

Bryssel den 23.9.2020
COM(2020) 574 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 pensionssystemers överföring av kontanta och icke-kontanta säkerheter som marginalsäkerheter 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 pensionssystemers överföring av kontanta och icke-kontanta säkerheter som marginalsäkerheter och behovet av eventuella åtgärder för att underlätta dessa lämpliga tekniska lösningar

1. INLEDNING

Genom förordningen om Europas marknadsinfrastrukturer (Emir)¹ infördes i EU 2012 G20-reformerna för over-the-counter (OTC)-derivatkontrakt, och ett tillfälligt undantag från kravet på central clearing beviljades för enheter som förvaltar pensionssystem, med avseende på vissa typer av OTC-derivat².

Enligt förordningen omfattar pensionssystem tjänstepensionsinstitut enligt definitionen i artikel 6 a i direktiv 2003/41/EG, tjänstepensionsverksamheter vid institutioner enligt artikel 3 i nämnda direktiv, tjänstepensionsverksamheter hos försäkringsföretag enligt direktiv 2002/83/EG (under förutsättning att tillgångar och skulder med anknytning till sådan verksamhet är skilda från försäkringsföretagets andra verksamheter) samt andra auktoriserade och övervakade enheter eller arrangemang som bedriver verksamhet på nationell nivå och vars främsta syfte är att tillhandahålla pensionsförmåner.

Det tillfälliga undantaget beviljades med hänsyn till särdragen hos sådana enheters affärsmodeller och de effekter som obligatorisk clearing skulle kunna få på pensioner: enheter som förvaltar pensionssystem, såsom anges i skäl 26 i Emir, ”minimerar i typfallet sitt kontant innehav för att maximera effektiviteten och avkastningen för sina pensionstagare. Att avkräva sådana enheter central clearing av OTC-derivatkontrakt skulle därför leda till att de skulle behöva avyttra en avsevärd del av sina tillgångar i utbyte mot kontanter för att uppfylla centrala motparters gällande marginalsäkerhetskrav”. Att cleara OTC-derivat centralt kräver att det finns tillräckligt med kontanter tillgängliga för att uppfylla centrala motparters marginalsäkerhetskrav. Såsom uppmärksammas i Emir skulle det kunna leda till negativa konsekvenser för pensionärers pensionsinkomster om stora mängder kontanter hölls inne i syfte att uppfylla eventuella marginalsäkerhetskrav.

I en oberoende studie som Europe Economics and Bourse Consult utarbetade för kommissionen 2014 gjordes en uppskattning av den eventuella marginalsäkerhet som pensionsfonder i EU skulle kunna bli tvungna att betala i händelse av en ränteförändring på 1 %. Studien omfattade Storbritannien, men de resultat som inte

¹ Förordning (EU) nr 648/2012.

² Undantaget gäller för OTC-derivatkontrakt som på ett objektiva mätbart sätt minskar investeringsrisker med direkt anknytning till pensionssystemens finansiella solvens eller enheter som etableras för att ersätta medlemmar i sådana system om systemet fallerar, samt för pensionssystem som har svårt att uppfylla marginalsäkerhetskraven (artikel 89 i Emir).

inkluderade Storbritannien visade att en sådan summa skulle uppgå till mellan 106 och 133 miljarder euro och ännu mer i scenarier med större påfrestningar.

Nyligen genomfördes också studier av Eurosystemet³ och Danmarks centralbank⁴. Sådana studier pekar mot att den eventuella marginalsäkerheten hos nederländska och danska pensionsfonder – vilka står för cirka 52 % av europeiska pensionsfonders finansiella tillgångar (exklusive Storbritannien)⁵ – under samma stress-scenarier (ränteförändring på 1 %) skulle ligga på under 53 miljarder euro respektive 106 miljarder danska kronor (eller cirka 14 miljarder euro), alltså något lägre än motsvarande siffror⁶ i den ovannämnda oberoende studien. Baserat på tillgängliga kontobalanser skulle det sammanlagda kontantunderskottet kunna uppgå till 17 miljarder euro för alla pensionsfonder i euroområdet.⁷

Liknande förändringar i räntor, kostnader och risker skulle inte gälla enbart för pensionssystem utan också påverka andra finansiella företag som clearar centralt (t.ex. investeringsfonder, försäkringsbolag), och risker för fallissemang på grund av brist på godtagbara säkerheter kan uppstå också med avseende på bilateral derivathandel, inte bara inom central clearing. Som Esma uppmärksammar i sin första rapport på detta ämne tycks dock pensionssystem vara mer begränsade i sina möjligheter att minimera risker genom flexibla investeringsstrategier, tillgängliga investeringar som matchar deras skulder och tillgång till likviditetskällor, vilket tas upp i följande avsnitt.

Det tillfälliga undantaget var menat att ge nödvändig tid för att hitta en lämplig teknisk lösning som skulle göra det möjligt för pensionssystem att cleara centralt hos centrala motparter, samtidigt som väsentliga negativa effekter på pensionärens inkomster skulle undvikas. Inom ramen för Emir och i enlighet med relevanta tröskelvärden omfattas pensionssystemens OTC-derivatverksamhet redan av kraven på operativ riskreducering och marginalsäkerhet för icke-clearad OTC-handel i enlighet med artikel 11, som började införas successivt 2017⁸: dessa krav syftar till att komma till rätta med riskerna med derivat som inte clearas centralt och samtidigt ge incitament till att cleara centralt. Pensionssystem omfattas också av Emirs rapporteringskrav.

Trots att diskussioner med pensionssystem och andra intressenter bekräftar att pensionssystem vill cleara handel hos centrala motparter, och i vissa fall redan gör det,

³ Europeiska centralbanken, *Financial Stability Review*, maj 2020. Uppskattningar för nederländska pensionsfonder ligger på mellan 36 och 47 miljarder euro. Med tanke på att nederländska pensionsfonder innehar omkring 89 % av pensionsfondernas ränteswappar i euroområdet uppskattas marginalsäkerhetskravet för alla euroområdets pensionsfonder ligga på mellan 40 och 53 miljarder euro.

⁴ Danmarks Nationalbank, *Pension companies will have large liquidity needs if interest rates rise*, november, 2019.

⁵ Enligt räkenskaper för euroområdet i slutet av 2019.

⁶ Motsvarande siffror uppgick till cirka 60 respektive 27 miljarder euro för nederländska och danska pensionsfonder.

⁷ Uppskattningar för nederländska pensionsfonders kontantunderskott ligger på mellan 6 och 15 miljarder euro. Med tanke på att nederländska pensionsfonder innehar omkring 89 % av pensionsfondernas ränteswappar i euroområdet skulle kontantunderskottet för alla euroområdets pensionsfonder kunna uppgå till så mycket som 17 miljarder euro.

⁸ Kommissionens delegerade förordning (EU) 2016/2251.

innebär obligatorisk clearing fortfarande utmaningar. Undantaget från central clearing har därför förlängts under åren som gått, eftersom ingen lämplig teknisk lösning har dykt upp. Emir Refit, som trädde i kraft i juni 2019, förlänger undantaget till juni 2021, med ännu en eventuell förlängning genom kommissionens delegerade akter vid två tillfällen, och högst ett år per tillfälle. Förordningens främsta mål är dock att möjliggöra central clearing för pensionssystem så snart som möjligt, med tanke på att nuvarande lagstiftnings- och marknadsförändringar borde göra det möjligt för marknadsaktörer att utveckla lämpliga lösningar (skäl 30, Emir). Centrala motparter, clearingmedlemmar och pensionssystem ska göra sitt bästa för att bidra till utvecklingen av sådana lösningar.

I artikel 85 i Emir Refit åläggs kommissionen att lägga fram årliga rapporter fram till undantagets slutliga förlängning med en bedömning av ”om lämpliga tekniska lösningar har utvecklats för pensionssystemets överföring av kontanta och icke-kontanta säkerheter som variationssäkerheter och behovet av eventuella åtgärder för att underlätta dessa lämpliga tekniska lösningar”.

I förordningen föreskrivs också att Esma i samarbete med EBA, Eiopa och ESRB ska lämna in årliga rapporter till kommissionen med en bedömning i frågan. Esmas första rapport togs emot av kommissionen i april 2020. Samtidigt med rapporten inledde Esma ett offentligt samråd i syfte att samla in synpunkter från intressenter och lämna in en andra, mer detaljerad rapport till kommissionen senast i december 2020. Esmas detaljerade rapport har därför inte blivit tillgänglig i tid för att inkluderas i denna rapport från kommissionen.

Genom Emir Refit fick kommissionen också mandat att inrätta en expertgrupp med bland annat representanter för de berörda parterna för att övervaka deras insatser och bedöma de framsteg som görs för att utveckla lämpliga tekniska lösningar. Expertgruppen, som tar över arbetet efter sin föregångare (kommissionens högnivågrupp för pensionsfonder), består av representanter för centrala motparter, clearingmedlemmar, pensionssystem, centralbanker och andra berörda parter. Gruppen har sammanträtt två gånger, i oktober 2019 och i april 2020 (via telefonkonferens) och kommer fortsätta att träffas var sjätte månad. Kommissionen fortsätter att bygga sina rapporter till medlagstiftarna på gruppens arbete.

2. RAPPORTENS SYFTE

I och med denna rapport har kommissionen fullgjort sitt åtagande enligt artikel 85 i Emir.

Denna rapport tar vederbörlig hänsyn till Esmas första rapport samt de diskussioner som ägde rum i expertgruppen. Som förklarats kommer resultaten från det offentliga samråd som inleddes av Esma att ingå i kommissionens andra rapport, som kommer att offentliggöras nästa år.

I denna rapport presenteras en analys av de huvudsakliga problem som identifierats av intressenterna med avseende på central clearing för pensionssystem och de lösningar som hittills har övervägts. Pensionssystemens undantag från central clearing gäller som sagt fram till juni 2021. Mot bakgrund av denna tidsfrist syftar denna rapport till att informera Europaparlamentet och rådet om de framsteg som gjorts på detta område, samt till att identifiera de aspekter som kommer att behandlas ytterligare i syfte att främja en genomförbar och hållbar lösning för central clearing.

3. HUVUDFRÅGOR

3.1 Bakgrund om pensionssystemens affärsmodell och användning av derivat

Europeiska pensionssystem, särskilt i vissa medlemsstater såsom Nederländerna och Danmark, deltar aktivt på OTC-derivatmarknaden. De använder sådana derivat för att säkra sina skulder mot en mängd risker, bland annat ränterörlighet och inflationsvolatilitet, och i slutändan för att skydda sig från finansiella solvensrisker. Pensionsfondernas skulder gentemot nuvarande och framtida pensionärer har långa löptider, som måste matchas med långfristiga tillgångar. Sådana tillgångar är vanligtvis stats- och företagsobligationer. Att fullt ut säkra sina skulder med obligationer tycks dock inte vara genomförbart för EU:s pensionssystem, med tanke på den begränsade tillgången till obligationer med lämpliga egenskaper. Dessutom kan derivat innebära en bättre matchning för pensionssystemens skulder, eftersom swappar ofta används för att diskontera sådana skulder i utvärderingssyfte. Såsom rapporterats av Esma skiljer sig situationen för EU:s pensionssystem i detta avseende från situationen för amerikanska pensionsfonder, som för säkringsändamål förlitar sig mer på tillgångar med lång löptid såsom företags- och statsobligationer. Amerikanska pensionsfonders skulder tenderar att ha kortare varaktighet jämfört med EU:s pensionssystem. Deras skulder diskonteras vanligtvis genom avkastning på företagsobligationer med kreditbetyg AA, och USA:s marknad för företagsobligationer är djupare. Som Esma uppmärksammar tycks pensionssystemen därför ha ett strukturellt behov av att delta i OTC-derivathandeln.

Pensionssystemens derivatportfölj är vanligtvis stor, har lång löptid och är enkelriktad, och enligt Esma utgör pensionsbranschens samlade ställning en potentiell systemrisk.

När det gäller typen av derivat är pensionssystemen flitiga användare av långfristiga ränteswappar: enligt DTCC:s (Depositary Trust and Clearing Corporation) Emir-data från 2015 hade cirka 20 % av ränteswapparna med minst en motpart som försäkringsgivare eller pensionsfond i EU en löptid på 30 år, jämfört med medelvärdet globalt på mindre än 10 %⁹. Ränteswappar är den derivattyp som omfattas av clearingskravet enligt Emir. Pensionssystemen handlar med sina derivat bilateralt eller clearar centralt hos centrala motparter, i typfallet som clearingmedlemmars kunder.

Det är värt att notera att pensionssystemen och marknaderna ser olika ut i olika delar av EU. I vissa medlemsstater är pensionssystemen som tillhör den andra pelaren mer

⁹ Europeiska systemrisknämnden, *Occasional Paper Series 11*, 2016.

utvecklade än i andra, och förmånsbestämda pensionsplaner är mer utbredda; i andra länder är modellen som bygger på avgiftsbestämda planer vanligare. De största pensionssystemsmarknaderna i EU finns i Nederländerna, med genomsnittliga tillgångar på 173,3 % i förhållande till BNP, och i Danmark, med genomsnittliga tillgångar på 198,6 % enligt data från slutet av 2018. Irland har också liknande system. I sådana länder är privata pensionssystem viktiga för att tillhandahålla pensionsinkomster till pensionärer.

3.2 Problemet med central clearing för pensionssystem

Det främsta problemet beträffande central clearing för pensionssystem är att clearing hos centrala motparter kräver att marginalsäkerhet ställs i kontanter. Diskussionerna i kommissionens intressentgrupp har visat att detta är problematiskt för pensionssystem vid stressade marknadsförhållanden.

I modellen med central clearing begär centrala motparter marginalsäkerhet av sina deltagare i syfte att kompensera för förändringarna i marknadsvärdet på de derivatpositioner som de förvaltar. På så sätt är centrala motparter alltid skyddade från marknadsförändringar och marknadsaktörer bygger inte upp stora förluster över tid i relation till sin centralt clearade portfölj. Förluster och vinster beräknas av den centrala motparten och utbyts dagligen genom marknadsvärderingsprocessen. Kontanter är det som bäst kan tjäna syftet som marginalsäkerhet, eftersom de minimerar riskerna för värdeförluster och överföringen av dem är slutgiltig. Att ställa marginalsäkerhet i kontanter är också operativt sett mindre komplext samt kompatibelt med metoden för centrala motparters likviditetsriskhantering enligt Emir¹⁰.

Detta innebär att clearingdeltagare måste kunna uppfylla en sådan begäran genom en lämplig mängd kontanter. Om så inte är fallet, och en clearingmedlem inte kan ställa den begärda marginalsäkerheten i tid, förklaras den på obestånd av den centrala motparten, som sedan sätter igång sitt obeståndsförfarande för att göra om räkenskaperna. Dessutom måste marginalsäkerheterna ställas till centrala motparter inom en kort tidsram, vilket ger upphov till ytterligare operativa svårigheter¹¹.

Kontanter har en hög alternativkostnad, eftersom de inte är lika lönsamma som andra tillgångar och inte är lämpliga för att balansera löptiderna hos pensionssystemens skulder, och därmed exponerar dem för obalanser mellan tillgångar och skulder. Att ha stora mängder kontanter i stället för andra tillgångar med högre avkastning skulle leda till minskad räntabilitet för pensionärer och påverka pensionssystemens tillgångsallokering. I själva verket har pensionsfonder sällan stora mängder kontanter, vilket också framgår av OECD:s årliga globala pensionsstatistik.

¹⁰ Kontant marginalsäkerhet ser också till att centrala motparter kan vara säkra på att de värderar sina transaktioner korrekt och är marknadspraxis för clearade swappar, som alla marknadsaktörer på marknaden för clearade swappar följer.

¹¹ Vissa centrala motparter tillåter deltagarna att i stället för kontanter använda säkerheter som intradagsmarginalsäkerheter. Marginalsäkerheter vid dagens slut måste dock ställas i kontanter.

Kontanta marginalsäkerheter i kombination med höjda räntenivåer kan ställa till med svårigheter, särskilt vid stressade marknadsförhållanden när centrala motparters marginalsäkerhetskrav för pensionssystem skulle kunna öka markant.

Höga marginalsäkerhetskrav kan också uppstå i samband med icke-central cleared handel, som pensionssystem för närvarande deltar i. I detta sammanhang kan pensionssystem dock ställa marginalsäkerheter också i andra former än kontanter, t.ex. genom att använda statsobligationer av hög kvalitet (en tillgång som pensionsfonder vanligtvis har mycket av), även om pensionssystem i sin bilaterala handel den senaste tiden i allt högre grad tvingats ställa marginalsäkerheter i kontanter.

Det bör noteras att syftet med Emir-regelverket är att främja central clearing också genom att göra bilateral handel besvärligare, i linje med medföljande risker. Denna och andra förändringar i regelverket i kombination med marknadskrafterna förväntas leda till ökade volymer derivat som clearas centralt, med eventuellt bättre prissättning i det clearade segmentet jämfört med det icke-clearade. Några pensionsfonder har som sagt redan börjat cleara centralt på frivillig och selektiv basis.

Det bör noteras att pensionssystem generellt sätt tenderar att cleara indirekt som kunder till clearingmedlemmar snarare än att bli en central motparts direkta clearingmedlemmar, vilket tas upp i de följande avsnitten.

Det ovannämnda ligger till grund för de egenskaper som en möjlig lösning på problemet med central clearing bör ha: den bör hitta den rätta balansen mellan finansiell stabilitet och lämplighet för pensionssystemen i fråga om kostnad, så att den inte i för hög grad påverkar pensionärernas inkomster, och den bör vara effektiv också under stressade marknadsförhållanden.

3.3 Undersökta lösningar hittills

Debatten om pensionssystemens centrala clearing har under åren lett till att olika lösningar har undersökts. En sammanfattning av möjliga lösningar togs med i den rapport på ämnet som kommissionen lade fram 2015 i enlighet med Emir, med slutsatsen att ingen lämplig teknisk lösning hade utvecklats.

De alternativ som hittills har undersökts har fokuserat på hur pensionssystemen skulle kunna ställa marginalsäkerheter till centrala motparter på ett säkert och kostnadseffektivt sätt. Såsom beskrevs i kommissionens rapport 2015 övervägdes i första hand huruvida centrala motparter skulle kunna acceptera marginalsäkerheter i andra former än kontanter, t.ex. i statsobligationer av hög kvalitet. Det råder dock enighet om att en sådan lösning skulle vara problematisk, eftersom den skulle kräva att centrala motparter förvaltar obligationsportföljer för senare omvandling till kontanter med alla de risker det innebär. Detta skulle kunna leda till en förvrängning av deras funktion som ”pass-through”-verksamhet där in- och utflöden uppväger varandra.

Därför undersöks en andra uppsättning alternativ, vilka skulle göra det möjligt för pensionssystemen att byta sina obligationer mot kontanter i syfte att uppfylla centrala motparters marginalsäkerhetskrav (likviditetsswappar). De möjliga lösningar som har

undersökts och utvecklats av berörda aktörer de senaste åren har fokuserat på olika sätt för pensionssystemen att genomföra effektiva likviditetsswappar.

Clearingmedlemmars likviditetsswappar

Clearingmedlemmar såsom banker kan vanligtvis förse sina kunder, inklusive pensionsfonder, med likviditetsswappar¹² via repor. De flesta pensionssystem som deltar i central clearing gör det i dag som kunder till clearingmedlemmar, och kan komma att fortsätta att göra det på det sättet även om clearing blir obligatorisk. En repa (återköpstransaktion) är en transaktion där en part säljer en tillgång till en annan part och åtar sig att återköpa tillgången till ett överenskommet pris i framtiden. Tillgången är vanligtvis en obligation och fungerar som säkerhet för att försäkra kontantlånggivaren mot motpartskreditrisker. Repor kan därför användas för att omvandla obligationer till kontanter och för att ställa marginalsäkerheter, med den ytterligare fördelen att den som tillhandahåller obligationerna behåller äganderätten över dem och fortsätter att få avkastning på lång sikt.

Stora bankkoncerner är vanligtvis aktiva på repomarknaden. Det finns dock några faktorer som kan avskräcka clearingmedlemmar från att delta i sådana transaktioner. Såsom påpekats av många marknadsaktörer gjorde utformningen av bruttosoliditetsgraden i enlighet med Basel III-reglerna att det blev besvärligare att delta i repor, eftersom sådana transaktioner har små marginaler och expanderar bankers balansräkningar, vilket bidrar till en ökning av kvotens nämnare. Därför behöver banker ha ett större primärkapital för att kunna leva upp till kraven. Liknande överväganden lades fram 2017 i kommittén för det globala finansiella systemets analys av repomarknader¹³, som pekade på den eventuella avvägningen mellan reformer av regelverket som fokuserade på storleken hos bankers balansräkning (med syftet att begränsa risken för en alltför hög skuldsättningsgrad) och konsekvenserna, även för slutanvändarna, i fråga om repornas tillgänglighet¹⁴. I detta avseende har marknadsvolymer för repor i EU ändå ökat de senaste åren¹⁵, och enligt ECB:s analys har de rättsliga reformernas oförutsedda effekter på bankernas tillhandahållande av repotjänster i euroområdet inte varit betydande¹⁶.

Vidare gjorde bruttosoliditetsgradens ursprungliga utformning att det blev svårare för bankerna att erbjuda kunder clearingtjänster, eftersom marginalsäkerheter ställda av kunder inte kunde användas för att balansera exponeringsbeloppet (vilket skulle

¹² Pensionsfonder skulle också kunna erbjudas en sådan tjänst av andra banker än sina clearingmedlemmar.

¹³ Kommittén för det globala finansiella systemet, *Repo market functioning*, 2017.

¹⁴ En försvagad förmedlingskapacitet kan också minska repomarknadernas förmåga att tillgodose efterfrågan under framtida perioder av stress. En sämre repomarknad kan ge upphov till friktion på kontant- och derivatmarknaderna och minska finansinstitutens förmåga att ge tillgångar penningvärde. Konsekvenserna för den finansiella stabiliteten och den reala ekonomin i tider av stress kan totalt sett bli betydande, även om sådana situationer inte har uppkommit i större skala de senaste åren. Repomarknadsanpassningar kan potentiellt minska vissa slutanvändares kostnader men skulle också kunna ge upphov till nya risker.

¹⁵ Internationella kapitalmarknadsorganisationen (ICMA), december 2019, undersökning av den europeiska repomarknaden.

¹⁶ ECB, *Financial Stability Review*, 2017.

påverka kvotens nämnare). År 2019 lade Baselkommittén¹⁷ fram förslag på att ändra sättet att beräkna bruttosoliditetsgraden, för att kundclearingen inte skulle drabbas i onödan. Dessa ändringar kom till uttryck i den reviderade kapitalkravsförordningen (CRR2), som trädde i kraft i juni förra året.

En ändring av bruttosoliditetsgraden infördes också med avseende på behandlingen av omvända repor. Dessa ändringar kan kanske få bankerna att delta i kundclearing och möjligtvis repoförmedling, och därmed också främja likviditeten på repomarknaden. Effekterna av dessa ändringar kommer att behöva utvärderas.

Vidare har det uttryckts oro över repomarknadernas förmåga att tillgodose efterfrågan på kontanter från alla pensionssystem sammantagna, särskilt i tider av stress, vilket behandlas mer i detalj nedan.

Likviditetsswappar genom clearade repomarknader

De senaste åren har några centrala motparter utvecklat nya modeller för att stödja pensionssystemens centrala clearing genom att underlätta deras tillgång till centrala motparter och clearade repomarknader. Detta kan också innebära tillgång till den clearade OTC-marknaden. Dessa modeller har utvecklats i EU av åtminstone en central motpart, och enligt kommissionens kännedom kommer liknande modeller med stor sannolikhet också att börja användas av andra centrala motparter¹⁸. I denna ram har pensionssystemen en direkt avtalsmässig relation med den centrala motparten och ”assisteras” (eller ”sponsras”) av en clearingmedlem (vanligtvis en bank) som agerar clearingagent och underlättar pensionssystemens centrala clearing, t.ex. genom att bidra till den centrala motpartens obeståndsfond och ägna sig åt obeståndshantering och annan verksamhet (likviditetsswappar osv.).

Dessa modeller eliminerar inte i sig behovet av att ställa marginalsäkerheter i kontanter för clearade OTC-derivat, men de ger pensionssystemen ytterligare tillgång till repomarknader. Sådana modeller för ”underlättat medlemskap” skulle också sträva efter att lätta på några av begränsningarna för kundclearing, såsom koncentrationen av kundclearing hos enbart några få clearingmedlemmar i EU eller problemet med att överföra kunders positioner i händelse av en clearingsmedlems obestånd. Från bankers perspektiv skulle sådana modeller visa sig mindre krävande i fråga om kapitalkrav än traditionell kundclearingverksamhet.

Så vitt kommissionen vet har en sådan modell utvecklats med tiden, med ett något ökat intresse från marknaden. Än så länge har dock endast några få pensionssystem – främst större sådana – börjat använda en sådan tjänst. Ett uppenbart skäl till detta kan vara att en direkt relation med en central motpart kan kräva extra operativa och rättsliga åtaganden och investeringar från marknadsaktörerna, både pensionssystem och clearingmedlemmar. Vidare rapporterade de pensionsfonder som deltar i

¹⁷ Baselkommittén för banktillsyn, *Leverage ratio treatment of client cleared derivatives*, 2019.

¹⁸ Utanför EU, baserat på information som är tillgänglig för kommissionen, har LCH Ltd (Storbritannien), Canadian Derivatives Clearing Corporation (Kanada) och DTCC FICC (Förenta staterna) infört tjänster för repoclearing på köpsidan.

kommissionens intressentgrupp att sådana modeller generellt sett endast är tillgängliga för stora pensionssystem, att bara ett fåtal banker för nuvarande stöder dem, och att det fortfarande kräver att pensionssystemen förlitar sig på clearingmedlemmarnas beredvillighet att tillhandahålla relaterade tjänster.

Enligt ett gemensamt dokument från Internationella swaphandlareföreningen (ISDA) och Pensions Europe från 2018¹⁹ ser marknaden med intresse på modellerna för direkt medlemskap eller ”underlättat medlemskap”, också eftersom bankerna möjligtvis anser dem vara intressantare än de traditionella kundclearingrelationerna. Fullvärdigt direkt medlemskap verkar vara problematiskt av ett antal skäl (däribland kravet på att uppfylla centrala motparters deltagandekrav och bidrag till obeståndsfonder, samt kravet på att ha operativ kapacitet); modeller för underlättad tillgång kan vara ett sätt att komma ett steg närmare. Enligt de pensionsfonder som deltar i kommissionens intressentgrupp skulle det fortfarande krävas ytterligare förbättringar.

Om repomarknaden

Repomarknaden anses av pensionssystemen generellt sett vara ett användbart verktyg för deras likviditetsbehov, och i sina diskussioner har kommissionens expertgrupp ofta beskrivit den som en möjlig pusselbit i den övergripande lösningen på problemet med marginalsäkerheter.

Branschen har dock fortfarande betänkligheter vad gäller repomarknadernas förmåga att tillgodose den totala efterfrågan på kontanter på grund av alla pensionssystem som måste cleara under stressade marknadsförhållanden, när repomarknaderna sannolikt kommer att vara pressade att absorbera en stor efterfrågan på likviditet – inte bara från pensionssystemen. Vid finansiell stress kommer dessutom bankerna inte alltid att vilja erbjuda pensionssystemen repor, i alla fall inte i samma grad. Som Esmas påpekar är ett antal av dessa samt andra aspekter också kopplade till de allmänna kommersiella relationerna mellan bankerna och deras kunder från pensionssystemen. Om pensionssystemen inte har möjlighet att använda repomarknaden under tider av stress skulle det kunna leda till att de inte kan uppfylla centrala motparters marginalsäkerhetskrav, och kanske till och med orsaka större problem med den finansiella stabiliteten. I detta avseende skulle möjligheten att införa diversifierade likviditetsarrangemang mellan banker och pensionssystem kunna vara behjälplig.

Clearade repomarknader bör ha den fördelen att vara mer likvida än bilaterala marknader, eftersom banker i regel hellre handlar med clearade repor än med bilaterala repor – inte minst därför att de kan netta sina positioner med den centrala motparten. Enligt kommittén för det globala finansiella systemet (2017) har andelen handelstransaktioner på repomarknaden via centrala motparter ökat de senaste åren och utgör 50–60 % av marknadsvolymen i euroområdet, tack vare den attraktionskraft de besitter när det kommer till balansräkningshanteringen. Centrala motparters insatser för att möjliggöra slutanvändarnas direkta deltagande på plattformar för clearade repor

¹⁹ Pensions Europes och Internationella swaphandlareföreningens (ISDA) gemensamma dokument *Potential demand for clearing by EU Pension Funds*, 2018.

måste också bedömas i ljuset av detta. Pensionssystemen rapporterade att clearade repomarknader kan erbjuda ytterligare repokapacitet i förhållande till bilaterala repor, men att de också har de begränsningar som nämnts ovan.

En översikt över hur de europeiska repomarknadernas fungerar ges av internationella kapitalmarknadsorganisationen, som i sin undersökning av repomarknaden från 2019 uppskattar marknadens totala storlek till 8 310 miljarder euro.²⁰ Internationella kapitalmarknadsorganisationens undersökningar av de europeiska repomarknaderna från 2018 och 2019 bekräftar att den europeiska repomarknaden generellt sett anses fungera bra och därmed potentiellt kan fungera som en kanal för likviditetsswappar. Repomarknaderna är dock mindre likvida vid kvartalsslut och årsslut, eftersom bankerna vanligtvis stänger ner sina repositioner när de närmar sig tidsfristerna för rapportering. Graden av sådana sammandragningar har minskat de senaste åren och förväntas minska ännu mer i framtiden, bland annat tack vare genomförandet i EU av Baselkommitténs rekommendationer, som syftar till att minska volatiliteten vid kvartals- och årsslut.

Internationella kapitalmarknadsorganisationen tillhandahåller också en analys²¹ av marknadsutvecklingen under covid-19-krisen. Enligt denna undersökning stod sig den europeiska repomarknaden som helhet väl under covid-19-pandemin, som började i slutet av februari/början av mars 2020. Aktiviteten på repomarknaden ökade under de första två veckorna i mars på grund av ökade krav på att likviditetsswappar skulle uppfylla marginalsäkerhetskraven och på grund av flöden från mer riskfyllda tillgångar till kortfristiga tillgångar. Kunderna uppgav dock att bankerna hade svårt att klara av den ökade efterfrågan på repor och att några började betjäna endast toppklienter. Enligt undersökningen ökade efterfrågan på tillgång till repomarknaden när krisen var som värst, men bankernas kapacitet att förmedla denna tillgång gjorde det inte. Deltagare på köpsidan rapporterar att beroendet av repomarknaden ökade då utflöden drev på behovet att generera kontanter i utbyte mot värdepapper, samt av att uppfylla marginalsäkerhetskraven för derivatpositioner i takt med att volatiliteten ökade. Det verkar dock som om bankerna inte lyckades hålla jämna steg med efterfrågan från kunderna. Många uppger att möjligheten till handel begränsades till toppklienter, och att det saknades kapacitet för ny handel. Bankerna uppger dessutom att det mot bakgrund av den ökade volatiliteten snarare var begränsningarna på riskvägda tillgångar än bruttosoliditetsgraden som höll tillbaka handeln, särskilt när det gällde enkelriktade handelsflöden (såsom nettolåntagare av kontanter).

Det rapporteras att centralbanksinterventioner lättade sådana spänningar genom att frigöra bankers kreditgränser och låta försäljningarna av risktillgångar gå tillbaka.

Marknadsutvecklingen under covid-19-krisen har även diskuterats i kommissionens intressentgrupp. Centrala motparter rapporterade att clearade repomarknader fortsatte

²⁰ Uppskattningen baseras på det utestående värdet av repoavtal och omvända repoavtal hos de 58 finansinstitut som deltog i undersökningen.

²¹ Internationella kapitalmarknadsorganisationen, *The European repo market and the Covid-19 crisis*, april 2020.

att fungera tillfredsställande och med stor aktivitet under krisen. Enligt dessa begränsades inte tillgången för de bolag på köpsidan som deltog i den clearade repomarknaden. Marknadsinfrastrukturens totala återhämtningsförmåga framhövdes också, även vad gäller marginalsäkerhetsmodellerna, vilket bidrar till förutsägbara marginalsäkerhetskrav för deltagarna. Pensionssystemen uppgav att de hade drabbats hårt av den stora volatiliteten på marknaden, med höga marginalsäkerhetskrav från bilaterala motparter och från clearingmedlemmar till kunder. De uppgav att de med nöd och näppe lyckades hantera en sådan situation, men om situationen hade varit sämre på marknaderna skulle de ha haft mycket stora svårigheter. De bekräftade också att bankerna inte ville ägna sig åt repoförmedling och att de hade svårt att få tillgång till clearingmedlemsbankers balansräkning för tillgång till repomarknader. Därför anser pensionssystemen att de inte kan förlita sig på repomarknaden under alla marknadsförhållanden. Pensionssystemen är ofta starkt beroende av bankerna för sin tillgång till repomarknaden, och bankerna har begränsade repolinor för sina kunder i tider av stress.

Mot bakgrund av problemen med repomarknader i tider av stress har marknadsaktörerna ofta framhållt behovet av en centralbanksledd likviditetssäkerhet i tider av stress. Enligt marknadsaktörerna skulle en sådan säkerhetsroll för centralbanker kunna utformas på så sätt att centralbankerna tillhandahåller likviditet till en reglerad enhet som i sin tur skulle tillhandahålla den till pensionssystemen: en sådan enhet skulle kunna vara en bank eller central motpart. Efter att ha erhållit likviditet från banker eller centrala motparter skulle pensionssystemen kunna uppfylla de kontanta marginalsäkerhetskraven.

Med tanke på att endast centralbanker är behöriga att inrätta centralbanksfaciliteter och tolka dessas avsedda användningsområden bör det noteras att alla alternativ som grundar sig på centralbanksledd likviditetssäkerhet skulle behöva godkännas och stödjas av centralbankerna.

ECB gav sin syn på saken. Vad gäller banker är de naturligtvis penningpolitiska motparter och auktoriserade att tillhandahålla likviditetsswapptjänster i enlighet med de tillämpliga reglerna för bankverksamhet. De är därför i en position att förmedla på repomarknaden, inklusive på grundval av deras användning av centralbanksfaciliteter.

Enligt ECB tycks dock inte centralbankernas säkerhetsroll vara okomplicerad, och kan till och med vara ogenomförbar för centrala motparter, även när dessa har banklicens. Likviditetsswappverksamhet verkar ligga utanför centrala motparters kärnverksamhet, och kan därför leda till betänkligheter i fråga om riskkonsekvenserna. Om centrala motparter börjar ägna sig åt likviditetsswappar på grundval av en ytterligare banklicens (om tillåtet) tycks det enligt ECB dessutom inte längre vara rimligt med de befintliga undantag som beviljats dem utifrån särskilda tillsynskrav för banker på grund av att centrala motparter inte ägnar sig åt vanlig bankverksamhet och har en annan affärsmodell. Det skulle därför behövas ytterligare analys för att fastställa den rättsliga karaktären, effekterna av centrala motparters riskhantering och efterlevnaden av

bestämmelser vad gäller alla sådana arrangemang. De första reaktionerna från vissa centrala motparter tyder också på en viss skepsis.

I debatten i kommissionens intressentgrupp om behovet av en eventuell ”dedikerad” centralbanksledd säkerhet för pensionssystem (där pensionssystem blir motparter till centralbanker och erhåller likviditet direkt från dem) gav ECB sina synpunkter utifrån Eurosystemets perspektiv, dvs. med fokus på de eurodenominerade finansieringsbehoven hos enheter i euroområdet. Eurosystemets kvantitativa bedömning beräknade likviditetsbehovet hos euroområdets pensionssystem för att kunna uppfylla marginalsäkerhetskraven under ett stress-scenario baserat på en ränteförändring på 1 % (se ovan). Enligt Eurosystemets uppgifter är de nederländska pensionssystemen mest involverade i derivat i euroområdet, då 89 % av alla pensionssystemens ränteswappar har ingåtts av dem. Eurosystemets analys visade att de verkliga likviditetsbehoven hos euroområdets pensionssystem under sådana omständigheter skulle vara hanterbara (dvs. under 2 %) i förhållande till den totala europeiska repomarknaden (som fastställs genom det utestående beloppet av omvända repor), vilket tyder på att repomarknaderna själva skulle kunna erbjuda lösningar på pensionssystemens behov i euroområdet. På grundval av resultaten drogs slutsatsen att Eurosystemets penningpolitiska styrsystem, inklusive ramverket för motparter, är lämpligt för att genomföra penningpolitiken och inte motiverar ändringar för att inrätta en särskild likviditetssäkerhet för pensionssystem i Eurosystemet²².

4. SLUTSATS

Frågan om central clearing för pensionssystem har länge diskuterats, och under de senaste Emir-förhandlingarna blev det uppenbart att medlagstiftarna i så hög grad som möjligt ville främja en lösning som gör att sådana aktörer får tillgång till de centrala clearingsystem som utformades genom G20-reformerna 2009, samtidigt som det tas hänsyn till att det krävs lämpliga lösningar för att bemöta farhågor i stressade marknadssituationer.

Långa diskussioner har ägt rum i kommissionens intressentgrupp, där det framkom att pensionssystemen frivilligt redan har börjat cleara vissa derivat, och slutsatsen kan dras att den huvudsakliga fråga som fortfarande behöver lösas är den som rör kontanta marginalsäkerheter vid stressade marknadsförhållanden.

Kommissionen har fortlöpande övervakat marknadsutvecklingen och underlättat informationsutbytet och diskussionerna mellan berörda parter för att hitta möjliga sätt att gå vidare. Under åren som gått har insatser gjorts av berörda aktörer. Sedan möjligheten att ställa marginalsäkerheter i obligationer direkt via centrala motparter till slut avfärdades, på grund av kompatibilitetsproblem i fråga om centrala motparter

²² En sådan Eurosystemfacilitet för likviditetssäkerhet skulle skilja sig från akut likviditetsstöd, som hör till centralbankernas ansvarsområde.

karaktär och affärsmodell, har andra lösningar undersökts i syfte att skapa bättre möjligheter för pensionssystemen att omvandla säkerheter.

Som angetts i denna rapport har det under de senaste åren utvecklats modeller för underlättad tillgång i syfte att undersöka en eventuellt lämplig lösning för att möjliggöra central clearing för pensionssystemen. Så vitt kommissionen vet används redan en sådan lösning av några pensionssystem. Kommissionen avser att tillsammans med berörda parter fortsätta att undersöka denna lösning, inklusive kostnaden för pensionssystemen. Att mer än en central motpart har börjat använda en sådan modell verkar positivt, också när det gäller ökningen av möjliga alternativ.

Att hitta en lämplig lösning kommer sannolikt att kräva arbete på flera fronter. Å ena sidan bör vissa delar av banklagstiftningen utvärderas ytterligare, inklusive huruvida de senaste ändringarna i beräkningarna av bruttosoliditetsgraden har hjälpt. Å andra sidan bör det också övervägas vilka av de olika sätten att säkra likviditetsfaciliteter för pensionssystem i tider av stress som bör utforskas.

Resultaten från Esmas offentliga samråd bör ge större insikt om den senaste marknadsutvecklingen och möjligen ytterligare kvantitativa data, vilka kommer att undersökas noggrant. Kommissionen är också beredd att utforska andra lämpliga och genomförbara initiativ i syfte att ta steget närmare en livskraftig och effektiv lösning på problemet med central clearing.

Dessa analyser kommer under de kommande månaderna att ligga som grund för kommissionens beslut beträffande undantaget från central clearing.