forbindelse med

[7] Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2019/834 om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår clearingforpligtelsen, suspension af clearingforpligtelsen, indberetningskrav, risikoreduktionsteknikker for OTC-derivataftaler, der ikke cleares af en central modpart, registrering af og tilsyn med transaktionsregistre samt krav til (EMIR REFIT) transaktionsregistre.

[8] Som krævet i artikel 85, stk. 2, i EMIR nedsatte Europa-Kommissionen en ekspertgruppe bestående af repræsentanter for CCP'er, clearingmedlemmer, pensionsordninger og andre relevante parter med henblik på at overvåge deres indsats og vurdere de fremskridt, der er gjort i retning af at finde levedygtige tekniske løsninger.

[9] Central clearing solutions for pension scheme arrangements, Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed, 2. april 2020, ESMA70-151-2823.

[10] Report on the central clearing solutions for pension scheme arrangements (No. 2), Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed, 17. december 2020, ESMA70-151-3248.

[11] Ibid. Nærmere oplysninger findes i kapitel 4 "Public Consultation". Resultaterne af den anden rapport blev understøttet af en omfattende offentlig høring. Under denne høring blev der indhentet synspunkter fra interessenter og indsamlet ajourførte data om europæiske pensionsordningers porteføljer og om den kvantitative virkning af at overflytte deres OTC-derivatporteføljer til central clearing.

[12] The clearing obligation for pension scheme arrangements, Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed, 25. januar 2022, ESMA70-451-110.

[13] COM(2020) 574 final.

[14] COM(2021) 224 final.

[15] Den oprindelige undtagelse blev fastsat i EMIR indtil den 16. august 2018. EMIR Refit fastsatte herefter en yderligere forlængelse indtil juni 2021, som potentielt kunne forlænges med endnu et eller to år.

clearing. Den seneste rapport fokuserede derfor på at vurdere, hvor operationelt parate pensionsordningerne er til at cleare deres OTC-rentederivater. ESMA konkluderede, at pensionsordningerne i det store og hele er klar ud fra et operationelt perspektiv, og at der på baggrund af de forskellige løsninger, som er tilgængelige for pensionsordninger, var mindre grund til at behandle pensionsordninger anderledes end andre markedsdeltagere. ESMA påpegede endvidere, at forlængelsen af clearingundtagelsen bør ses i et bredere perspektiv i sammenhæng med opbygningen af clearingkapacitet i EU og arbejdet med at gøre CCP'er i EU mere attraktive, hvilket udløbet af denne undtagelse også vil kunne bidrage til.

Til trods herfor mener ESMA, at en række operationelle overvejelser berettiger, at pensionsordninger indrømmes mere tid, inden de pålægges clearingforpligtelsen. ESMA understregede i sin rapport navnlig, at pensionsordninger og de relevante markedsdeltagere har brug for tid til at færdiggøre deres clearing- og sikkerhedsstillelsesordninger. Den tilføjede endvidere, at Kommissionens beslutning skal meddeles i tilstrækkelig god tid til, at alle berørte parter kan nå at tilpasse deres gennemførelsesplaner. Under hensyn til ovenstående anbefaler ESMA, at clearingundtagelsen yderligere forlænges indtil 19. juni 2023.

Siden Kommissionens seneste rapport i maj 2021 har ekspertgruppen for pensionsordninger holdt tre møder. Deltagerne bekræftede, at pensionsordningerne i det store og hele er klar til at cleare, har indført clearingordninger og clearer visse handler frivilligt. Samtidig understregede pensionsordningerne, at det underliggende spørgsmål om adgang til likvide midler fortsat ikke er løst. For at afhjælpe dette er navnlig den clearede genkøbsaftale blevet drøftet af ekspertgruppen for pensionsordninger som en potentiel likviditetsløsning. Pensionsordningerne bemærkede imidlertid, at selv om dette er et skridt i den rigtige retning, vil en for stor afhængighed af det clearede marked for genkøbsaftaler gøre dem sårbare over for en resterende likviditetsrisiko under ekstreme markedsforhold.

3. POLITISK BAGGRUND

Det Forenede Kongerige er et vigtigt knudepunkt for central clearing af derivater og spiller fortsat en stor rolle i clearing foretaget af EU-markedsaktører. Disse har i årenes løb opbygget et betydeligt antal positioner i de britiske CCP'er. Mange pensionsordninger i EU har i øjeblikket clearingordninger i både EU og Det Forenede Kongerige, men analyser viser, at clearing i større omfang foretages i Det Forenede Kongerige. For at undgå risici for den finansielle stabilitet i EU vedtog Kommissionen i september 2020 en afgørelse om midlertidig ækvivalens, der omfatter Det Forenede Kongeriges regulerings- og tilsynsmæssige rammer for CCP'er. Afgørelsen fandt i første omgang anvendelse indtil juni 2022[16], men er senere blevet forlænget til 30. juni 2025[17]. I mellemtiden blev EU's markedsdeltagere opfordret til at reducere deres eksponeringer mod de britiske CCP'er, da omfanget af sådanne eksponeringer kan gøre det vanskeligt for EU's myndigheder at sikre finansiel stabilitet i tilfælde af stress.

I januar 2021 nedsatte Kommissionen en arbejdsgruppe med deltagelse af ESA'erne, ESRB, ECB og FTM for at vurdere mulighederne for og udfordringerne ved at overføre clearing af derivater fra Det Forenede Kongerige til CCP'er i EU. Gruppen henvendte sig også til en

[16] Kommissionens gennemførelsesafgørelse (EU) 2020/1308 om fastlæggelse af, at de reguleringsmæssige rammer, som finder anvendelse på centrale modparter i Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirland, i en begrænset periode er ækvivalente i overensstemmelse med Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012.

[17] Kommissionens gennemførelsesafgørelse (EU) 2022/174 om fastlæggelse af, at de reguleringsmæssige rammer, der finder anvendelse på centrale modparter i Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirland, i en begrænset periode er ækvivalente i overensstemmelse med Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012.

række interessenter for at indhente synspunkter og input. Drøftelserne i gruppen bekræftede de risici, som EU står over for som følge af eksponeringerne mod britiske CCP'er. De samme risici blev også fremhævet i ESMA's vurdering af systemiske tredjelands-CCP'er inden for rammerne af EMIR 2.2[18], der blev afsluttet i december sidste år[19].

For at støtte effektive og konkurrencedygtige clearingordninger vil Kommissionen derfor i anden halvdel af 2022 fremlægge foranstaltninger, der skal gøre EU's CCP'er mere attraktive for markedsdeltagerne. Foranstaltningerne omfatter at gøre EU til et mere attraktivt og omkostningseffektivt clearingknudepunkt og at styrke EU's tilsynsmæssige rammer for CCP'er for bedre at kunne styre de dermed forbundne risici.

I denne forbindelse vil en ophævelse af undtagelsen for pensionsordninger kunne bidrage til at udvikle EU's likviditetspulje og potentielt tiltrække yderligere clearing i EU.

4. UDVIKLINGEN SIDEN KOMMISSIONENS FØRSTE RAPPORTER

Den midlertidige undtagelse fra clearingforpligtelsen havde til formål at give pensionsordninger og andre relevante markedsdeltagere tilstrækkelig tid til at differentiere likviditetskilder for at dække behovet for variationsmarginer og udvikle operationel kapacitet til at håndtere clearing af store derivatporteføljer.

4.1 Likviditet

Den midlertidige clearingundtagelse for pensionsordninger har til formål at afbøde den indvirkning, som clearingforpligtelsen vil have på deres afsætning af kontanter. Den mest almindelige grund til, at pensionsordningerne anvender OTC-derivater, er det utilstrækkelige antal udstedelser af langfristede obligationer af høj kvalitet, hvilket begrænser deres muligheder for at styre renterisikoen på passende vis[20]. Dette giver anledning til bekymring med hensyn til adgangen til kontanter i perioder med markedsstress[21], hvor marginkravene stiger, og pensionsordningerne konkurrerer med andre markedsenheder om likviditet.

Likviditetsforholdene for pensionsordninger har udviklet sig positivt siden indførelsen af EMIR-forpligtelsen til at cleare visse OTC-derivatklasser centralt og har endda været positive i de seneste perioder med volatilitet. Bortset fra i marts-april 2020, hvor de daglige variationsmarginkrav var betydeligt højere end de gennemsnitlige strømme, der normalt observeres[22], har pensionsordningerne ikke haft likviditetsproblemer i forbindelse med marginkrav. I marts 2020 var variationsmarginbetalingerne store set i forhold til

[18] Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2019/2099 af 23. oktober 2019 om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012, for så vidt angår de procedurer og myndigheder, der er involveret i meddelelse af tilladelse til CCP'er, og krav vedrørende anerkendelse af tredjelands-CCP'er (EUT L 322 af 12.12.2019).

[19] ESMA's vurderingsrapport i henhold til artikel 25, stk. 2c, i EMIR findes på: https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-results-its-assessment-systemically-important-uk-central. ESMA fandt, at den af LCH Ltd leverede Swapclear service for rentederivater denomineret i euro og polske zloty og segmenterne for credit default swap og kortfristede rentederivater i ICE Clear Europe Ltd for produkter denomineret i euro er af væsentlig systemisk betydning for EU eller en eller flere medlemsstater.

[20] Report to the European Commission on the central clearing solutions for pension scheme arrangements (No. 2), Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed, 17. december 2020, ESMA70-151-3248.

[21] De betydelige udsving i variationsmarginen i marts 2020 illustrerer denne bekymring. Mellem den 11. og den 23. marts 2020 måtte de europæiske forsikringsselskaber og pensionskasser betale yderligere 50 mia. EUR i variationsmargin til deres modparter. Over 90 % heraf blev stillet af nederlandske forsikringsselskaber og pensionskasser, som har porteføljer af usædvanlig stor størrelse og varighed. Kilde: "Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds", Den Europæiske Centralbank, Financial Stability Review, november 2020.

[22] Review of margining practices — Consultative report, Den Internationale Betalingsbank, oktober 2021.

pensionsfondenes beholdning af højlikvide aktiver, hvilket satte nogle af dem under likviditetspres[23]. Ikke desto mindre var pensionsfondene generelt i stand til at opfylde dem[24].

I perioder med markedsstress kan genkøbsaftalemarkedet blive en vigtig kilde til likviditet for deltagere på købersiden, herunder pensionsordninger. I de seneste år har markedsdeltagerne arbejdet aktivt på at gøre det nemmere for pensionsordninger og andre enheder at deltage i økosystemet for clearing af genkøbsaftaler. Eurex, den tyske CCP, har indført en model med "direkte adgang" for at lette adgangen til clearing. Dette omfatter både genkøbsaftaler og renteswaps. På det seneste har en anden clearingcentral i EU[25] åbnet en model for sponsoreret clearing af genkøbsaftaler[26], der øger kapaciteten til omdannelse af sikkerhedsstillelse. Udviklingen af disse modeller forventes at fortsætte i 2022 og 2023, hvilket vil føre til, at der kommer flere clearingsponsorer og deltagere på købersiden.

På trods af dette fastholder pensionsordningerne deres betænkeligheder med hensyn til deres likviditetssituation. Selv om likviditetsforholdene indtil videre har været robuste, kan de blive strammet, især på markedet for generel sikkerhedsstillelse[27], efterhånden som pengepolitikken normaliseres[28] på mellemlangt sigt. Ifølge pensionsordningerne vil det kunne føre til, at de bliver nødt til at sælge beholdninger såsom aktier, virksomhedsobligationer og statsobligationer. Under sådanne omstændigheder vil de sælge på et vigende marked, og et sådant salg af aktiver vil yderligere kunne forværre det nedadrettede pres på de faldende aktivpriser.

Men når det er sagt, vil der kunne opstå alternative likviditetskilder. F.eks. vil udvidelsen af åbningstiderne for TARGET2[29] og T2S[30] senere på året kunne bidrage til at sikre, at finansieringstransaktioner fra genkøbsaftalefaciliteter denomineret i euro kan afvikles, når en anmodning om marginbetaling fremsættes. Selv om disse nye adgangsmodeller synes at være bedre tilpasset store pensionsordningers behov, giver de bankerne mulighed for at frigøre kapacitet på deres balancer, hvilket også kan være til fordel for mindre pensionsordninger. Pensionsordningerne opfordrer imidlertid til, at der indføres et centralbanklink til den clearede platform for genkøbsaftaler, således at centralbankerne kan gribe ind på

[23] "Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds", Den Europæiske Centralbank, november 2020.

[24] Eksempelvis nåede den samlede variationsmargin for de nederlandske forsikringsselskaber og pensionskasser i marts 2020 op på omkring 77 % af deres beholdning af højlikvide aktiver, selv om dette sandsynligvis dækker over en vis heterogenitet. Kilde: "Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds", Den Europæiske Centralbank, Financial Stability Review, november 2020.

[25] LCH RepoClear SA clears first euro repo by Sponsored Member, LCH pressemeddelelse, 10. december 2021.

[26] Disse modeller gør det muligt for virksomheder på købersiden at få adgang til clearing med støtte fra en bank (en "clearingagent" eller "sponsor"), hvilket typisk vil lette marginbetalinger og yde bidrag til misligholdelsesfonde til transaktioner.

[27] Generel sikkerhedsstillelse er en række værdipapirudstedelser, der handles på genkøbsaftalemarkedet til den samme eller næsten den samme genkøbsaftalerente. Disse værdipapirer kan derfor udskiftes med hinanden, uden at genkøbsaftalen ændres ret meget. Likviditet på genkøbsaftalemarkedet for generel sikkerhedsstillelse er afgørende for pensionsordninger.

[28] "Monetary policy in an uncertain world", tale holdt af Christine Lagarde, formand for Den Europæiske Centralbank, Frankfurt am Main, 17. marts 2022.

[29] TARGET2 er realtidsbruttoafviklingssystemet, som ejes og drives af Eurosystemet. Det afvikler betalinger i forbindelse med Eurosystemets pengepolitiske operationer samt bank-til-bank og kommercielle transaktioner.

[30] TARGET2-Securities (T2S) er en fælles platform, hvor værdipapirer og kontanter kan overføres mellem investorer i hele Europa på grundlag af harmoniserede regler og praksis. I øjeblikket anvender 20 europæiske lande T2S.

genkøbsaftalemarkedet og fungere som udbyder af kontanter til pensionsfonde (samt andre markedsdeltagere) ved hjælp af clearede genkøbsaftaler.

Det skal dog bemærkes, at hverken ESMA i sine tre årsrapporter eller ekspertgruppen for pensionsordninger har anført, at likviditetsforholdene på noget tidspunkt har været forværret i et sådant omfang, selv i foråret 2020, at det permanent udgjorde en trussel mod pensionsordningernes kapacitet til at opfylde marginkrav. Clearingordninger for statsobligationer og genkøbstransaktioner forblev ligeledes robuste og stabile i modsætning til likviditeten på det bilaterale genkøbsaftalemarked. Selv før centralbankens intervention var der ingen pengemarkedsforeninger[31], der suspenderede indløsninger, og genkøbsaftalemarkedet fungerede fortsat, hvilket betyder, at pensionsordningerne fortsat kunne få adgang til likviditet. Ikke desto mindre vil pensionsordninger i stresssituationer indirekte kunne drage fordel af centralbankoperationer, der har til formål at støtte sårbare markedssegmenter. Dette sås f.eks. i marts-april 2020, hvor ECB stillede lånefaciliteter til rådighed for banker til at købe aktiver fra pengemarkedsforeninger eller udvidede sikkerhedsstillelsen til at omfatte usikrede bankobligationer[32].

4.2 Operationel parathed til clearing

Pensionsordningerne er i det store og hele klar til at cleare, har indført clearingordninger og clearer visse handler på frivillig basis. Disse resultater bekræftes af ESMA's seneste rapport, hvori det konstateres, at pensionsordningerne i høj grad er operationelt parate til at cleare[33].

ESMA's analyse viser, at omkring en tredjedel af de pensionsordninger, der clearer deres handler, begyndte at cleare i det seneste år. Der er dog visse forskelle mellem de enkelte pensionsordninger (nogle clearer langt størstedelen af deres handler, andre meget få eller ingen), og clearingaktiviteten synes at være koncentreret (ca. 70 % af den clearede nominelle værdi kan tilskrives kun fem pensionsordninger). Med hensyn til den procentdel, der cleares, viser analysen, at ca. 25 % af den nominelle værdi (40 % af antallet af handler), der handles af pensionsordninger, cleares. Det skal dog bemærkes, at mens de tre største pensionsordninger typisk i gennemsnit clearer 25 %, men ikke mere end 25-30 % af deres handler, clearer mellemstore og små pensionsordninger fra 0 til 100 % af deres handler.

Balancen i clearingaktiviteterne mellem Eurex og LCH Ltd for pensionsordningers clearede swaps, målt ved den samlede clearede mængde, står imidlertid i samme forhold til hinanden som for resten af markedet, dvs. at LCH Ltd fortsat har en dominerende markedsandel. Hvad angår clearingordninger, ser billedet imidlertid anderledes ud. Hvis man ser på pensionsordninger, der ligger over tærsklen for initialmarginen på 8 mia. EUR, viser analysen, at den procentvise andel af pensionsordninger, der som minimum har en clearet handel i Eurex (76 %) og en clearet handel hos LCH Ltd (80 %), er næsten den samme. Dette vil betyde, at langt størstedelen af de større pensionsordninger, som med størst sandsynlighed vil blive berørt af kravet om clearing, har indført ordninger til clearing ved en af CCP'erne. Ifølge ESMA's beregninger vil 31 pensionsordninger i EU blive omfattet af

[31] Pengemarkedsforeninger investerer i likvide, kortfristede instrumenter (typisk med en løbetid på op til ét år). Disse foreninger giver investorerne lav risiko og mulighed for at trække på likviditet (afvikle deres investeringer), når det er nødvendigt.

[32] "EU money market fund regulation — legislative review", Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed, 26. marts 2021, ESMA34-49-309.

[33] Disse resultater blev fremlagt og drøftet på Kommissionens ekspertgruppemøde den 14. december 2021, og de deltagere, der deltog, bekræftede de samme tendenser.

clearingforpligtelsen i henhold til EMIR, da de vil ligge over clearingtærsklerne[34]. Størstedelen af disse pensionsordninger (80 %) har clearet mindst én handel, men ikke nødvendigvis hele deres derivatportefølje, og har således indført visse clearingordninger. Udviklingen af Kommissionens strategi for clearing, som vil blive fremlagt senere i 2022, har til formål at gøre det mere attraktivt at foretage clearing i EU.

Endelig er det vigtigt at understrege, at pensionsordninger trods deres voksende operationelle parathed har udtrykt bekymring for, om der er tilstrækkelig kapacitet til at cleare alle deres derivater, der er omfattet af clearingforpligtelsen. De har anført, at en stigning i antallet af clearinger i forhold til det nuværende niveau kan skabe udfordringer med hensyn til clearingkapacitetsgrænser som følge af et begrænset antal clearingmedlemmer eller deres potentielle clearinggrænser.

5. KONKLUSION

Den nuværende centrale clearingundtagelse udløber 18. juni 2022. I henhold til EMIR REFIT har Kommissionen mulighed for at forlænge denne midlertidige undtagelse for sidste gang indtil 18. juni 2023, hvis den konkluderer, at markedsdeltagerne har brug for yderligere tid til at videreudvikle og vedtage passende tekniske løsninger, og at de negative virkninger af central clearing af derivatkontrakter på pensionsindkomsterne er uændrede.

Kommissionens analyse viser, at likviditetsforholdene for pensionsordninger fortsat forbedres, og at der er blevet udviklet en række modeller, der giver adgang til central clearing eller til at omdanne sikkerhedsstillelse. Selv om det har vist sig vanskeligt at finde en fælles løsning på pensionsordningernes tilvejebringelse af marginer til CCP'er under stressede markedsforhold, findes der en række instrumenter, som bør gøre det muligt for pensionsfondene effektivt at cleare under forskellige markedsforhold, herunder under stress.

For at udnytte de tilgængelige løsninger fuldt ud er det nødvendigt, at EØS-pensionsfondene styrker deres operationelle kapacitet til at cleare og forvalte likviditet og sikkerhedsstillelse. ESMA's analyse viste, at antallet af pensionsordninger, der clearer, fortsat stiger, men at graden af parathed varierer på tværs af sektoren. Derfor vil pensionsordningerne og deres CCP-clearingmedlemmer have brug for yderligere tid til at færdiggøre de ordninger, der er nødvendige for at cleare alle de kontrakter, der er omfattet af anvendelsesområdet. Der er også brug for tid til at håndtere pensionsordningernes likviditetsberedskab, da ikke alle synes at have tilstrækkelig likviditetsstyring. Navnlig har de kompetente nationale myndigheder i medlemsstater med større pensionsordningsmarkeder anført, at der er blevet iværksat tilsynsinitiativer for at forbedre denne situation[35]. Endelig vil Kommissionens strategi for clearing tiltrække flere aktiviteter i EU-baserede clearingcentraler og give pensionsordninger bedre adgang til konkurrencedygtige og effektive clearingordninger.

Det kan konkluderes, at der siden 2019 er gjort betydelige fremskridt i retning af central clearing for pensionsordninger, herunder at nogle pensionsordninger delvist er gået over til central clearing på frivillig basis. Der er ikke desto mindre behov for yderligere operationelle skridt. Navnlig bør CCP'er i EU udnytte den ekstra tid til at videreudvikle deres modeller for lettere adgang og omdannelse af sikkerhedsstillelse for at gøre dem mere attraktive for

[34] EMIR Refit definerede små finansielle modparter som enheder, hvis aktivitet på OTC-derivatmarkederne er for lille til at udgøre en væsentlig systemisk risiko. Disse modparter er undtaget fra clearingforpligtelsen, men er fortsat omfattet af kravet om udveksling af sikkerhedsstillelse for at reducere systemiske risici. Jf. EMIR Refit, betragtning 7 og artikel 4, litra a).

[35] The clearing obligation for pension scheme arrangements, Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed, 25. januar 2022, ESMA70-451-110, punkt 26.

pensionsordninger, navnlig mindre, som i øjeblikket synes at være mere tilbageholdende med at cleare. Samtidig bør pensionsfondene sikre, at de har tilstrækkelige organisatoriske kompetencer og kapacitet til at håndtere clearing af deres derivatporteføljer. Af disse grunde vil Kommissionen forlænge clearingundtagelsen for pensionsordninger med et sidste år. I henhold til EMIR skal pensionsordningerne således være klar til at cleare fra 19. juni 2023.