EUROPEISKA
KOMMISSIONEN

Bryssel den 9.6.2022
COM(2022) 254 final

RAPPORT FRÅN KOMMISSIONEN TILL EUROPAPARLAMENTET OCH RÅDET

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

RAPPORT FRÅN KOMMISSIONEN TILL EUROPAPARLAMENTET OCH RÅDET

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

1. INLEDNING

Förordningen om Europas marknadsinfrastrukturer[1] (*Emirförordningen*) innehåller ett tillfälligt undantag från kravet på central clearing för enheter som förvaltar pensionssystem när det gäller vissa typer av OTC-derivat[2]. Undantaget har förlängts flera gånger sedan 2012[3]. För närvarande löper det till och med den 18 juni 2022. Kommissionen kan anta en delegerad akt om en sista förlängning av undantaget till och med juni 2023.

Att kräva att pensionssystem clearar OTC-derivatkontrakt hos en central motpart kan leda till att de omvandlar en betydande del av sina tillgångar till kontanter eller andra höglikvida tillgångar, såsom bankinsättningar, andelar i penningmarknadsfonder, återköpsavtal eller krediter, för att kunna tillhandahålla marginalsäkerhet[4] till centrala motparter. Skyldigheten att cleara och det därmed sammanhängande kravet på att tillhandahålla marginalsäkerhet[5] innebär särskilt att det måste finnas tillräckliga likvida medel för tilläggsmarginalsäkerheter[6] som måste täckas regelbundet och med kort varsel. Att alltför tidigt kräva att pensionssystem ska cleara OTC-derivatkontrakt centralt innebär att det finns en risk att de avyttrar en avsevärd del av sina tillgångar för att bygga upp kapitalbuffertar i syfte att uppfylla de centrala motparternas marginalsäkerhetskrav och således minskar de resurser som avsätts till investeringar som genererar avkastning för att täcka framtida pensioner. Förordningens slutmål förblir dock att pensionssystemen ska omfattas av central clearing så snart detta är möjligt.

---

[1]Förordning (EU) nr 648/2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister

[2]Enligt artikel 2.10 i Emirförordningen omfattar pensionssystem tjänstepensionsinstitut i den mening som avses i definitionen i artikel 6 a i direktiv 2003/41/EG, verksamhet för tillhandahållande av tjänstepensioner i institut enligt artikel 3 i det direktivet, tillhandahållande av tjänstepensioner genom livförsäkringsföretag enligt direktiv 2002/83/EG (under vissa omständigheter) samt övriga auktoriserade och övervakade enheter, eller arrangemang, som bedriver verksamhet på nationell nivå och vars främsta syfte är att tillhandahålla pensionsförmåner. Enligt artikel 89.1 i Emirförordningen gäller undantaget OTC-derivat som på ett objektivt mätbart sätt minskar investeringsrisker med direkt anknytning till pensionssystemens finansiella solvens.

[3]Undantaget förlängdes senast i maj 2021 genom kommissionens delegerade förordning (EU) 2021/962 om förlängning av den övergångsperiod som avses i artikel 89.1 första stycket i förordning (EU) nr 648/2012.

[4]Marginalsäkerhet är den säkerhet som en investerare måste ställa. Emirförordningen skiljer mellan initiala marginalsäkerheter och tilläggsmarginalsäkerheter. Den initiala marginalsäkerheten är avsedd att täcka aktuella och eventuella framtida värdefluktuationer.

[5]Enheter som förvaltar pensionssystem vars främsta uppgift är att tillhandahålla en pensionsinkomst, i regel som livslånga utbetalningar men också som utbetalningar under viss tid eller som ett engångsbelopp, minimerar i typfallet sitt kontantinnehav för att maximera effektiviteten och avkastningen för sina pensionstagare. Förordning (EU) nr 648/2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister, skäl 26.

[6]Tilläggsmarginalsäkerhet är säkerhet som regelbundet samlas in av en part för att återspegla förändringar i marknadsvärdet på ett utestående kontrakt. Eftersom tilläggsmarginalsäkerhetskrav normalt måste betalas med kort varsel (till exempel under natten eller till och med samma dag) spelar kontantpositionen en central roll, eftersom kontanter är det mest använda instrumentet för att uppfylla dessa krav.

Genom artikel 85.2 i Emirförordningen åläggs kommissionen att upprätta årliga rapporter med en bedömning av om lämpliga tekniska lösningar har utvecklats för pensionssystems överföring av kontanta och icke-kontanta säkerheter som tilläggsmarginalsäkerhet och behovet av eventuella åtgärder för att underlätta dessa lämpliga lösningar. Detta är kommissionens tredje rapport och den innehåller en redogörelse för de framsteg som hittills har gjorts.

2. MOTTAGNA SYNPUNKTER

Sedan Emir Refit trädde i kraft den 17 juni 2019[7] har arbetet pågått i olika forum för att övervaka framstegen när det gäller central clearing för pensionssystem. Synpunkter har inkommit från Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma), Europeiska bankmyndigheten (EBA), Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten (Eiopa) och Europeiska systemrisknämnden (ESRB) samt från marknadsaktörer via expertgruppen för pensionssystem[8]. Esma lämnade, i samarbete med EBA, Eiopa och ESRB, årliga rapporter till kommissionen med en bedömning av frågan, i enlighet med kraven i Emirförordningen. Den första rapporten[9] togs emot av kommissionen i april 2020. En andra rapport[10] lämnades till kommissionen i december 2020[11]. Esmas senaste rapport[12] översändes till kommissionen i januari 2022.

Mot bakgrund av de synpunkter som inkommit har kommissionen hittills offentliggjort två rapporter[13,14] där man har bedömt likviditetsvillkoren och undersökt olika clearingarrangemang för pensionsfonder. I dessa rapporter redovisades argumenten för de ytterligare förlängningarna av undantaget[15].

I rapporten från januari 2022 drog Esma slutsatsen att beskrivningen, analysen och resultaten i den utförliga andra rapporten fortfarande var giltiga. Esma ansåg att det, trots intressenternas och tillsynsmyndigheternas ansträngningar, är osannolikt att det finns en universallösning för de problem som pensionssystemen upplever. Man bör i stället eftersträva en kombination av lösningar som underlättar tillgången till likviditet eller minskar trycket av att genomföra clearingar. Därför låg fokus i den senaste rapporten på att bedöma pensionssystemens

[7]Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2019/834 om ändring av förordning (EU) nr 648/2012 vad gäller clearingkravet, ett tillfälligt upphävande av clearingkravet, rapporteringskraven, riskbegränsningsteknikerna för OTC-derivatkontrakt som inte clearas av en central motpart, registreringen och tillsynen av transaktionsregister samt kraven för transaktionsregister (*Emir Refit*).

[8]I enlighet med kravet i artikel 85.2 i Emir Refit inrättade kommissionen en expertgrupp med bland annat företrädare för centrala motparter, clearingmedlemmar, pensionssystem och andra berörda parter för att övervaka deras insatser och bedöma de framsteg som görs för att utveckla lämpliga tekniska lösningar.

[9]*Central clearing solutions for pension systems arrangements*, Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten, 2 april 2020, ESMA70–151–2823.

[10]*Report on the central clearing solutions for pension scheme arrangements (No.2)*, Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten, 17 december 2020, ESMA70–151–3248.

[11]Se ovan, kapitel 4, *Public Consultation*, för mer information. Resultaten i den andra rapporten stöddes av ett omfattande offentligt samråd. Det omfattade synpunkter från berörda parter, uppdaterade uppgifter om de europeiska pensionssystemens portföljer och om de kvantitativa effekterna av att flytta deras OTC-derivatportföljer till central clearing.

[12] *The clearing obligation for pension scheme arrangements*, Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten, 25 januari 2022, ESMA70-451-110.

[13] COM (2020) 574 final

[14] COM (2021) 224 final

[15]Det ursprungliga undantaget beviljades genom Emirförordningen till och med den 16 augusti 2018. Sedan beviljades ytterligare en förlängning genom Emir Refit till juni 2021 som eventuellt kan förlängas med ytterligare ett eller två år.

operativa beredskap att cleara sina OTC-räntederivat. Esma drog slutsatsen att pensionssystemen ur ett operativt perspektiv i stort sett är redo att omfattas av clearing och hänvisade till en kombination av lösningar som finns tillgängliga för pensionssystem, och ansåg därför att det finns mindre anledning att behandla pensionssystem annorlunda än andra marknadsaktörer. Esma påpekade dessutom att förlängningen av undantaget från clearing måste ses mot bakgrund av att bygga upp clearingkapacitet och öka de centrala motparternas attraktionskraft i EU, till vilket även upphörandet av detta undantag kan bidra.

Enligt Esma skulle dock ett antal operativa överväganden motivera att pensionssystemen beviljas mer tid innan de omfattas av clearingkravet. Esma betonade särskilt att pensionssystemen och de relevanta marknadsaktörerna behöver tid för att slutföra sina arrangemang för clearing och hantering av säkerheter. Esma tillade också att kommissionens beslut måste meddelas i tillräckligt god tid för att alla berörda parter ska kunna anpassa sina genomförandeplaner. Mot bakgrund av ovanstående rekommenderade Esma en ytterligare förlängning av undantaget för clearing till och med den 19 juni 2023.

Sedan kommissionens senaste rapport i maj 2021 har expertgruppen för pensionssystem sammanträtt tre gånger. Deltagarna bekräftade att pensionssystemen i stort sett är redo att cleara, har infört clearingarrangemang och redan clearar viss handel frivilligt. Samtidigt betonade pensionssystemen att den underliggande frågan om tillgång till kontanter kvarstår. För att bemöta denna fråga har expertgruppen för pensionssystem särskilt diskuterat clearade repor som en potentiell likviditetslösning. Även om detta är ett steg i rätt riktning noterade pensionssystemen dock att ett alltför stort beroende av den clearade repomarknaden skulle göra dem sårbara för en kvarstående likviditetsrisk under extrema marknadsförhållanden.

3. POLITISK BAKGRUND

Förenade kungariket är en viktig knutpunkt för central clearing av derivatkontrakt och kvarstår som en viktig plats för clearing för EU:s marknadsaktörer som under årens lopp har byggt upp en betydande mängd positioner hos centrala motparter där. Många pensionssystem i EU har för närvarande clearingarrangemang både i EU och Förenade kungariket, men analyser visar att de tenderar att cleara en större del av handeln i Förenade kungariket. För att undvika risker för den finansiella stabiliteten i EU fattade kommissionen i september 2020 ett tillfälligt beslut om likvärdighet som omfattar Förenade kungarikets reglerings- och tillsynsramar för centrala motparter; beslutet löpte inledningsvis fram till juni 2022[16] och förlängdes därefter till den 30 juni 2025[17]. Under tiden uppmanades marknadsaktörerna i EU att minska sina exponeringar mot centrala motparter i Förenade kungariket, eftersom omfattningen av sådana exponeringar kan göra det svårt för EU:s myndigheter att hantera den finansiella stabiliteten i händelse av stress.

I januari 2021 inrättade kommissionen en arbetsgrupp med de europeiska tillsynsmyndigheterna, ESRB, ECB och den gemensamma tillsynsmekanismen för att bedöma möjligheterna och utmaningarna med att överföra clearing av derivatkontrakt från Förenade kungariket till centrala motparter i EU. Gruppen kontaktade också en rad berörda parter för att samla in synpunkter. Diskussionerna i gruppen bekräftade de risker för EU som härrör från

[16]Kommissionens genomförandebeslut (EU) 2020/1308 om fastställande, under en begränsad tid, av att den rättsliga ramen för centrala motparter i Förenade konungariket Storbritannien och Nordirland är likvärdig i enlighet med Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012.

[17]Kommissionens genomförandebeslut (EU) 2022/174 om fastställande, under en begränsad tid, av att den rättsliga ramen för centrala motparter i Förenade konungariket Storbritannien och Nordirland är likvärdig i enlighet med Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012.

exponeringar mot centrala motparter i Förenade kungariket. Dessa risker betonades också i Esmas bedömning av systemviktiga centrala motparter från tredjeland inom ramen för Emir 2.2[18], som slutfördes i december förra året[19].

För att stödja effektiva och konkurrenskraftiga clearingtjänster kommer kommissionen därför under andra halvåret 2022 att lägga fram åtgärder för att göra centrala motparter i EU mer attraktiva för marknadsaktörerna, genom att göra EU till ett mer attraktivt och kostnadseffektivt nav för clearing och genom att stärka EU:s tillsynsram för centrala motparter för att bättre hantera tillhörande risker.

I detta sammanhang skulle ett upphävande av undantaget för pensionssystem kunna bidra till att utveckla EU:s likviditetspool och potentiellt göra clearing i EU mer attraktivt.

4. UTVECKLINGEN SEDAN KOMMISSIONENS FÖRSTA RAPPORTER

Det tillfälliga undantaget från clearingkravet syftade till att ge pensionssystem och andra relevanta marknadsaktörer tillräckligt med tid för att differentiera källor till likviditet som behövs för att ställa tilläggsmarginalsäkerheter, och utveckla operativ kapacitet för att hantera clearing av stora derivatportföljer.

4.1 Likviditet

Det tillfälliga undantaget från clearing för pensionssystem syftar till att mildra den effekt som clearingkravet skulle ha på deras avsättning av kontanta medel. Det vanligaste skälet till att pensionssystem använder OTC-derivat är att det inte emitteras tillräckligt med obligationer av hög kvalitet med lång löptid, vilket begränsar deras förmåga att hantera ränteriskerna på ett lämpligt sätt[20]. Detta ger upphov till oro över tillgången till kontanter under perioder av marknadsstress[21] när marginalsäkerhetskraven ökar och pensionssystem konkurrerar med andra marknadsenheter om likviditet.

Likviditetsvillkoren för pensionssystem har utvecklats positivt sedan skyldigheten att centralt cleara vissa klasser av OTC-derivat började tillämpas enligt Emirförordningen och de har till och med varit goda under de senaste perioderna av volatilitet. Med undantag för perioden mars–april 2020, då de dagliga tilläggsmarginalsäkerhetskraven var betydligt högre än de genomsnittliga flöden som normalt observeras[22], har pensionssystem inte drabbats av likviditetsproblem med avseende på marginalsäkerhetskrav. I mars 2020 var betalningarna av tilläggsmarginalsäkerheter stora i förhållande till pensionsfondernas mycket likvida tillgångar

[18]Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2019/2099 av den 23 oktober 2019 om ändring av förordning (EU) nr 648/2012 vad gäller förfarandena för och de myndigheter som ska delta i auktorisationen av centrala motparter samt om kraven för godkännande av centrala motparter från tredjeland (EUT L 322, 12.12.2019).

[19]Esmas bedömningsrapport i enlighet med artikel 25.2c i Emirförordningen finns på: https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-results-its-assessment-systemically-important-uk-central. Esma konstaterade att den Swapclear-tjänst som LCH Ltd tillhandahåller för räntederivat denominerade i euro och polska zloty liksom ICE Clear Europe Ltd:s segment för kreditswappar och kortfristiga räntederivat för produkter denominerade i euro är av stor systemvikt för EU eller en eller flera medlemsstater.

[20]*Report to the European Commission on the central clearing solutions for pension scheme arrangements (No.2)*, Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten, 17 december 2020, ESMA70–151–3248.

[21]Situationen med betydande volatilitet vad gäller tilläggsmarginalsäkerheter i mars 2020 illustrerar problemet. Mellan den 11 och 23 mars 2020 var europeiska försäkringsbolag och pensionsinstitut tvungna att betala ytterligare 50 miljarder euro i tilläggsmarginalsäkerhet till sina motparter. Mer än 90 % ställdes av nederländska försäkringsbolag och pensionsinstitut, som har exceptionellt stora portföljer med långa löptider. Källa: *Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds*, Europeiska centralbanken, Financial Stability Review, november 2020.

[22]*Review of margining practices – Consultative report*, Banken för internationell betalningsutjämning, oktober 2021.

och utsatte några av dem för likviditetspåfrestningar[23]. Pensionsfonderna klarade dock i allmänhet av dem[24].

Under perioder av marknadsstress kan repomarknaden vara en viktig källa till likviditet för aktörer på köpsidan, inbegripet pensionssystem. Under de senaste åren har marknadsaktörerna varit aktiva när det gäller att ta emot pensionssystem och andra enheter i systemet för repoclearing. Eurex, den tyska centrala motparten, har infört en modell för ”direkt tillträde” för att underlätta tillgången till clearing. Detta omfattar både repor och ränteswappar. På senare tid har en andra clearingorganisation[25] i EU öppnat en modell för sponsrad repoclearing[26] som erbjuder ytterligare kapacitet för omvandling av säkerheter. Dessa modeller förväntas fortsätta att utvecklas under 2022 och 2023, vilket bör leda till en ökad användning av clearingsponsorer och deltagare på köpsidan.

Trots detta fortsätter pensionssystemen att hysa oro över sin likviditetssituation. Även om likviditeten hittills har varit god kan den komma att stramas åt, särskilt på marknaden för allmänna säkerheter[27], i takt med att penningpolitiken normaliseras[28] på medellång sikt. Enligt pensionssystemen skulle detta kunna leda till att de måste sälja innehav som aktier, företagsobligationer och statsobligationer. I en sådan situation skulle de sälja på en vikande marknad, och en sådan försäljning av tillgångar skulle ytterligare kunna förstärka trycket nedåt på redan sjunkande priser på tillgångar.

Alternativa källor till kassaflöde skulle dock kunna bli tillgängliga. Till exempel skulle förlängningen av öppettiderna för Target2[29] och T2S[30] senare i år kunna bidra till att säkerställa att finansieringstransaktioner från eurodenominerade repor kan avvecklas när marginalsäkerhetskrav inkommer. Även om dessa nya modeller för tillgång verkar vara bäst lämpade för stora pensionssystem, gör de det möjligt för bankerna att frigöra balansräkningskapacitet, vilket eventuellt också kan gagna mindre pensionssystem. Pensionssystemen efterlyser dock införande av en centralbankslänk till plattformen för clearade repor, så att centralbankerna kan ingripa på repomarknaden och fungera som tillhandahållare av kontanter till pensionsfonderna (och andra marknadsaktörer) med hjälp av clearade repor.

---

[23] *Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds*, Europeiska centralbanken, november 2020.

[24]Till exempel uppgick den totala tilläggsmarginalsäkerheten som nederländska ICPF ställde i mars 2020 till omkring 77 % av deras mycket likvida tillgångar, även om detta sannolikt döljer en viss heterogenitet. Källa: *Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds*, Europeiska centralbanken, Financial Stability Review, november 2020.

[25] *LCH RepoClear SA clears first euro repo by Sponsored Member*, *LCH Press Release*, 10 december 2021

[26]Dessa modeller gör det möjligt för företag på köpsidan att få tillgång till clearing med hjälp av en bank (*clearingombud* eller *sponsor*), som normalt skulle underlätta betalningar av marginalsäkerhet och tillhandahålla bidrag till obeståndsfonden för transaktioner.

[27]Allmänna säkerheter är en uppsättning emissioner som handlas på repomarknaden till samma eller en mycket likartad reporänta. Dessa värdepapper kan därför ersättas med varandra utan att repan ändras särskilt mycket. Likviditeten på marknaden för repoaffärer med allmänna säkerheter är avgörande för pensionssystemen.

[28] *Monetary policy in an uncertain world*, tal av Christine Lagarde, Europeiska centralbankens ordförande, Frankfurt am Main, 17 mars 2022

[29]Target2 är ett system för bruttoavveckling av betalningar i realtid som ägs och drivs av Eurosystemet. Med detta system avvecklas betalningar i samband med Eurosystemets penningpolitiska transaktioner samt transaktioner mellan banker och kommersiella transaktioner.

[30]Target2-Securities (T2S) är en gemensam plattform där värdepapper och kontanter kan överföras mellan investerare i hela Europa med hjälp av harmoniserade regler och metoder. För närvarande använder 20 europeiska länder T2S.

Det bör dock noteras att varken Esma i sina tre årsrapporter eller expertgruppen för pensionssystem uppgav att likviditetssituationen vid någon tidpunkt försämrades i sådan utsträckning att den varaktigt hotade pensionssystemens förmåga att uppfylla marginalsäkerhetskraven, inte ens under våren 2020. På samma sätt förblev clearingtjänster för statsobligationer och repor motståndskraftiga och stabila, till skillnad från likviditeten på den bilaterala repomarknaden. Inte ens före centralbankens ingripande stoppade några penningmarknadsfonder[31] inlösen och repomarknaden fortsatte att fungera, vilket innebar att pensionssystemen fortsatte att ha tillgång till likviditet. I tider av stress kan pensionssystemen likväl dra indirekt nytta av centralbankstransaktioner som syftar till att stödja utsatta marknadssegment, vilket var fallet i mars–april 2020 när ECB tillhandahöll kreditfaciliteter för banker för att köpa tillgångar från penningmarknadsfonder eller utvidga säkerheter till bankobligationer utan säkerhet[32].

4.2 Operativ beredskap att cleara

Pensionssystemen är i stort sett redo att omfattas av clearing, i och med att de har infört clearingarrangemang och redan clearar viss handel frivilligt. Dessa resultat bekräftas i Esmas senaste rapport där det konstateras att pensionssystemen har en hög grad av operativ beredskap att cleara[33].

Esmas analys visar att cirka en tredjedel av pensionssystemen som clearar sin handel började cleara under det senaste året. Det finns dock vissa skillnader mellan pensionssystem (vissa clearar merparten av sin handel, andra mycket lite eller inte alls) och clearingverksamheten verkar vara koncentrerad till några få pensionssystem (cirka 70 % av det clearade nominella värdet kan tillskrivas endast fem pensionssystem). När det gäller den procentuella andelen av handeln som clearas visar analysen att omkring 25 % av det nominella värdet (40 % av antalet transaktioner) som handlas av pensionssystem clearas. Medan de tre största pensionssystemen vanligtvis clearar 25 % i genomsnitt, men inte mer än 25–30 % av sina transaktioner, clearar medelstora och små pensionssystem från 0–100 % av sina transaktioner.

Uppdelningen av clearingverksamheten mellan Eurex och LCH Ltd vad gäller pensionssystemens clearade swappar, sett till den totala clearade volymen, är densamma som för resten av marknaden, det vill säga LCH Ltd fortsätter att ha en dominerande marknadsandel. När det gäller clearingarrangemang är bilden dock en annan. När det gäller pensionssystem som ligger över tröskelvärdet för initial marginalsäkerhet på 8 miljarder euro, visar analysen på nästan samma procentandelar när det gäller pensionssystem som har åtminstone en clearad transaktion hos Eurex (76 %) och en clearad transaktion hos LCH Ltd (80 %). Detta skulle innebära att den stora majoriteten av de större pensionssystemen, som är de som sannolikt påverkas av kravet på clearing, har infört arrangemang för att cleara hos endera av de centrala motparterna. Enligt Esmas beräkningar skulle 31 pensionssystem i EU omfattas av clearingkravet enligt Emirförordningen, eftersom de skulle ligga över clearingtrösklarna[34]. De allra flesta av dessa pensionssystem (80 %) har clearat minst en

[31]En penningmarknadsfond investerar i likvida, kortfristiga instrument (vanligtvis med en löptid på upp till ett år). Dessa fonder erbjuder investerarna låg risk och möjlighet att skaffa fram likviditet vid behov (genom att avveckla andelar).

[32]*EU money market fund regulation – legislative review*, Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten, 26 mars 2021, ESMA34–49–309.

[33]Dessa resultat presenterades och diskuterades vid kommissionens expertgruppsmöte den 14 december 2021, och deltagare bekräftade att de uppfattade samma tendenser.

[34]I Emir Refit definierades små finansiella motparter som enheter vars verksamhetsvolym på OTC-derivatmarknaderna var för låg för att utgöra en betydande systemrisk. Dessa motparter är undantagna från

transaktion, men inte nödvändigtvis hela sin derivatportfölj, och har således vissa clearingarrangemang på plats. Kommissionens clearingstrategi som kommer att läggas fram senare under 2022, syftar till att göra clearing i EU mer attraktiv.

Slutligen är det viktigt att betona att pensionssystemen, trots sin ökande operativa beredskap, har uttryckt oro över huruvida det finns tillräcklig kapacitet för att cleara alla derivat som omfattas av clearingkravet. De har angett att ökad clearing jämfört med nuvarande nivåer kan innebära utmaningar när det gäller begränsningar av clearingkapaciteten till följd av ett begränsat antal clearingmedlemmar eller deras eventuella clearinggränser.

5. SLUTSATS

Det nuvarande undantaget från central clearing löper ut den 18 juni 2022. Emir Refit gör det möjligt för kommissionen att förlänga detta tillfälliga undantag för sista gången till och med den 18 juni 2023 om kommissionen skulle dra slutsatsen att marknadsaktörerna behöver ytterligare tid för att vidareutveckla och anta lämpliga tekniska lösningar, och att de negativa effekterna av central clearing av derivatkontrakt på inkomsterna för pensionärerna förblir oförändrade.

Kommissionens analys visar att likviditetsvillkoren för pensionssystem fortsätter att förbättras och att en rad olika modeller har utvecklats för tillgång till central clearing eller omvandling av säkerheter. Att hitta en universallösning för pensionssystemens tillhandahållande av marginalsäkerheter till centrala motparter under stressade marknadsförhållanden har visat sig svårt, men däremot finns det en rad olika instrument som bör göra det möjligt för pensionsfonderna att cleara effektivt under olika marknadsförhållanden, även under stress.

För att kunna utnyttja de tillgängliga lösningarna fullt ut måste pensionsfonderna inom EES stärka sin operativa kapacitet att cleara och hantera likviditet och säkerheter. Esmas analys visade att antalet pensionssystem som clearar sin handel fortsätter att öka, men beredskapsnivån varierar inom sektorn. Därför skulle pensionssystem och deras clearingmedlemmar hos centrala motparter behöva ytterligare tid för att slutföra de arrangemang som krävs för att cleara alla kontrakt som omfattas av clearingkravet. Det behövs också tid för att åtgärda pensionssystemens likviditetsberedskap, eftersom inte alla verkar ha lämplig likviditetsförvaltning. Framför allt har nationella behöriga myndigheter i de medlemsstater som har större marknader för pensionssystem angett att tillsynsinitiativ har inrättats för att förbättra denna situation[35]. Slutligen kommer kommissionens clearingstrategi att locka till sig mer verksamhet vid EU-baserade clearingorganisationer, vilket kommer att ge pensionssystemen ökad tillgång till konkurrenskraftiga och effektiva clearingtjänster.

Sammanfattningsvis har det sedan 2019 gjorts betydande framsteg vad gäller central clearing för pensionssystem, inbegripet vissa pensionssystem som delvis går över till central clearing på frivillig basis. Det krävs dock ytterligare operativa åtgärder. Framför allt bör centrala motparter i EU använda den tilldelade tiden för att vidareutveckla sina modeller för förenklad tillgång och omvandling av säkerheter för att öka sin attraktionskraft för pensionssystem, särskilt mindre sådana, som för närvarande verkar vara mer motvilliga att omfattas av clearing. Samtidigt bör pensionsfonderna se till att de har tillräcklig organisatorisk kompetens och kapacitet att hantera clearing av sina derivatportföljer. Därför kommer kommissionen att

clearingkravet, men bör fortsättningsvis omfattas av kravet på utväxling av säkerheter för att minska eventuell systemrisk. Se Emir Refit, skäl 7 och artikel 4 a.

[35] *The clearing obligation for pension scheme arrangements*, Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten, 25 januari 2022, ESMA70-451-110, punkt 26.

förlänga undantaget från clearing för pensionssystem med ett sista år. Från och med den 19 juni 2023 ska pensionssystem omfattas av clearing enligt Emirförordningen.