

Høring om ændringsforslag til EMIR forordningen

22.05.2017

Forsikring & Pension takker for muligheden for at give bemærkninger til Kommissionens forslag til revision af Europa-Parlamentet og Rådets forordning vedrørende regulering af OTC-derivater, centrale modparter og centrale handelsdepoter (EMIR-forordningen).

Forsikring & Pension
Philip Heymans Allé 1
2900 Hellerup
Tlf.: 41 91 91 91
Fax: 41 91 91 92
fp@forsikringogpension.dk
www.forsikringogpension.dk

Forsikring & Pension har ikke specifikke bemærkninger til ændringsforslagets artikler, men vil gerne udtrykke branchens position i forhold til EMIR-forordningens indvirkning på markedsudviklingen herunder særligt bestemmelserne vedr. konstant marginafregning og pensionssselskabernes undtagelse fra clearingsforpligtelsen.

Henrik Munck
Chefkonsulent
Dir. 41919073
hmu@forsikringogpension.dk

Sammenfatning

Det er Forsikring & Pensions opfattelse, at EMIR-reguleringen i kombination med den generelle udvikling i markedet for clearede og ikke-clearede OTC-derivater medfører betydelig systemisk risiko for, at det i situationer, hvor de finansielle markeder er stressede, kan vise sig vanskeligt eller umuligt for pensionssselskaber at skaffe fornøden likviditet til afregning af variationsmargin. Denne systemiske risiko bør afhjælpes.

Sagsnr. GES-2017-00002
DokID 340505

Derudover indebærer udviklingen på markedet for OTC-derivater en betydelig risiko for, at enkelte, meget store clearinghuse (CCP'er) vil spille en uforholdsmæssig stor rolle i clearing af derivater og dermed både udgøre en koncentrationsrisiko og blokere for konkurrencen på markedet.

Forsikring & Pension vil derfor pege på tre væsentlige forhold, som bør sikres med den reviderede EMIR-forordning:

1. Det bør sikres, at repo-markederne til enhver tid kan benyttes af pensionssselskaber til at skaffe likviditet. Pensionssselskaber benytter repo-markederne til at skaffe likviditet til margin-afregning, og det er afgørende, at markederne til enhver tid fungerer smidigt og effektivt, også i perioder med uro på de finansielle markeder. Centralbankerne bør inddrages til sikring af dette, således at der altid kan stilles priser i repo-markedet.

2. High Quality Liquid Assets som variationsmargin. Det skal sikres, at CCP'erne lever op til den forpligtelse, de har påtaget sig til at udvikle faciliteter, så variationsmargin kan afregnes i andre aktiver end kontanter, sådan som det tidligere har været praksis for ikke-clearede OTC derivater.
3. En permanent undtagelse for pensionssektoren i kombination med 1 og 2. Kun en permanent undtagelse kan medvirke til at nedbringe den betydelig koncentrationsrisiko på enkelte meget store clearing-huse, EMIR-reguleringen i kombination med markedsudviklingen er ved at føre til. Den nyligt implementerede regulering af ikke-clearede derivater understøtter en generel undtagelse for pensionssektoren. Det skyldes, at større porteføljer af derivater med reguleringen vil blive underlagt et krav om yderligere sikkerhedsstillelse i form af initialmargin, hvorved det i tilstrækkelig grad sikres, at enkelte eller flere virksomheder ikke kommer til at udgøre en væsentlig risiko.

EMIR er et fremskridt for OTC-derivat-markederne

Den danske pensionsbranche er afhængig af velfungerende derivatmarkeder. Derivater spiller en central rolle i pensionssektorens styring af risici og dermed for sikringen af nuværende og fremtidige pensionsmodtagere.

Derfor er den danske pensionsbranche positivt indstillet over for den regulering af OTC-derivatmarkederne, som EMIR-reguleringen udgør, ligesom branchen overordnet er positivt indstillet over for de ændringer til reguleringen, som EU-Kommissionen har lagt frem. Reguleringen sikrer en transparens, som i sig selv kan bidrage til at øge sikkerheden for markedsdeltagerne. Det er ligeledes positivt, at rammerne for handel med OTC-derivater bliver mere ensartede og, at reguleringen omfatter såvel clearede som ikke-clearede derivater.

Markedsudviklingen

Den danske pensionsbranche ser en uheldig udvikling i derivatmarkedet, som hverken den hidtidige eller det nye forslag til regulering tager højde for. Det kan opsummeres til følgende punkter.

- På markedet for clearede derivater accepterer CCP'er alene kontant afregning af variationsmargin.

På markedet for ikke-clearede derivater stiller modparter i stigende omfang krav om kontant afregning af variationsmargin.

- Udbuddet af centrale clearingpartnere (CCP) er på europæisk niveau begrænset til to. Den begrænsede konkurrence på CCP-niveau har medført, at der ikke er et naturligt incitament for CCP'erne til sikre hensigtsmæssige vilkår for markedsdeltagerne. Det bemærkes i øvrigt, at en betydelig andel af den samlede clearede volumen (mere end 95 pct.) clears via én CCP (LCH) baseret i London. I lyset af Brexit er de fremtidige vilkår for clearing via LCH uklare.
- Konkurrencen på udbudssiden er aftagende, idet en række internationale banker har valgt ikke længere at foretage market making på OTC-derivater. Det påvirker konkurrencen både på markedet for clearede og ikke-clearede derivater.

Derudover skal det bemærkes, at handelsomkostningerne på OTC-derivatmarkedet er øget markant, hvilket er til ulempe for pensionskunderne. For ikke-clearede handler skyldes de øgede omkostninger primært, at likviditeten er dårligere end i de clearede handler samtidigt med, at bankernes kapitalkrav er væsentligt større ved ikke-clearede handler. For clearede handler skyldes omkostningsforøgelsen, at der ud over handelsomkostninger sker en betaling til clearingbrokieren, der fastsættes som en andel af initialmargin. Pensionselskaber benytter typisk derivatmarkedet til strategiske handler, og derfor går selskabets handler derfor typisk strukturelt én vej. Som følge heraf bliver den samlede initialmargin ganske stor, hvilket driver omkostningen op.

Adgang til af skaffe likviditet via repo-markederne

Før EMIR-reguleringens ikrafttræden udvekslede modparter i en OTC-derivathandel daglig variationsmargin på grundlag af såkaldte kollateral-aftaler. Praksis var, at parterne ved marginafregning foruden kontanter kunne benytte likvide værdipapirer af høj kvalitet – High Quality and Liquid Assets (HQLA).

EMIR-reguleringen giver mulighed for, at parterne i clearede såvel som ikke-clearede OTC-derivathandler aftaler, hvilke aktivtyper der kan anvendes til afregning af variationsmargin. I praksis oplever pensionsbranchen imidlertid stigende krav om, at variationsmargin skal afregnes i kontanter. Det gælder clearede handler, hvor CCP'erne kun accepterer kontanter, og hvor clearing brokieren derfor overvælter dette krav på klienten. Og det gælder ikke-clearede handler, hvor de pengeinstitutter, der optræder som pensionselskabernes modparter, presser kraftigt på for kun at få afregning i kontanter. Nye kapitalkrav til pengeinstitutter synes at være en væsentlig faktor bag dette.

Det var en præmis for vedtagelsen af EMIR-reguleringen, at CCP'erne skulle udvikle en model/infrastruktur, der skulle muliggøre afregning af variationsmargin i form af HQLA.

Det er ikke sket, tværtimod.

Konsekvensen af markedsudviklingen er, at pensionsbranchen er nødt til at have større beholdninger af kontanter for til enhver tid at være sikre på at kunne afregne variationsmargin. Og der er tale om væsentlige beløb – danske pensionselskabers afregning af variationsmargin udgjorde i 2015 *netto* i størrelsesordenen 56 mia. Dkk¹. Beløbet dækker over væsentligt større bruttoafregninger.

At holde kontanter i et omfang, der sikrer, at der løbende kan afregnes variationsmargin, er ikke foreneligt med pensionselskabers forpligtelse til at investere deres midler i kundernes bedste interesse. Pensionselskaberne skal investere langsigtet i obligationer, noterede og unoterede aktier, fast ejendom, infrastrukturprojekter, grøn omstilling mv., så der sikres et attraktivt risikojusteret afkast. Beholdningen af kontanter, som i bedste fald giver et yderst begrænset og i værste fald et negativt afkast, skal derimod holdes på det mindst mulige niveau.

¹ Livsforsikringselskabers og tværgående pensionskassers samlede kursregulering af derivater, jf. regnskabsoplysninger hentet på ftnet.dk. Beløbet omfatter både OTC-derivater og derivater handlet på regulerede markeder, som ikke er omfattet af EMIR-reguleringen. Til sammenligning var det samlede investeringsafkast før PAL ca. 68 mia. Dkk i 2015.

Der bliver færre midler til investering i erhvervslivet, i infrastrukturprojekter, grøn omstilling mv., når pensionselskaber er nødsaget til at have større kontantbeholdninger for at sikre, at de kan afregne variationsmargin.

Når de finansielle markeder er præget af "normale" forhold, hvor kursudsvingene er begrænsede, og der generelt er tillid blandt markedsdeltagerne, kan pensionselskaberne benytte repo-markedet til at fremskaffe kontanter til afregning af variationsmargin. Men antallet af prisstillere og likviditeten i repo-markedet er begrænset. Derfor er repo-markedet ikke til enhver tid hensigtsmæssigt til fremskaffelse af kontanter til marginafregning.

Dertil kommer, at uro på finansmarkederne med store udsving i renterne og reduceret tillid blandt aktørerne i markedet på kort tid reelt kan gøre repo-markedet uanvendeligt. Dels bliver prissætningen vanskeligere, og (endnu) færre markedsdeltagere vil stille priser. Og dels øges modpartsrisikoen, hvilket ligeledes vil gøre bankerne tilbageholdende i forhold til at tage del i repo-forretninger blandt andet pga. balanceeffekter.

I en sådan situation kan pensionselskabers og andres adgang til hurtigt og effektivt at skaffe kontanter via repo-markedet blive stærkt forringet og muligvis forsvinde helt og meget hurtigt.

Det skal i den sammenhæng tages i betragtning, at med EMIR sættes der ganske korte tidsfrister for afregning af variationsmargin – både for clearede og ikke-clearede handler. Margin-kald, beregnes normalt i løbet af aftenen/natten mellem tidspunkt T og T+1 og sendes til selskabet om morgenen T+1. Selskabet vil herefter forventes at skulle stille variationsmargin inden for dagen. For at det kan lade sig gøre, skal repo-forretninger til fremskaffelse af kontanter typisk være på plads inden middag T+1, og vil være afhængig af afviklingsmulighederne i de underliggende værdipapircentraler, f.eks. VP.

I en situation, hvor markederne er stressede, og repo-markedet ikke fungerer optimalt, er der derfor betydelig risiko for, at selskaber alene på grund af markedsforholdene kan komme til at misligholde marginforpligtelser.

Konsekvenserne af en misligholdelse er alvorlige. Misligholdelse af margin-krav på f.eks. clearede derivater vil normalt give modparten (clearing brokeren) ret til at nedlukke den clearede portefølje, hvilket i sig selv kan påføre selskabet et betydeligt tab og forøge selskabets nu ikke-afdækkede risiko. Men da clearede og ikke-clearede derivater typisk er dokumenteret under den samme aftale, vil misligholdelse af den clearede portefølje ofte medføre, at også den ikke-clearede portefølje vil kunne termineres og omvendt, ligesom det også ofte vil være aftalt, at misligholdelse "krydser over" til andre handelsaftaler f.eks. repo-aftaler (cross-default). Konsekvensen af manglende margin-indbetaling kan således resultere i en uhenigtsmæssig nedlukning af den samlede aftaleportefølje mellem det enkelte selskab og dennes handelsmodpart og clearing broker. Dette uanset at selskabet har masser af aktiver, blot i andre valutaer eller værdipapirer end dem, der er behov for i det clearede miljø.

Så længe der ikke er adgang til at overføre margin i andet end kontanter, indebærer EMIR-setup'et således – både under normale og i særdeleshed under stressede markedsforhold - en betydelig systemisk risiko for, at pensionselskaber ikke

kan fremskaffe fornøden likviditet og dermed ikke kan afregne den krævede margin.

Forsikring & Pension

Sagsnr. GES-2017-00002

DokID 340505

EMIR-reguleringen fokuserer primært på at begrænse de systemiske *kredit*-risici, der er forbundet med, at institutter handler derivater med hinanden uden tilstrækkelig øje for, hvilken modpartsrisiko de påtager sig. Og disse risici tager EMIR-reguleringen hånd om. Men desværre indebærer reguleringen og markedsudviklingen, at der i stedet er ved at opstå en ganske betydelig systemisk *likviditets*-risiko, som – næste gang likviditetsmarkederne fryser til – kan resultere i betydelige udfordringer, uagtet at alle aktører i derivatmarkederne har overholdt de formelle krav i EMIR.

Der kan også være risici forbundet med at modtage store kontantbeløb som afregning af variationsmargin. Under normale omstændigheder kan pensionselskaber lade de modtagne marginbetalinger stå kontant i en bank og hurtigst muligt investere sådanne beløb. I situationer med øget markedsvolatilitet kan de marginbeløb, pensionselskaberne modtager, også blive øget betydeligt. Det kan føre til uventede store indeståender i enkelt-banker, hvilket igen kan medføre konflikter i forhold til det enkelte selskabs interne retningslinjer for modparts- og koncentrationsrisiko, som er fastsat for at begrænse pensionskundernes risiko for at lide tab. I den sammenhæng bemærkes det særligt, at kontantindskud i bankerne ikke vil blive segregeret ud i forbindelse med en indskudsbanks eventuelle konkurs, hvorimod dette vil være tilfældet med værdipapirer indsat på depot.

Markedsudviklingen for clearing af OTC-derivater er således i færd med at øge, og ikke mindske, risikoen for det finansielle system. I en usædvanligt stresset markedssituation vil der således kunne opstå usikkerhed om pensionselskabernes muligheder for at overholde de daglige stramme deadlines, der er forudsætningen for, at en CCP kan honorere sine forpligtelser. Konsekvenserne af, at et i øvrigt sundt pensionselskab ikke har mulighed for at overholde frister for levering af margin kan være særdeles vidtrækkende, og i en krisesituation vil mange selskaber være berørt samtidigt.

Problemstillingen berører ikke kun de enkelte pensionselskaber eller pensionssektoren som helhed. I et stresset marked vil de afledte konsekvenser af ovenstående kunne medføre, at der vil blive sat spørgsmålstejn ved CCP'ernes kreditværdighed og dermed potentielt skabe behov for offentlige garantier for at genoprette denne, hvilket EMIR lovgivningen har til hensigt at undgå.

Den væsentligste udfordring ved clearing er, at variationsmargin alene udveksles i form af kontanter. Det skaber et dagligt pres på pensionselskaberne for at have et stort likviditetsberedskab, og gør sektoren afhængig af, at repomarkedet fungerer tilfredsstillende, også i krisesituationer.

Hvad angår fremskaffelse af kontanter til afregning af variationsmargin, kan repomarkedet under normale omstændigheder benyttes. Men for også at sikre, at pensionselskaberne har adgang til kontanter til marginafregning i situationer med uro og stress på de finansielle markeder, bør der ske en inddragelse af centralbanker, således at markedsdeltagerne kan være betryggede i, at der ikke kan opstå situationer, hvor repo-markedets funktion og dermed muligheden for at fremskaffe kontanter svigter.

På samme måde bør centralbankerne inddrages for at sikre pensionsselskaberne adgang til at deponere større kontantbeløb på konti i centralbanker, der modtages i form af variationsmargin.

Forsikring & Pension

Sagsnr. GES-2017-00002

DokID 340505

Anvendelse af HQLA som variationsmargin ved CCP clearing

For at clearing skal fungere betryggende bør det også sikres, at CCP'erne lever op til den forpligtelse, de har påtaget sig til at udvikle faciliteter, så variationsmargin kan afregnes i andre aktiver end kontanter. Udfordringen er dog, om der kan opstilles en sådan model, der ikke samtidig svækker CCP'ernes stærke kreditværdighed, der er helt afgørende for tilliden til det finansielle system.

Forudsat, at der kan implementeres en model, hvor CCP'erne kan acceptere HQLA som alternativ til kontanter, og som samtidig ikke kan føre til en svækkelse af CCP'ernes kreditværdighed, vil det være realistisk, at pensionsselskaberne altid kan overholde deres kortsigtede forpligtelser.

Der er imidlertid en række udfordringer, som det er vigtigt at være opmærksom på, og som det for at sikre tilliden til systemet er afgørende at få håndteret.

For det første er CCP'ernes egne midler begrænsede, og deres forretningsmodel beror på samtidighed ved udveksling af variationsmargin, idet de kun kan *udbetale* variationsmargin, såfremt de har *modtaget* variationsmargin. Systemet kan derfor blive sårbart, hvis der opstår afviklingsrisiko ved HQLA, som bevirker, at CCP'erne ikke modtager sikkerhederne rettidigt.

For det andet spiller haircut på HQLA en vigtigt rolle. Værdien af HQLA kan – i modsætning til kontanter – ændre sig over dagen, og der vil derfor være behov for at arbejde med et haircut, så der er sikkerhed for, at den modpart, som har en fordring, er lige så godt stillet ved modtagelse af HQLA som ved modtagelse af kontanter. Imidlertid kan anvendelsen af haircut introducere en modpartsrisiko for CCP'en. Det skyldes, at den aktuelle værdi af sikkerheden er højere end værdien af det skyldige beløb, der skal udbetales til clearing brokieren.

Derudover skal der for pensionsselskaber være tilstrækkelig sikkerhed for, at værdien af HQLA modsvarer værdien af det tilgodehavende beløb. Med HQLA kan der i princippet opbygges meget store balancer mellem pensionsselskaber og CCP'en, der ikke dagligt er clearret ud mod kontanter. Det betyder, at pensionsselskaberne er sårbare over for CCP'ernes haircut-politik (og ændringer af denne) og gør det i princippet også vanskeligere at flytte udestående handler til et andet CCP, hvis der opstår utryghed over for en CCP's kreditværdighed eller, hvis et pensionsselskab er utilfreds med den pågældende CCP's prispolitik/serviceniveau

En CCP's konkurs vil – om end dette burde være usandsynligt – påføre et pensionsselskab en risiko svarende til den variationsmargin, der er akkumuleret i derivatkontraktens levetid.

² Ofte benyttes udtrykket "haircut" om tab i forbindelse med nedskrivning af en debtors obligationsbaserede gæld. I relation til HQLA-baseret margin betyder haircut, at når værdipapirer stilles til sikkerhed for margin, kan værdien af værdipapirerne i sikkerhedsmæssig sammenhæng ikke udgøre den fulde kursværdi, men en andel heraf. Forskellen mellem den fulde kursværdi og den værdi, papirerne kan indgå med som sikkerhed, betegnes et haircut.

For at sikre, at en model med udveksling af værdipapirer ikke fører til nye utilsigtede risici, men derimod reelt bidrager til at reducere risiciene i derivatmarkedet og dermed sikre langsigtet stabilitet, er det derfor vigtigt, at alle relevante parter inddrages i tilrettelæggelsen af en model. Med den nuværende stærkt begrænsede konkurrencesituation, har CCP'erne ikke incitament til dette.

En permanent undtagelse for pensionssektoren

EMIR-reguleringen har fra sin udfangelse taget udgangspunkt i, at CCP'erne af sig selv ville etablere faciliteter, der kunne sikre, at variationsmargin kan afregnes ved overførsel af værdipapirer. Men det har også været forudsat, at CCP'erne ikke ville have en sådan facilitet på plads fra "day one". Og det har hele tiden været erkendt, at fraværet af en sådan facilitet ville udgøre et problem for pensionselskaber, fordi pensionselskaber ikke hensigtsmæssigt skal holde store mængder kontanter.

Reguleringen indeholder derfor som bekendt adgang til midlertidigt at undtage pensionselskaber fra kravet om central clearing.

Den nugældende undtagelse er, givet sin midlertidige natur, ikke en løsning, heller ikke selvom denne foreslås yderligere forlænget med det nye ændringsforslag til forordningen. Det skyldes, at markedet i stigende grad indretter sig på central clearing, og vilkårene for ikke-clearede handler tilnærmes mere og mere til vilkårene for de clearede. Dertil kommer, at der bliver færre pengeinstitutter, der som modparter vil indgå ikke-clearede handler. Og samtidig er den begrænsede konkurrence kombineret med bankernes øgede kapitalkrav medvirkende til at øge handelsomkostningerne for ikke clearede derivater signifikant.

Markedet tager således reelt ikke højde for pensionsundtagelsen, idet det er opfattelsen, at undtagelsen vil være væk "lige om lidt".

Pensionsundtagelsen kan derfor med fordel gøres permanent, ikke som en enkeltstående foranstaltning, men **som supplement** til, at adgangen til likviditet via repo-markedet sikres og, at en robust model for HQLA-baseret marginafregning implementeres.

En permanent undtagelse fra kravet om central clearing for pensionssektoren vil **i kombination med** de to andre tiltag give pensionssektoren en nødvendig fleksibilitet til at kunne indgå transaktioner, hvor det anses for økonomisk mest hensigtsmæssigt og dermed til størst mulig fordel for pensionskunderne. Det vil det, fordi en permanent undtagelse kan give markedsdeltagere incitament til at opretholde et selvstændigt marked for ikke-clearede handler, hvilket vil skabe øget udbud og konkurrence.

En permanent undtagelse kan således også medvirke til at undgå en betydelig koncentrationsrisiko på enkelte meget store clearing-huse.

Vi skal i den sammenhæng pege på, at den nyligt implementerede regulering af ikke-clearede derivater understøtter en generel undtagelse for pensionssektoren. Det skyldes, at større porteføljer af derivater efter den nye regulering vil blive underlagt krav om yderligere sikkerhedsstillelse i form af initialmargin, hvorved det i tilstrækkelig grad sikres, at der ikke opbygges betydelig modpartsrisici mod enkelte eller flere virksomheder.