EUROPA-
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 23.9.2020
COM(2020) 574 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 (EMIR)[1], som i 2012 indførte G20-reformerne i EU vedrørende over-the-counter (OTC)-derivataftaler, indrømmede en midlertidig undtagelse fra den centrale clearingforpligtelse til enheder, der forvalter pensionsordninger, i relation til visse typer OTC-derivater[2].

I henhold til forordningen omfatter pensionsordningerne arbejdsmarkedsrelaterede pensionskasser som defineret i henhold til 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 (forudsat at de aktiver og passiver, der er forbundet med en sådan virksomhed, er adskilt fra de andre aktiviteter i forsikringsselskabet), samt enhver anden enhed eller ordning, der er meddelt tilladelse og underlagt tilsyn, og som opererer på et nationalt grundlag, hvis primære formål er at udbetale pensionsydelser.

Den midlertidige undtagelse blev indrømmet med henblik på at tage hensyn til de specifikke kendetegn ved forretningsmodellen i sådanne enheder og den virkning, som obligatorisk clearing kunne have på pensioner: Som anført i betragtning 26 i EMIR, afsætter enheder, der forvalter pensionsordninger, "typisk mindst muligt i kontante midler for at opnå størst mulig effektivitet og størst muligt afkast for deres forsikringstagere. Hvis disse enheder blev pålagt at cleare OTC-derivataftaler centralt, ville det derfor føre til, at en betydelig andel af deres aktiver skulle frigøres til kontante midler, således at de kan opfylde CCP'ernes løbende marginkrav". Central clearing af OTC-derivater kræver tilstrækkelige mængder af tilgængelige kontante midler med henblik på at opfylde disse marginkrav fra centrale modparter (CCP'er). Som det anerkendes i EMIR-rammen, vil det at råde over store mængder kontante midler for at opfylde potentielle variationsmarginkrav kunne have negativ indvirkning på pensionisters pensioner.

---

1 Forordning (EU) nr. 648/2012.

2 Undtagelsen vedrører OTC-derivataftaler, der ved objektiv måling kan godtgøres at reducere investeringsrisici, der er direkte forbundet med den finansielle solvens for pensionsordninger, samt enheder, der er etableret med det formål at yde kompensation til medlemmer af sådanne ordninger i tilfælde af misligholdelse, og pensionsordninger, der har vanskeligt ved at opfylde variationsmarginkravene (artikel 89 i EMIR).

En uafhængig undersøgelse, der er udarbejdet for Kommissionen i 2014 af Europe Economics and Bourse Consult, estimerede den potentielle variationsmargin, som EU-pensionsfonde kunne blive pålagt at betale i tilfælde af en ændring på 1 % i satserne. Mens undersøgelsen fortsat omfattede Det Forenede Kongerige, viste resultaterne, hvis der ses bort fra Det Forenede Kongerige, at et sådant beløb ville ligge på mellem 106 og 133 mia. EUR, og at det ville stige yderligere i mere stressede scenarier.

For nylig blev der gennemført yderligere undersøgelser af Eurosystem[3] og Danmarks Nationalbank[4]. Sådanne undersøgelser viser, at den potentielle variationsmargin for nederlandske og danske pensionsfonde – som tegner sig for omkring 52 % af EU-pensionsfondenes finansielle aktiver (hvis der ses bort fra Det Forenede Kongerige)[5] – under det samme stressscenarie (1 % ændring i satserne) ville være henholdsvis under 53 mia. EUR og 106 mia. DKK (eller ca. 14 mia. EUR) og dermed noget lavere end de tilsvarende tal[6] i den førnævnte uafhængige undersøgelse. På basis af disponible kassebeholdninger vil det samlede kontaktunderskud kunne beløbe sig til 17 mia. EUR for alle pensionsfonde i euroområdet. [7]

Lignende bevægelser i satser, omkostninger og risici ville ikke kun være specifikke for pensionsordninger, men ville have indvirkning på andre finansielle virksomheder, som også clearer centralt (f.eks. investeringsfonde, forsikringsselskaber), og risici for misligholdelse på grund af manglende godkendelse som sikkerhed kan også opstå i tilfælde af bilateral handel med derivater, og ikke kun i forbindelse med central clearing. Men som ESMA anerkender i sin første rapport om dette emne, synes pensionsordninger at være mere begrænsede i deres evne til at afbøde disse risici gennem fleksibilitet i investeringsstrategier, tilgængelighed af investeringer, der matcher deres passiver, adgang til likviditetskilder, som det er nærmere beskrevet i de følgende afsnit.

Hensigten med den midlertidige undtagelse var at skaffe den nødvendige tid til at finde en passende teknisk løsning, som ville gøre det muligt for pensionsordningerne at cleare centralt hos CCP'er og hindre væsentlige negative virkninger for pensionisternes indtægt. Inden for EMIR-rammen er pensionsordningernes OTC-derivatforretninger allerede underlagt — i overensstemmelse med de relevante tærskler — krav til afbødning af risici og margin i forbindelse med ikkeclearede OTC-handler, der er fastsat i artikel 11, som blev påbegyndt anvendt i 2017 i henhold til en beslutning om

---

3 ECB, Financial Stability Review, maj 2020. Skøn for nederlandske fonde ligger inden for et interval på 36-47 mia. EUR; da nederlandske pensionsfonde besidder omkring 89 % af de renteswaps, der findes i euroområdets pensionsfonde, skønnes marginkravet vedrørende alle euroområdets pensionsfonde at ligge på mellem 40-53 mia. EUR.

4 Danmarks Nationalbank, "Pensionsselskaberne har stort likviditetsbehov ved rentestigninger", november 2019.

5 Ifølge regnskaber for euroområdet ved udgangen af 2019.

6 De tilsvarende tal beløb sig til henholdsvis ca. 60 og 27 mia. EUR for de nederlandske og danske pensionsfonde.

7 Skøn over kontantunderskuddet i nederlandske pensionsfonde ligger på mellem 6 og 15 mia. EUR. Da nederlandske pensionsfonde har omkring 89 % af de renteswaps, der findes i euroområdets pensionsfonde, vil kontantunderskuddet for alle euroområdets pensionsfonde kunne være op til 17 mia. EUR.

indfasning[8]: Disse krav sigter mod at adressere de risici, der er forbundet med ikkecentralt clearede derivater, samtidig med at de giver incitamenter til central clearing. Pensionsordningerne er også omfattet af EMIR-rapporteringsforpligtelserne.

Selv om drøftelser med pensionsordninger og andre interessenter bekræfter, at pensionsordninger ønsker at cleare handler hos CCP'er og faktisk allerede gør dette i visse tilfælde, er der fortsat udfordringer med obligatorisk clearing. Den centrale clearingundtagelse er derfor blevet forlænget i årenes løb, idet der ikke er dukket nogen levedygtig teknisk løsning op. EMIR Refit, der trådte i kraft i juni 2019, forlænger undtagelsen indtil juni 2021 med en yderligere potentiel forlængelse to gange via Kommissionens delegerede retsakter, hver gang med maksimalt et år. Forordningens ultimative mål er imidlertid fortsat central clearing for pensionsordninger så hurtigt som muligt, hvor der tages højde for, at den nuværende udvikling på lovgivningsområdet og markedet bør sætte markedsdeltagerne i stand til at udvikle passende løsninger (EMIR, betragtning 30). CCP'er, clearingmedlemmer og pensionsordninger skal gøre deres bedste for at bidrage til udviklingen af sådanne løsninger.

Artikel 85 i EMIR Refit kræver, at Kommissionen udarbejder årlige rapporter, indtil den endelige forlængelse af undtagelsen foreligger, som giver en 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 fremme sådanne løsninger".

I henhold til forordningen skal ESMA i samarbejde med EBA, EIOPA og ESRB forelægge årlige rapporter for Kommissionen, som vurderer problemet. Kommissionen modtog den første rapport udarbejdet af ESMA i april 2020. Sammen med rapporten iværksatte ESMA en offentlig høring med henblik på at indsamle yderligere input fra interessenter og forelægge en anden, mere omfattende rapport for Kommissionen inden december 2020. ESMA's omfattende rapport er derfor ikke tilgængelig i tide til at blive indarbejdet i denne rapport fra Kommissionen.

EMIR Refit gav ligeledes Kommissionen beføjelse til at nedsætte en ekspertgruppe, der består af repræsentanter for de relevante interessenter, med henblik på at overvåge deres indsats og evaluere de fremskridt, der er gjort hen imod at finde levedygtige tekniske løsninger. Ekspertgruppen, der fortsætter sin forgængers arbejde (Kommissionens gruppe på højt plan om pensionsfonde), omfatter repræsentanter for CCP'er, clearingmedlemmer, pensionsordninger, centralbanker og andre relevante interessenter. Den mødtes to gange, i oktober 2019 og i april 2020 (via telefonmøde) og vil fortsætte med at mødes hver sjette måned. Kommissionen fortsætter med at bygge videre på gruppens arbejde i forbindelse med sine rapporter til medlovgiverne.

[8] Kommissionens delegerede forordning (EU) 2016/2251.

2. FORMÅL MED RAPPORTEN

Med denne rapport opfylder Kommissionen sine forpligtelser i henhold til artikel 85 i EMIR.

Denne rapport tager behørigt hensyn til den første rapport fra ESMA samt til de drøftelser, der fandt sted i ekspertgruppen. Som forklaret vil resultaterne af den offentlige høring, som ESMA har iværksat, indgå i den anden kommissionsrapport, der skal udarbejdes næste år.

Rapporten indeholder en analyse af de vigtigste problemer, der er identificeret af interessenter med hensyn til pensionsordningernes centrale clearing, samt af de løsninger, der er undersøgt indtil nu. Som nævnt er pensionsordningsundtagelsen fra central clearing i kraft indtil juni 2021: I betragtning af denne frist sigter nærværende rapport mod at opdatere Europa-Parlamentet og Rådet for så vidt angår fremskridtene på dette område, hvilket også gælder med hensyn til at identificere de aspekter, der skal undersøges yderligere med henblik på at fremme en gennemførlig og bæredygtig central clearingløsning.

3. VIGTIGSTE OMRÅDER

3.1 Baggrund vedrørende pensionsordningernes forretningsmodel og brug af derivater

Europæiske pensionsordninger, navnlig i nogle medlemsstater såsom Nederlandene og Danmark, er aktive deltagere på markedet for OTC-derivater. De benytter sådanne derivater til at sikre deres passiver mod en række risici, herunder rente og inflationsvolatilitet, og i sidste ende beskytte sig selv mod finansielle solvensrisici. Pensionsfondes passiver over for nuværende og fremtidige pensionister har lange løbetider, der skal matches med langsigtede aktiver; sådanne aktiver er typisk stats- og erhvervsobligationer; At afdække passiver fuldt ud med obligationer synes ikke at være gennemførligt for EU i betragtning af den begrænsede tilgængelighed af obligationer med de relevante karakteristika; desuden kan derivater tilbyde et bedre match for pensionsordningernes passiver, fordi swaps ofte anvendes til at diskontere sådanne passiver med henblik på værdiansættelse. Som rapporteret af ESMA er situationen for EU's pensionsordninger i denne forbindelse forskellig fra de amerikanske pensionsfondes, som mere er baseret på langsigtede aktiver såsom erhvervs- og statsobligationer med henblik på hedging: Amerikanske pensionsfonde har tendens til at have en kortere løbetid for passiver i forhold til pensionsordninger i EU, hvis passiver typisk diskonteres ved hjælp af AA-erhvervsobligationsafkast, og det amerikanske marked for erhvervsobligationer er dybere. Som sådan, hvilket ESMA anerkender, synes pensionsordninger at have et strukturelt behov for at engagere sig i OTC-derivater.

Pensionsordningernes portefølje af derivater er typisk stor, langsigtet og ensrettet, hvor branchens aggregerede position ifølge ESMA udgør en potentiel systemisk risiko.

For så vidt angår typen af derivater er pensionsordningerne storforbrugere af swaps med lang rente: I henhold til EMIR-data af 2015 fra DTCC havde omkring 20 % af alle renteswaps med mindst én modpart, såsom et forsikringsselskab eller en pensionsfond i EU, en løbetid på 30 år sammenlignet med et globalt gennemsnit på mindre end 10 %[9]. Renteswaps er den klasse af derivater, der er omfattet af clearingforpligtelsen i henhold til EMIR. Pensionsordningerne handler deres derivater bilateralt eller clearer centralt hos CCP'er hovedsagelig som kunder af clearingmedlemmer.

Det er værd at bemærke, at pensionsordninger og -markeder er temmelig forskellige på tværs af EU: I nogle medlemsstater er pensionssystemer under første søjle mere udviklet end i andre, og ydelsesdefinerede pensionsfonde er mere udbredte, i andre er den definerede bidragsmodel fremherskende. Ifølge data fra udgangen af 2018 findes de største pensionsordningsmarkeder i EU i Nederlandene med et gennemsnitligt forhold mellem aktiver og BNP på 173,3 % og i Danmark med et forhold på 198,6 %. Irland har også lignende ordninger. I disse lande spiller private pensionsordninger en vigtig rolle med hensyn til at tilvejebringe pensioner til pensionister.

3.2 Problemet med pensionsordningernes centrale clearing

Det vigtigste problem, der er identificeret med hensyn til pensionsordningernes centrale clearing, vedrører den kendsgerning, at clearing hos CCP'er kræver, at der stilles variationsmargin kontant; drøftelserne i Kommissionens interessentgruppe har vist, at dette er problematisk for pensionsordningerne i tilfælde af stressede markedsforhold.

I den centrale clearingmodel anmoder CCP'er om variationsmargin over for deres deltagere for således at kompensere for ændringer i markedsværdien på de derivatpositioner, som de forvalter. På den måde er CCP'er altid dækket i forhold til bevægelser på markedet, og markedsdeltagerne opbygger ikke store tab over tid i forbindelse med deres centralt clearede portefølje. Tab og gevinster beregnes af CCP'en og udveksles dagligt via "marking-to-market"-processen. Kontante midler kan bedst tjene formålet med margenvariation, fordi de minimerer enhver risiko for værditab, og overførslen er endelig. Kontante midler som variationsmargin er også operationelt mindre komplekst og kompatibelt med tilgangen til CCP-likviditetsrisikostyring, der er fastsat i henhold til EMIR[10].

Det betyder, at clearingdeltagere skal kunne håndtere sådanne anmodninger ved hjælp af et passende kontantbeløb. Hvis dette ikke er tilfældet, og et clearingmedlem ikke kan stille den krævede sikkerhed i form af variationsmargin i god tid, vil den blive erklæret for misligholdt af CCP'en, som derefter udløser sine misligholdelsesprocedurer for igen

[9] Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici, Occasional Paper Series nr. 11, 2016.

[10] Desuden gør kontant variationsmargin det muligt for CCP'er at forblive sikre på deres evne til at værdifastsætte deres transaktioner korrekt og er markedskonventionen for clearede swaps, der er vedtaget af alle markedsdeltagere på det clearede swapmarked.

at matche regnskaberne. Desuden skal variationsmarginen stilles over for CCP'er inden for kort tid, hvilket afstedkommer yderligere operationelle vanskeligheder[11].

Kontante midler har store offeromkostninger, idet de ikke er så rentable som andre aktiver og ikke tilstrækkelige til at kunne skabe balance mellem løbetiderne for pensionsordningernes passiver og således udsætter dem for manglende overensstemmelse mellem aktiver og passiver. At have store kontantbeløb i stedet for andre aktiver med større afkast ville bidrage til at reducere afkastet for pensionister og påvirke pensionsordningernes porteføljeinvesteringer, og pensionsfonde ligger typisk ikke inde med mange kontante midler, som det også er vist i de årlige globale pensionsstatistikker, der er offentliggjort af OECD.

Problemet med kontant variationsmargin kan vise sig at være en udfordring, navnlig i perioder med stressede markedsforhold og i forbindelse med stigende renteniveauer, hvor CCP'ernes anmodninger om variationsmargin kunne øges væsentligt for pensionsordningerne.

Store variationsmarginkrav kan også forekomme i forbindelse med ikkecentralt clearede handler, som pensionsordninger i øjeblikket deltager i. I denne sammenhæng kan pensionsordninger imidlertid også stille variationsmargin i andre former end kontante midler, f.eks. ved at anvende højkvalitative statsobligationer (et aktiv, som pensionsfondene typisk har mange af) — selv om det omfang, hvori pensionsordningerne anmodes om at stille variationsmargin kontant også i deres bilaterale handler, kan være øget for nylig.

Det skal bemærkes, at rationalet bag EMIR-rammebestemmelserne kan fremme central clearing ved også at gøre bilaterale handler mindre praktiske i tråd med de hermed forbundne risici: Dette og andre lovgivningstiltag forventes sammen med markedskræfterne at ville medføre stigende mængder af centralt clearede derivater med potentielt bedre priser i det clearede segment i forhold til det, der ikke er clearet centralt. Som anført er nogle pensionsfonde allerede begyndt at cleare centralt på et frivilligt og selektivt grundlag.

Det skal bemærkes, at generelt er pensionsordninger mere tilbøjelige til at cleare indirekte som kunder til clearingmedlemmer for derefter at blive direkte clearingmedlemmer til en CCP, hvilket behandles nærmere i de følgende afsnit.

Ovenstående danner baggrunden for de karakteristika, som en potentiel løsning på det centrale clearingproblem bør have: Den bør kunne finde den rette balance mellem målet om finansiel stabilitet og behovet for at være levedygtig for pensionsordningerne med hensyn til omkostninger, så den ikke påvirker pensionsydelserne uforholdsmæssigt, og den bør være tilstrækkelig robust også under stressede markedsforhold.

[11] I forbindelse med dag-til-dag-marginkrav tillader nogle CCP'er, at deltagerne anvender værdipapirer i stedet for kontante midler; marginkrav ved dagens slutning skal imidlertid opfyldes med kontante midler.

3.3 Potentielle løsninger, der er undersøgt indtil nu

Debatten om pensionsordningers centrale clearing har ført til, at forskellige muligheder er blevet undersøgt i årenes løb. En oversigt over nogle potentielle løsninger var indeholdt i den rapport, som Kommissionen fremlagde i henhold til EMIR i 2015 om dette spørgsmål, og hvori det blev konkluderet, at der ikke var udviklet nogen levedygtig teknisk løsning.

De undersøgte løsningsmuligheder har indtil nu fokuseret på, hvordan pensionsordninger kunne stille variationsmarginer over for CCP'er på en sikker og omkostningseffektiv måde. I første fase, som det er beskrevet i kommissionsrapporten af 2015, blev det vurderet, hvorvidt CCP'er kunne acceptere variationsmargin i andre former end kontante midler, f.eks. højkvalitative statsobligationer: Det er imidlertid almindeligt anerkendt, at en sådan mulighed ville være vanskelig at forfølge, fordi det ville kræve, at CCP'er skulle forvalte en portefølje af obligationer, der skal konverteres til kontante midler med de relaterede risici, hvilket kunne forstyrre deres rolle som "pass-through", der opererer med flade regnskaber.

En anden række muligheder er således ved at blive undersøgt, i hvilken forbindelse pensionsordningerne vil kunne konvertere deres obligationer til kontante midler, således at de kan opfylde CCP'ernes marginkrav (omdannelse af sikkerhedsstillelse). Potentielle løsninger, der er undersøgt og udviklet i de senere år af interessenter i branchen, har fokuseret på måder at muliggøre pensionsordningernes effektive omdannelse af sikkerhedsstillelse.

Clearingmedlemmers omdannelse af sikkerhedsstillelse

Clearingmedlemmer, f.eks. banker, kan typisk tilbyde deres kunder, herunder pensionsfonde, omdannelse af sikkerhedsstillelse[12] ved hjælp af genkøbsaftaler. Hovedparten af de pensionsordninger, der engagerer sig i central clearing, gør dette som kunder til clearingmedlemmer og kan fortsætte med dette, selv under obligatorisk clearing. Under en genkøbstransaktion sælger en part et aktiv til en anden part og forpligter sig til at tilbagekøbe aktivet til en aftalt pris på et tidspunkt i fremtiden. Aktivet er typisk en obligation og tjener som sikkerhedsstillelse for at sikre långiveren mod modpartens kreditrisiko. Genkøbsaftaler kan således anvendes som et middel til at konvertere obligationer til kontante midler og stille variationsmarginer med den yderligere fordel, at udbyderen af obligationerne beholder ejerskabet over selve obligationerne og fortsætter med at få afkastet på længere sigt.

Store bankkoncerner er typisk aktive på markedet for genkøbsaftaler. Det er imidlertid blevet fremhævet, at nogle faktorer kan demotivere clearingmedlemmer fra at engagere sig i disse transaktioner. Som mange markedsdeltagere påpeger, gjorde udformningen af gearingsgraden i henhold til Basel III-rammen det mindre praktisk at engagere sig i genkøbsaftaler, fordi sådanne forretninger har lave marginer, udvider bankernes

[12] En sådan ydelse kan også leveres til pensionsfonde af andre banker, som er forskellige fra deres clearingmedlem.

balancer og dermed bidrager til at forhøje gearingsgradens nævner. Som sådan skal bankerne have en større værdi af kernekapital for at opfylde kravet. Lignende betragtninger blev fremsat af Komitéen for det Globale Finansielle System i 2017-analysen af markederne for genkøbsaftaler[13], som pegede på den mulige afvejning mellem lovgivningsmæssige reformer med fokus på størrelsen af bankernes balancer (med det formål at begrænse overdreven gearing) og konsekvenserne, herunder for slutbrugerne, for så vidt angår tilgængeligheden af genkøbsaftaler[14]. Med hensyn hertil har markedet for genkøbsaftaler i EU ikke desto mindre oplevet stigende volumener i de senere år[15], og i henhold til ECB's analyse har der ikke været væsentlige utilsigtede konsekvenser forbundet med de lovgivningsmæssige reformer af reglerne for euroområdebankers levering af genkøbsydelser[16].

Derudover gjorde den måde, hvorpå gearingsgraden oprindeligt blev beregnet, det mindre praktisk for bankerne at levere kundeclearingydelser, fordi marginer stillet af kunder ikke kunne anvendes til at udligne eksponeringens størrelse (hvilket ville indgå i gearingsgradens nævner). I 2019 foreslog Baselkomitéen[17] at indføre ændringer i beregningen af gearingsgraden, således at kundeclearing ikke straffes unødigt. Disse ændringer blev afspejlet i den reviderede kapitalkravsforordning (CRR2), som trådte i kraft i juni sidste år.

En ændring af gearingsgraden blev også indført vedrørende behandlingen af omvendte genkøbstransaktioner. Disse ændringer kan medvirke til at fremme bankernes engagement i kundeclearing og muligvis formidling af genkøbsaftaler og dermed støtte likviditeten på markedet for genkøbsaftaler. Virkningen af sådanne ændringer skal nødvendigvis vurderes.

Desuden er der rejst tvivl med hensyn til genkøbsaftalemarkedernes kapacitet til at efterkomme efterspørgslen efter kontante midler hos alle pensionsordninger, navnlig i stressperioder, som det er beskrevet mere detaljeret nedenfor.

Omdannelse af sikkerhedsstillelse via clearede markeder for genkøbsaftaler

I de senere år har nogle CCP'er udviklet nye modeller for at støtte pensionsordningernes centrale clearing baseret på at forenkle pensionsordningernes adgang til CCP'er og de clearede markeder for genkøbsaftaler; dette kan også omfatte adgang til det clearede OTC-marked. Disse modeller er udviklet i EU af mindst én CCP, og så vidt Kommissionen er orienteret, vil der højst sandsynligt også blive

13 CGFS, "Repo market functioning", 2017.

14 "Et fald i formidlingskapaciteten kan også reducere, i hvilken grad markederne for genkøbsaftaler kan reagere på efterspørgsel under fremtidige stressperioder. En reduktion af genkøbsaftalemarkedets funktion kan skabe gnidninger på kontant- og derivatmarkederne og mindske de finansielle institutioners evne til at omsætte aktiver. Omfanget af de heraf resulterende udgifter til finansiel stabilitet og realøkonomien i stressperioder kan være væsentlig alt i alt, selv om sådanne situationer ikke har vist sig i væsentligt omfang i den seneste tid. Tilpasninger på markedet for genkøbsaftaler kan eventuelt begrænse omkostningerne for nogle slutbrugere, men kunne også medføre nye risici".

15 ICMA, European Repo Market Survey, december 2019.

16 ECB, Financial Stability Review, 2017.

17 Baselkomitéen for Banktilsyn, "Leverage ratio treatment of client cleared derivatives", 2019.

vedtaget lignende modeller af andre CCP'er[18]. Inden for denne ramme har pensionsordningerne et direkte kontraktligt forhold til CCP'en og "støttes" (eller "sponsoreres" på anden måde) af et clearingmedlem (typisk en bank), der fungerer som clearingagent og forenkler pensionsordningernes centrale clearing, f.eks. ved at bidrage til CCP'ens misligholdelsesfond og engagere sig i misligholdelsesforvaltning og andre ydelser (sikkerhedsstillelse osv.).

Disse modeller eliminerer ikke i sig selv behovet for at stille variationsmargin kontant for clearede OTC-derivater, men de giver pensionsordningerne yderligere adgang til markeder for genkøbsaftaler. Sådanne "forenklede" medlemsskabsmodeller ville også sigte mod at afbøde nogle af begrænsningerne ved kundeclearing, f.eks. koncentrationen af kundeclearing i EU på blot nogle få clearingmedlemmer eller spørgsmålet om portabilitet for kundernes positioner i tilfælde af et clearingmedlems misligholdelse. Ud fra bankernes synspunkt bør sådanne modeller vise sig at være mindre krævende med hensyn til kapitalkrav end traditionelle kundeclearingaktiviteter.

Så vidt det er Kommissionen bekendt, har en sådan model udviklet sig over tid med en vis stigende appetit fra markedet, men det er dog indtil videre kun nogle få pensionsordninger — typisk store — der er begyndt at anvende en sådan ydelse. En indlysende årsag kan være den kendsgerning, at det at have et direkte forhold til en CCP kan kræve yderligere operationel og juridisk parathed og investeringer af markedsdeltagerne, både pensionsordninger og clearingmedlemmer. Derudover rapporterede de pensionsfonde, der deltager i Kommissionens interessentgruppe, at sådanne modeller generelt kun er tilgængelige for store pensionsordninger, at kun et mindre antal banker støtter dem i øjeblikket, og at det fortsat indebærer, at pensionsordningerne har tillid til clearingmedlemmernes vilje til at levere de relaterede ydelser.

I henhold til et fælles dokument fra International Swaps and Derivatives Association (ISDA) og Pensions Europe af 2018[19]kigger markedet med interesse på direkte eller "forenklede" medlemsskabsmodeller, fordi de kan være mere interessante for bankerne end de traditionelle kundeclearingforhold. Et fuldt direkte medlemsskab synes at være udfordrende af en række årsager (herunder behovet for at opfylde CCP'ers deltagelseskrav og bidrag til misligholdelsesfonde samt have operationel kapacitet); forenklede adgangsmodeller kan være en måde at komme tættere på dette. I henhold til de pensionsfonde, der deltager i Kommissionens interessentgruppe, vil det stadigvæk være nødvendigt med yderligere forbedringer.

Drøftelser på markedet for genkøbsaftaler

Markedet for genkøbsaftaler betragtes generelt af pensionsordningerne som et nyttigt værktøj til at sikre deres likviditetsbehov, og i drøftelserne i den ekspertgruppe, som

[18] Uden for EU har LCH Ltd (Det Forenede Kongerige), Canadian Derivatives Clearing Corporation (Canada) og DTCC FICC (USA) ifølge Kommissionens oplysninger etableret tilbud på købersiden om clearing af genkøbsaftaler.

[19] Pensions Europes og ISDA's fælles dokument "Potential demand for clearing by EU Pension Funds", 2018.

Kommissionen har nedsat, er det generelt blevet beskrevet som en potentiel del af en samlet løsning på spørgsmålet om variationsmargin.

Der er dog fortsat bekymringer i branchen for så vidt angår kapaciteten på genkøbsaftalemarkederne til at efterkomme den samlede efterspørgsel efter kontante midler, der stammer fra alle de pensionsordninger, der er tvunget til at cleare under stressede markedsforhold, når genkøbsaftalemarkederne højst sandsynligt vil være under pres for at absorbere en stor likviditetsefterspørgsel — ikke kun fra pensionsordninger. Endvidere vil bankerne måske ikke altid være villige til at levere genkøbsaftaler til pensionsordningerne eller i det samme omfang i stressperioder. Som ESMA påpeger, handler en række af disse og andre aspekter også om den samlede kommercielle relation mellem bankerne og deres pensionsordningskunder. Hvis pensionsordningerne ikke er i stand til at anvende markedet for genkøbsaftaler under stressede forhold, vil de måske ikke kunne opfylde CCP'ernes marginkrav og kan eventuelt være kilde til finansielle stabilitetsproblemer på et bredere plan. Med hensyn hertil vil muligheden for at etablere en diversificeret række af likviditetsordninger mellem banker og pensionsordninger kunne vise sig nyttig.

Clearede markeder for genkøbsaftaler bør have en fordel ved at være mere likvide end de bilaterale markeder, idet banker i princippet er mere villige til at handle clearede genkøbsaftaler end bilaterale genkøbsaftaler — ikke mindst fordi de kan nette deres positioner med CCP'erne. Ifølge CGFS (2017) har det i euroområdet kunnet konstateres, at "andelen af handel med genkøbsaftaler via CCP'er er øget i de senere år, hvor den har tegnet sig for 50-60 % af mængderne på genkøbsaftalemarkedet i euroområdet, hvilket skyldes deres attraktivitet i forbindelse med balancestyringen". De tiltag, som nogle CCP'er har iværksat for at gøre det muligt for slutbrugere at deltage direkte på deres clearede platforme for genkøbsaftaler, skal også ses i dette perspektiv. Pensionsordningerne rapporterede, at det clearede marked for genkøbsaftaler kan tilbyde yderligere genkøbsaftalekapacitet i forhold til bilaterale genkøbsaftaler, men også have de begrænsninger, der er nævnt ovenfor.

Et overblik over funktionsmåden af de europæiske markeder for genkøbsaftaler gives af Den Internationale Kapitalmarkedsforening (ICMA), der i sin undersøgelse af markedet for genkøbsaftaler af 2019 skønner markedets samlede størrelse til 8 310 mia. EUR[20]. De undersøgelser af det europæiske marked for genkøbsaftaler, som ICMA foretog i 2018 og 2019, bekræfter, at det europæiske marked for genkøbsaftaler generelt betragtes som velfungerende, og således potentielt kan blive en kanal for omdannelse af sikkerhedsstillelse; markederne for genkøbsaftaler er dog mindre likvide ultimo kvartalet og året på grund af bankernes tendens til at lukke deres genkøbsaftalepositioner ned, når de nærmer sig rapporteringsfristerne. Omfanget af sådanne regelmæssige begrænsninger har været faldende i de senere år og forventes at falde yderligere i fremtiden, også takket være gennemførelsen i EU af Baselkomitéens anbefalinger, der sigter mod at reducere volatiliteten ultimo kvartalet og året.

[20] Baseret på værdien af de genkøbsaftaler og omvendte genkøbsaftaler, der udestår i regnskaberne hos de 58 finansielle institutioner, der deltager i undersøgelsen.

ICMA giver også en analyse[21] af den seneste udvikling på markedet under Covid-19-krisen. Ifølge denne undersøgelse holdt det europæiske marked for genkøbsaftaler sig oppe for størstedelens vedkommende under Covid-19-pandemien, der startede ved udgangen af februar/starten af marts 2020. Aktiviteten på markedet for genkøbsaftaler steg i de første to uger af marts på grund af et stigende antal anmodninger om omdannelse af sikkerhedsstillelse med henblik på at opfylde marginkrav og strømme af finansiering ud af mere risikobehæftede aktiver hen imod aktiver med kort løbetid. Kunderne rapporterede imidlertid, at bankerne næsten ikke forholdt sig til den stigende efterspørgsel efter genkøbsaftaler, og nogle begyndte kun at betjene de største kunder. I undersøgelsen hed det, at "mens der var et stigende behov for at få adgang til markedet for genkøbsaftaler, da krisen toppede, var der ikke en tilsvarende øget evne hos bankerne til at formidle denne adgang. Deltagere på købersiden rapporterede om en øget tillid til markedet for genkøbsaftaler, idet udgående midler var drivkraften bag behovet for at generere kontante midler i forhold til kontantbeholdninger samt opfylde marginkrav i forhold til derivatpositioner, efterhånden som volatiliteten øgedes. Det lader dog til, at bankerne har kæmpet med at holde trit med kundeefterspørgslen. Mange rapporterer om begrænsning af forretninger til de største kunder med ingen kapacitet til nye forretninger. Endvidere rapporterede bankerne, at i lyset af den forhøjede volatilitet var det mere et spørgsmål om øvre grænser for risikovægtede aktiver, der bliver en bindende begrænsning for forretningerne, end det var gearingsgraden, navnlig for ensrettede handelsstrømme (såsom nettolåntagere af kontante midler)."

Angiveligt reducerede centralbankinterventioner sådanne spændinger ved at frigøre bankernes kreditlinjer og tilbageføre frasalget af risikoaktiver.

Markedsudviklingen under Covid-19-krisen er også blevet drøftet inden for rammerne af Kommissionens interessentgruppe. CCP'er rapporterede, at de clearede markeder for genkøbsaftaler fortsat fungerer gnidningsløst under krisen med høje aktivitetsniveauer. Som de husker det, var adgangen ikke begrænset for selskaber på købersiden, der deltager i det clearede marked for genkøbsaftaler. Markedsinfrastrukturens generelle robusthed blev ligeledes fremhævet, også når det handler om marginmodellerne, og bidrager således til forudsigeligheden af marginanmodninger til deltagerne. Pensionsordninger blev rapporteret at lide under den betydelige markedsvolatilitet med store marginkrav fra bilaterale modparter og fra clearingmedlemmer til kunder. De rapporterede, at de kun lige var i stand til at håndtere en sådan situation, men hvis markederne havde klaret sig værre, havde de været i meget alvorlige vanskeligheder. De bekræftede også, at bankerne var tilbageholdende med at gå ind i formidling af genkøbsaftaler, og at de havde vanskeligheder med at få adgang til at cleare medlemsbankers balancer for at få adgang til markederne for genkøbsaftaler. Som en konsekvens heraf mener pensionsordningerne, at markedet for genkøbsaftaler ikke er pålideligt under alle markedsforhold; Pensionsordninger er ofte ekstremt afhængige af

[21] ICMA, "The European repo market and the Covid-19 crisis", april 2020.

bankernes vurdering, og bankerne har begrænsede repolinjer til deres kunder i stressperioder.

I lyset af de vanskeligheder, der opleves på markedet for genkøbsaftaler i stressperioder, har markedsdeltagere ofte gjort opmærksom på behovet for en likviditetsbagstopper fra centralbanken i stressperioder. Ifølge markedsdeltagere kunne denne "bagstopper"-rolle, som centralbankerne skulle spille, være udformet på en sådan måde, at centralbankerne tilvejebringer likviditet til en reguleret enhed, som derefter ville levere den til pensionsordningerne: En sådan enhed kan være banker eller CCP'er. Efter at have modtaget likviditet fra banker eller CCP'er vil pensionsordningerne kunne opfylde kravene om kontant variationsmargin.

Det skal bemærkes, at i betragtning af, at centralbankerne alene har kompetencen til at etablere centralbankfaciliteter og fortolke deres tilsigtede anvendelse, ville enhver løsningsmulighed, der er baseret på en likviditetsmæssig centralbankbagstopper, skulle godkendes og støttes af centralbankerne.

ECB gav sit syn på denne problemstilling. Hvad angår bankerne, er de naturligvis den monetære politiks modparter og har tilladelse til at levere ydelser i forbindelse med omdannelse af sikkerhedsstillelse under hensyntagen til den relevante banklovgivning. Derfor er de i en position til at gå ind i formidling på markedet for genkøbsaftaler, herunder på grundlag af deres brug af centralbankfaciliteter.

Ifølge ECB synes centralbankernes bagstopperrolle imidlertid ikke at være ligetil, eller den kan endog vise sig ikke at være gennemførlig for CCP'er, selv om sidstnævnte har en banklicens: CCP'ers eventuelle omdannelse af sikkerhedsstillelse synes at ligge uden for deres kerneforretning, og det kan derfor give anledning til bekymringer i forhold til risikokonsekvenser. Hvis CCP'er skulle varetage omdannelse af sikkerhedsstillelse på grundlag af deres yderligere banklicens (hvis tilladt), synes de nuværende undtagelser, som de er blevet indrømmet fra visse banktilsynsmæssige krav med den begrundelse, at CCP'er ikke engagerer sig i typiske bankaktiviteter og har en forskellig forretningsmodel, ifølge ECB ikke at være rimelige længere. Derfor ville det være nødvendigt at foretage en yderligere analyse for at sikre den retlige karakter, virkningen af CCP-likviditetsrisikostyring samt overholdelse af lovgivningen i forbindelse med alle sådanne ordninger. De første reaktioner fra enkelte CCP'er har også vist nogen skepsis.

Hvad angår behovet for en potentiel "dedikeret" centralbankbagstopper for pensionsordninger (hvor pensionsordningerne bliver modparter til centralbanker og modtager likviditet fra dem direkte), bidrog ECB til drøftelserne i Kommissionens interessentgruppe ud fra Eurosystemets perspektiv, dvs. der blev fokuseret på eurodenominerede finansieringsbehov hos enheder, der er hjemmehørende i euroområdet. I Eurosystemets kvantitative vurdering blev det skønnet, at likviditetsbehovet hos pensionsordninger i euroområdet vil opfylde variationsmarginen under et stressscenarie baseret på en 1 % ændring i satserne (se også ovenfor). I henhold til de tilgængelige data i Eurosystemet er det i euroområdet de nederlandske

pensionsordninger, der er mest involveret i derivater med 89 % af alle de aftaler om renteswaps, som pensionsfondene har indgået. Eurosystemets analyse fandt, at det faktiske likviditetsbehov hos pensionsordninger i euroområdet i et sådant tilfælde ville være overkommeligt (dvs. under 2 %) i forhold til den samlede størrelse af det europæiske marked for genkøbsaftaler (udledt af det udestående beløb for omvendte genkøbsaftaler), hvilket tyder på, at markedet for genkøbsaftaler i sig selv kunne tilbyde løsninger på de behov, som pensionsordninger i euroområdet har. På grundlag af resultaterne blev det konkluderet, at Eurosystemets pengepolitiske rammer, herunder dets rammer for modparter, er tilstrækkelige til brug for gennemførelse af pengepolitik og ikke berettiger til at etablere en dedikeret likviditetsbagstopper i Eurosystemet for pensionsordninger[22].

4. KONKLUSION

Spørgsmålet om pensionsordningernes centrale clearing har været udestående længe, og under de sidste EMIR-forhandlinger blev det tydeligt, at medlovgiverne i videst muligt omfang søgte at fremme en løsning, som kunne give sådanne aktører adgang til det centrale clearingsystem, der er resultatet af G20-reformerne i 2009, samtidig med at tage hensyn til behovet for at have tilstrækkelige løsninger på plads til at imødekomme bekymringer i en stresset markedssituation.

Lange drøftelser har fundet sted i Kommissionens interessentgruppe, hvor det kom frem, at pensionsordninger allerede er startet med at cleare nogle derivater frivilligt, og det kan konkluderes, at det væsentligste problem, der mangler at blive løst, er spørgsmålet om kontant variationsmargin i perioder med stressede markedsforhold.

Kommissionen har overvåget markedsudviklingen løbende og har fremmet udvekslinger og drøftelser blandt de relevante interessenter for at finde mulige løsninger. I løbet af årene har interessenter i branchen gjort en betydelig indsats. Navnlig da muligheden for at stille variationsmargin i obligationer direkte over for CCP'er i sidste ende blev afvist på grund af kompatibilitetsproblemer med CCP'ernes karakter og forretningsmodel, er andre muligheder blevet undersøgt med henblik på at give pensionsordningerne bedre mulighed for at omdanne sikkerhedsstillelse.

Som skitseret i denne rapport er der i de senere år udviklet forenklede adgangsmodeller med henblik på at undersøge en potentiel reel mulighed for pensionsordningers centrale clearing. Så vidt Kommissionen er orienteret, anvendes en sådan løsning allerede af enkelte pensionsordninger. Kommissionen agter at udforske denne løsningsmodel yderligere med relevante interessenter, herunder dens omkostninger for pensionsordninger. Den kendsgerning, at en CCP anvender en sådan model, synes at være en positiv udvikling også med hensyn til at fremme et større udvalg.

[22] En sådan likviditetsbagstopper i Eurosystemet ville adskille sig fra nødlikviditetsstøtte, som henhører under den nationale centralbanks kompetence.

Det vil sandsynligvis kræve en indsats på en række forskellige fronter for at finde en passende løsning. På den ene side bør nogle aspekter af banklovgivningen vurderes yderligere, herunder hvorvidt de seneste ændringer i beregningen af gearingsgraden har hjulpet. På den anden side bør det vurderes, hvilke muligheder der er for at sikre likviditetsfaciliteter til pensionsordningerne i stressperioder.

Resultaterne af den offentlige høring, der blev iværksat af ESMA, bør give et yderligere indblik i den seneste markedsudvikling og muligvis yderligere kvantitative data, som vil blive undersøgt grundigt. Kommissionen er også forpligtet til at undersøge ethvert hensigtsmæssigt og muligt initiativ med henblik på at tage yderligere skridt hen imod en levedygtig og robust central clearingløsning.

Disse analyser over de kommende måneder vil underbygge Kommissionens afgørelse med hensyn til den centrale clearingundtagelse.