

Brussel, 23.9.2020
COM(2020) 574 final

**VERSLAG VAN DE COMMISSIE AAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE
RAAD**

op grond van artikel 85, lid 2, van Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters, zoals gewijzigd bij Verordening (EU) nr. 2019/834, waarbij wordt beoordeeld of er haalbare technische oplossingen zijn ontwikkeld voor het overdragen door pensioenregelingen van contanten en andere zekerheden dan contanten als variatiemarges en of er behoefte is aan maatregelen om die haalbare technische oplossingen te faciliteren

VERSLAG VAN DE COMMISSIE AAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD

op grond van artikel 85, lid 2, van Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters, zoals gewijzigd bij Verordening (EU) nr. 2019/834, waarbij wordt beoordeeld of er haalbare technische oplossingen zijn ontwikkeld voor het overdragen door pensioenregelingen van contanten en andere zekerheden dan contanten als variatiemarges en of er behoefte is aan maatregelen om die haalbare technische oplossingen te faciliteren

1. INLEIDING

De verordening Europese marktinfrastructuur (EMIR-verordening)¹, waarmee in 2012 de G20-hervormingen inzake over-the-counter (otc)-derivatencontracten in de EU zijn ingevoerd, verleende een tijdelijke vrijstelling van de centrale clearingverplichting aan entiteiten die pensioenregelingen uitvoeren, met betrekking tot bepaalde soorten otc-derivaten².

Krachtens de verordening omvatten pensioenregelingen instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening (IBPV's) zoals gedefinieerd in artikel 6, onder a), van Richtlijn 2003/41/EG, de werkzaamheden op het gebied van bedrijfspensioenvoorziening van instellingen in de zin van artikel 3 van die richtlijn, de bedrijfspensioenvoorziening van verzekeringsondernemingen die onder Richtlijn 2002/83/EG vallen (op voorwaarde dat de met een dergelijke werkzaamheid samenhangende activa en passiva gescheiden zijn van de andere werkzaamheden van de verzekeringsonderneming), alsook elke andere vergunninghoudende en onder toezicht staande entiteit of regeling die op nationale basis functioneert en hoofdzakelijk ten doel heeft in pensioenuitkeringen te voorzien.

De tijdelijke vrijstelling werd verleend om rekening te houden met de specifieke kenmerken van het bedrijfsmodel van dergelijke entiteiten en de gevolgen die verplichte clearing kan hebben voor pensioenen: zoals gememoreerd in overweging 26 van de EMIR-verordening, zijn entiteiten die pensioenregelingen uitvoeren “bij uitstek geneigd zo weinig mogelijk tegoeden in liquide middelen aan te houden, teneinde de efficiëntie en het rendement voor hun verzekeringsnemers te optimaliseren. Deze entiteiten tot het centraal clearen van otc-derivatencontracten verplichten, zou er derhalve toe leiden dat zij, teneinde aan de vigerende marginvereisten van de CTP's te voldoen, een aanzienlijk punt van hun tegoeden in liquide middelen zouden moeten aanhouden”. Voor het centraal clearen van otc-derivaten zijn voldoende liquide

¹ Verordening (EU) nr. 648/2012.

² De vrijstelling heeft betrekking op otc-derivatencontracten waarvan objectief kan worden gemeten dat zij de beleggingsrisico's beperken die rechtstreeks verband houden met de financiële solvabiliteit van pensioenregelingen en met entiteiten die zijn opgericht om leden van een pensioenregeling te compenseren in het geval van wanbetaling, en pensioenregelingen die problemen ondervinden om aan de vereisten inzake de variatiemarge te voldoen (artikel 89 EMIR).

middelen nodig om aan de marginvereisten van de centrale tegenpartijen (CTP's) te voldoen. Zoals in het EMIR-kader wordt erkend, kan het aanhouden van grote hoeveelheden liquide middelen om te voldoen aan potentiële variaties van margin calls een negatief effect hebben op het pensioeninkomen van gepensioneerden.

In een onafhankelijk onderzoek dat door Europe Economics en Bourse Consult in 2014 aan de Commissie is verstrekt, wordt geschat welke variatiemarge de EU-pensioenfondsen mogelijk moeten betalen in het geval van een renteverschuiving van 1 %. Hoewel het Verenigd Koninkrijk nog in het onderzoek was opgenomen, bleek uit de resultaten zonder het Verenigd Koninkrijk dat een dergelijk bedrag tussen 106 en 133 miljard euro zou liggen, wat in zwaardere stressscenario's nog verder zou toenemen.

Meer recent zijn verdere onderzoeken uitgevoerd door het Eurosysteem³ en de Deense centrale bank⁴. Uit die onderzoeken blijkt dat de potentiële variatiemarge van Nederlandse en Deense pensioenfondsen – die ongeveer 52 % van de financiële activa van de EU-pensioenfondsen (exclusief het Verenigd Koninkrijk)⁵ vertegenwoordigen – in hetzelfde stressscenario (1 % renteverschuiving) respectievelijk minder dan 53 miljard euro en 106 miljard DKK (of ongeveer 14 miljard euro) zou bedragen, wat dus iets lager ligt dan de overeenkomstige cijfers⁶ van het bovengenoemde onafhankelijke onderzoek. Op basis van de beschikbare kasmiddelen zou het totale kastekort oplopen tot 17 miljard euro voor alle pensioenfondsen in de eurozone.⁷

Soortgelijke verschuivingen in rente, kosten en risico's zouden niet alleen specifiek zijn voor pensioenregelingen, maar zouden eveneens gevolgen hebben voor andere financiële ondernemingen die ook centraal clearen (bv. beleggingsfondsen, verzekeringsmaatschappijen), en er kunnen ook risico's van wanbetaling optreden bij gebrek aan toelaatbare zekerheden in het geval van bilaterale derivatenhandel, niet alleen op het gebied van centrale clearing. Zoals ESMA in haar eerste verslag over dit onderwerp erkent, lijken pensioenregelingen echter beperkter in hun vermogen om deze risico's in te perken door middel van flexibiliteit in de beleggingsstrategieën, beschikbaarheid van beleggingen die overeenstemmen met hun verplichtingen, en toegang tot bronnen van liquiditeit, zoals in de volgende hoofdstukken wordt besproken.

³ Europese Centrale Bank, Financial Stability Review, mei 2020. De schattingen voor Nederlandse pensioenfondsen liggen tussen 36 en 47 miljard euro; aangezien Nederlandse pensioenfondsen ongeveer 89 % van de renteswaps van de pensioenfondsen in de eurozone aanhouden, wordt de margin call op alle pensioenfondsen in de eurozone geraamd op 40-53 miljard euro.

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

⁵ Volgens de rekeningen van de eurozone eind 2019.

⁶ De overeenkomstige cijfers bedroegen ongeveer 60 en 27 miljard euro voor respectievelijk de Nederlandse en Deense pensioenfondsen.

⁷ Schattingen voor het kastekort van Nederlandse pensioenfondsen liggen tussen 6 en 15 miljard euro. Aangezien Nederlandse pensioenfondsen ongeveer 89 % van de renteswaps van de pensioenfondsen in de eurozone aanhouden, kan het kastekort voor alle pensioenfondsen in de eurozone oplopen tot 17 miljard euro.

De tijdelijke vrijstelling was bedoeld om de tijd te geven die nodig was om een passende technische oplossing te vinden, waardoor pensioenregelingen centraal bij CTP's kunnen clearen terwijl wezenlijk nadelige gevolgen voor het inkomen van gepensioneerden worden vermeden. Binnen het EMIR-kader zijn de otc-derivatenactiviteiten van pensioenregelingen – onder de desbetreffende drempels – al onderworpen aan de operationele risico-inperkings- en margevereisten voor ongeclearde otc-transacties zoals uiteengezet in artikel 11, dat in 2017 van toepassing is geworden volgens een gefaseerde invoering⁸: deze vereisten zijn bedoeld om de risico's van niet centraal geclearde derivaten aan te pakken en tegelijkertijd stimulansen te bieden om de clearing centraal te laten plaatsvinden. Pensioenregelingen zijn ook onderworpen aan de EMIR-rapportageverplichtingen.

Hoewel besprekingen met pensioenregelingen en andere stakeholders bevestigen dat pensioenregelingen transacties bij CTP's willen clearen en dat in bepaalde gevallen ook al doen, blijft de verplichte clearing een uitdaging vormen. Bijgevolg is de vrijstelling van centrale clearing in de loop der jaren verlengd, aangezien er geen haalbare technische oplossing is gevonden. Krachtens EMIR Refit, die in juni 2019 in werking is getreden, wordt de vrijstelling tot juni 2021 verlengd, met tweemaal de mogelijkheid tot een verdere verlenging via gedelegeerde handelingen van de Commissie, telkens met maximaal een jaar. Het uiteindelijke doel van de verordening blijft echter zo snel mogelijk centrale clearing in te voeren voor pensioenregelingen, aangezien de huidige regelgevings- en marktontwikkelingen de marktdeelnemers in staat moeten stellen om passende oplossingen te ontwikkelen (EMIR, overweging 30). CTP's, clearingleden en pensioenregelingen moeten hun uiterste best doen om bij te dragen aan de ontwikkeling van dergelijke oplossingen.

Krachtens artikel 85 van EMIR Refit moet de Commissie tot de laatste verlenging van de vrijstelling jaarlijks een verslag opstellen waarin wordt beoordeeld “of haalbare technische oplossingen zijn ontwikkeld voor het overdragen door pensioenregelingen van contanten en andere zekerheden dan contanten als variatiemarges en of er behoefte is aan maatregelen om die haalbare technische oplossingen te faciliteren”.

De verordening bepaalt ook dat ESMA, in samenwerking met de EBA, de EIOPA en het ESRB, jaarverslagen indient bij de Commissie waarin de kwestie wordt beoordeeld. Het eerste verslag van ESMA is in april 2020 door de Commissie ontvangen. Samen met het verslag heeft ESMA een openbare raadpleging gehouden om verdere inbreng van stakeholders te verzamelen en tegen december 2020 een tweede, uitgebreider verslag aan de Commissie over te leggen. Het uitgebreide verslag van ESMA is daarom niet op tijd beschikbaar om in dit verslag van de Europese Commissie te worden opgenomen.

Krachtens EMIR Refit heeft de Commissie ook de taak om een deskundigengroep op te richten met vertegenwoordigers van de desbetreffende stakeholders om hun inspanningen te volgen en de vooruitgang te beoordelen die is geboekt bij het vinden

⁸ Gedelegeerde Verordening (EU) nr. 2016/2251 van de Commissie.

van haalbare technische oplossingen. De deskundigengroep, die het werk van haar voorganger (de deskundigengroep op hoog niveau inzake pensioenfondsen van de Commissie) voortzet, bestaat uit vertegenwoordigers van CTP's, clearingleden, pensioenregelingen, centrale banken en andere desbetreffende stakeholders; zij is twee keer bijeengekomen, in oktober 2019 en in april 2020 (via een conferentiegesprek) en zal om de zes maanden blijven vergaderen. De Commissie bouwt voort op de werkzaamheden van de groep voor haar verslagen aan de medewetgevers.

2. DOEL VAN HET VERSLAG

Met dit verslag voldoet de Commissie aan haar verplichting op grond van artikel 85 van de EMIR-verordening.

In dit verslag wordt naar behoren rekening gehouden met het eerste verslag van ESMA en met de besprekingen die binnen de deskundigengroep hebben plaatsgevonden. Zoals uiteengezet, worden de resultaten van de openbare raadpleging die door ESMA is gestart, verwerkt in het tweede verslag van de Commissie, dat volgend jaar wordt uitgebracht.

Dit verslag biedt een analyse van de belangrijkste kwesties met betrekking tot centrale clearing door pensioenregelingen die de stakeholders hebben geïdentificeerd, alsook van de oplossingen die tot nu toe zijn onderzocht. Zoals vermeld is de vrijstelling van centrale clearing voor pensioenregelingen van kracht tot juni 2021: met het oog op die termijn wordt met dit verslag beoogd het Europees Parlement en de Raad op de hoogte te brengen van de vooruitgang die op dit gebied is geboekt, mede met het oog op de vaststelling van de aspecten die verder moeten worden onderzocht om een haalbare en duurzame oplossing voor centrale clearing te bevorderen.

3. VOORNAAMSTE VASTGESTELDE PROBLEMEN

3.1 Achtergrond van het bedrijfsmodel van pensioenregelingen en het gebruik van derivaten

Europese pensioenregelingen, met name in sommige lidstaten zoals Nederland en Denemarken, zijn actieve deelnemers aan de otc-derivatenmarkt. Zij gebruiken dergelijke derivaten om hun verplichtingen af te dekken tegen een aantal risico's, waaronder rente- en inflatievolatiliteit en zich uiteindelijk te beschermen tegen financiële solvabiliteitsrisico's. De verplichtingen van pensioenfondsen ten opzichte van huidige en toekomstige gepensioneerden hebben lange looptijden, die moeten worden afgestemd op de activa op lange termijn; dergelijke activa zijn doorgaans overheids- en bedrijfsobligaties; het volledig afdekken van verplichtingen met obligaties lijkt echter niet haalbaar voor pensioenregelingen in de EU, gezien de beperkte beschikbaarheid van obligaties met de juiste kenmerken; bovendien kunnen derivaten een betere match bieden voor de verplichtingen van pensioenregelingen,

omdat swaps vaak worden gebruikt om dergelijke verplichtingen te verdisconteren voor waarderingsdoeleinden. Zoals ESMA heeft gemeld, is de situatie van pensioenregelingen in de EU in dit opzicht anders dan die van de Amerikaanse pensioenfondsen, die voor afdekkingsdoeleinden meer gebruikmaken van activa met een lange looptijd, zoals bedrijfs- en overheidsobligaties: Vergeleken met pensioenregelingen in de EU hebben Amerikaanse pensioenfondsen over het algemeen verplichtingen met een kortere looptijd, worden hun verplichtingen doorgaans verdisconteerd met behulp van AA-bedrijfsobligatierendementen en bestaat in de VS een diepere markt voor bedrijfsobligaties. Zoals ESMA erkent, lijken pensioenregelingen een structurele behoefte te hebben om zich met otc-derivaten bezig te houden.

De derivatenportefeuille van pensioenregelingen is doorgaans groot, langlopend en eenzijdig, waarbij de geaggregeerde positie van de sector volgens ESMA een potentieel systeemrisico vormt.

Wat de soorten derivaten betreft, maken pensioenregelingen op grote schaal gebruik van renteswaps op lange termijn: volgens de EMIR-gegevens van DTCC voor 2015 had ongeveer 20 % van de renteswaps met ten minste één tegenpartij als een verzekeraar of een pensioenfonds in de EU een looptijd van 30 jaar, vergeleken met een wereldwijd gemiddelde van minder dan 10 %⁹. Renteswaps vormen de categorie van derivaten die onderworpen zijn aan de clearingverplichting krachtens de EMIR-verordening. Pensioenregelingen verhandelen hun derivaten bilateraal of clearen ze over het algemeen als cliënten van clearingleden centraal bij CTP's.

Er wordt op gewezen dat pensioenregelingen en -markten in de EU vrij divers zijn: in sommige lidstaten zijn de pensioenstelsels van de tweede pijler meer ontwikkeld dan in andere, en zijn er meer pensioenfondsen op basis van vaste toezeggingen; in andere lidstaten is de beschikbarepremieregeling gangbaar. De grootste markten van pensioenregelingen in de EU zijn te vinden in Nederland, met een gemiddelde verhouding van activa ten opzichte van het bbp van 173,3 %, en Denemarken, met een verhouding van 198,6 %, volgens de gegevens tot eind 2018. Ook in Ierland bestaan soortgelijke regelingen. In dergelijke landen spelen particuliere pensioenregelingen een belangrijke rol bij het verstrekken van een pensioeninkomen aan gepensioneerden.

3.2 De kwestie van centrale clearing door pensioenregelingen

Het belangrijkste probleem dat met betrekking tot centrale clearing door pensioenregelingen is vastgesteld, betreft het feit dat voor clearing bij CTP's een variatiemarge in contanten moet worden gesteld; uit de besprekingen in de stakeholdersgroep van de Commissie is gebleken dat dit problematisch is voor pensioenregelingen in geval van gespannen marktomstandigheden.

In het centrale clearingmodel vragen CTP's hun deelnemers om variatiemarges om de wijzigingen in de marktwaarde van de door hen beheerde derivatenposities te

⁹ European Systemic Risk Board, Occasional Paper Series 11, 2016.

compenseren. Op deze manier zijn CTP's altijd gedekt tegen marktbevingen en bouwen marktdeelnemers in de loop van de tijd geen grote verliezen op ten opzichte van hun centraal geclearde portefeuille. Verliezen en winsten worden door de CTP berekend en dagelijks uitgewisseld via de procedure voor waardering tegen marktwaarde. Margining kan het best plaatsvinden in contanten, omdat ze elk risico van waardeverlies tot een minimum beperken en de overdracht ervan definitief is. Het overdragen van contanten als variatiemarge is operationeel ook minder complex en is verenigbaar met de benadering inzake liquiditeitsrisicobeheer door CTP's zoals uiteengezet in de EMIR-verordening¹⁰.

Dit betekent dat de clearingdeelnemers in staat moeten zijn om dergelijke verzoeken te verwerken door middel van passende bedragen in contanten: indien dit niet het geval is en een clearinglid de vereiste variatiemarge niet tijdig kan stellen, wordt het in gebreke gesteld door de CTP, die vervolgens haar wanbetalingsprocedures in gang zet om het boek opnieuw te matchen. Bovendien moet de variatiemarge in een kort tijdsbestek bij de CTP's worden gesteld, wat verdere operationele problemen met zich meebrengt¹¹.

Contanten hebben hoge opportunitetskosten, aangezien ze niet zo rendabel zijn als andere activa en niet geschikt zijn om de looptijden van de verplichtingen van pensioenregelingen in evenwicht te brengen, waardoor ze worden blootgesteld aan mismatches tussen activa en passiva. Het aanhouden van grote hoeveelheden contanten in plaats van andere hoogrenderende activa zou bijdragen aan het verlagen van het rendement voor gepensioneerden en een impact hebben op de activa-allocatie van pensioenregelingen. Pensioenfondsen houden doorgaans immers niet veel contanten aan, zoals ook blijkt uit de jaarlijkse pensioenstatistieken op mondiaal niveau die door de OESO worden gepubliceerd.

De kwestie van de variatiemarge in contanten kan een uitdaging vormen, vooral in tijden van gespannen marktomstandigheden, in combinatie met stijgende renteniveaus, waarbij de variatiemargeverzoeken van CTP's aanzienlijk kunnen toenemen voor pensioenregelingen.

Sterker nog, er kunnen ook grote margin calls ontstaan in het kader van niet centraal geclearde transacties, waaraan pensioenregelingen momenteel deelnemen. In dat kader kunnen pensioenregelingen echter ook variatiemarges stellen in andere vormen dan contanten, bijvoorbeeld met behulp van hoogwaardige overheidsobligaties (activa waarover pensioenfondsen doorgaans ruim beschikken) - zelfs als de mate waarin pensioenregelingen worden verzocht om ook in hun bilaterale transacties variatiemarges in contanten te stellen, de laatste tijd kan zijn toegenomen.

¹⁰ Ook stelt de variatiemarge in contanten CTP's in staat om zeker te blijven van hun vermogen om hun transacties correct te waarderen, en is dit de marktconventie voor geclearde swaps die door alle marktdeelnemers van de geclearde swapmarkt wordt gehanteerd.

¹¹ Voor margin calls gedurende de dag staan sommige CTP's toe dat deelnemers effecten gebruiken in plaats van contanten; de margin calls aan het eind van de dag moeten echter in contanten worden voldaan.

Opgemerkt moet worden dat de beweegredenen van het EMIR-regelgevingskader centrale clearing ook bevorderen door bilaterale transacties minder gemakkelijk te maken, in overeenstemming met de daaraan verbonden risico's: deze en andere ontwikkelingen op het gebied van regelgeving zullen, samen met de marktwerking, naar verwachting leiden tot een toename van de hoeveelheden centraal geclearde derivaten, waarbij de prijsstelling in het geclearde segment mogelijk beter is dan in het niet centraal geclearde segment. Zoals vermeld zijn sommige pensioenfondsen al op vrijwillige en selectieve basis begonnen met de centrale clearing.

Opgemerkt moet worden dat pensioenregelingen over het algemeen eerder indirect als cliënten van clearingleden clearen dan dat ze een direct clearinglid van een CTP worden, zoals verder in de volgende hoofdstukken wordt besproken.

Het bovenstaande biedt de achtergrond voor de kenmerken die een potentiële oplossing voor de kwestie van centrale clearing zou moeten hebben: ze moet het juiste evenwicht vinden tussen de doelstelling van financiële stabiliteit en de noodzaak van haalbaarheid voor pensioenregelingen op het gebied van kosten, zodat de uitkeringen van gepensioneerden niet al te zeer worden aangetast en ze moet ook onder gespannen marktomstandigheden voldoende robuust zijn.

3.3 Potentiële oplossingen die tot nu toe zijn onderzocht

Het debat over centrale clearing door pensioenregelingen heeft in de loop der jaren geleid tot het verkennen van verschillende wegen. In het verslag dat de Commissie in het kader van de EMIR-verordening over dit onderwerp heeft uitgebracht in 2015, is een overzicht van enkele mogelijke oplossingen opgenomen, waarin wordt geconcludeerd dat er geen haalbare technische oplossing is ontwikkeld.

De tot nu toe onderzochte opties zijn gericht op de wijze waarop pensioenregelingen op een veilige en kosteneffectieve manier variatiemarges bij CTP's kunnen stellen. In een eerste fase, zoals beschreven in het verslag van de Commissie van 2015, is overwogen of CTP's variatiemarges in andere vormen dan contanten, zoals hoogwaardige overheidsobligaties, kunnen accepteren: er wordt echter algemeen erkend dat die weg moeilijk te bewandelen is, omdat de CTP's dan een portefeuille van in contanten om te zetten obligaties met de bijbehorende risico's moeten beheren, wat hun rol als doorgeefluik met een boek dat in evenwicht is ("flat book"), kan verstoren.

Er wordt dus een tweede reeks opties onderzocht, waarbij pensioenregelingen hun obligaties kunnen inwisselen voor contanten om te voldoen aan de margin calls van CTP's (onderpandtransformatie). Potentiële oplossingen die in de afgelopen jaren door stakeholders in de sector zijn onderzocht en ontwikkeld, zijn inderdaad gericht op manieren om een efficiënte onderpandtransformatie door pensioenregelingen mogelijk te maken.

Onderpandtransformatie door clearingleden

Clearingleden zoals banken kunnen doorgaans diensten op het gebied van onderpandtransformatie verlenen aan hun cliënten, waaronder pensioenfondsen,¹² door middel van repo's. De meeste pensioenregelingen die centrale clearing verrichten, doen dat vandaag de dag immers als cliënten van clearingleden en kunnen dat zelfs in het kader van verplichte clearing blijven doen. Een repotransactie is een transactie waarbij een partij een actief verkoopt aan een andere partij en zich ertoe verbindt het actief terug te kopen tegen een overeengekomen prijs op een toekomstige datum. Het actief is doorgaans een obligatie en dient als zekerheid om de geldverstrekker te verzekeren tegen het kredietrisico van de tegenpartij. Repotransacties kunnen dus worden gebruikt als middel om obligaties om te zetten in contanten en om variatiemarges te stellen, met als bijkomend voordeel dat de verstrekker van de obligaties zelf eigenaar blijft van de obligaties en het rendement op langere termijn blijft ontvangen.

Grote bankgroepen zijn doorgaans actief op de repomarkt. Er zijn echter enkele factoren aan de orde gesteld die de clearingleden ervan weerhouden om dergelijke transacties te verrichten. Zoals door veel marktdeelnemers naar voren is gebracht, maakte de constructie van de hefboomratio in het kader van Bazel III het minder gemakkelijk om repotransacties aan te gaan, omdat dergelijke transacties lage marges hebben en de balansen van de banken uitbreiden, waardoor de noemer van de ratio wordt verhoogd. Derhalve moeten banken een groter bedrag aan tier 1-kapitaal hebben om aan de vereiste te kunnen voldoen. Soortgelijke overwegingen zijn geformuleerd door het Committee on the Global Financial System in zijn analyse van de repomarkten van 2017¹³, waarin wordt gewezen op de mogelijke afweging tussen hervormingen van de regelgeving die gericht zijn op de omvang van de balansen van banken (gericht op het beperken van buitensporige hefboomwerking) en de gevolgen, ook voor de eindgebruikers, wat de beschikbaarheid van repo's betreft¹⁴. In dit verband zijn de repomarktvolumes in de EU de afgelopen jaren niettemin toegenomen¹⁵ en volgens de analyse van de ECB zijn de onbedoelde gevolgen van de regelgevingshervormingen niet substantieel geweest voor de verlening van repodiensten door banken in de eurozone¹⁶.

Bovendien maakte de oorspronkelijke opzet van de hefboomratio het voor banken minder gemakkelijk om clearingdiensten voor cliënten aan te bieden, omdat de door cliënten gestelde marges niet konden worden gebruikt om het bedrag van de

¹² Een dergelijke dienst kan ook aan pensioenfondsen worden verleend door andere banken dan hun clearinglid.

¹³ CGFS, "Repo market functioning", 2017.

¹⁴ "Een inkrimping van de bemiddelingscapaciteit kan ook een vermindering teweegbrengen van de mate waarin repomarkten kunnen reageren op de vraag in toekomstige perioden van stress. Een vermindering van de werking van de repomarkt kan leiden tot wrijvingen op de contante en de derivatenmarkten en zou het vermogen van financiële instellingen om activa te gelde te maken kunnen verminderen. De omvang van de daaruit voortvloeiende kosten voor de financiële stabiliteit en de reële economie in tijden van stress kan alles samengenomen aanzienlijk zijn, hoewel dergelijke situaties zich in het meest recente verleden niet op substantiële schaal hebben voorgedaan. Aanpassingen van de repomarkt kunnen de kosten voor sommige eindgebruikers beperken, maar kunnen ook nieuwe risico's met zich meebrengen".

¹⁵ ICMA, December 2019 European Repo Market Survey.

¹⁶ ECB, Financial Stability Review, 2017.

risicopositie (dat in de noemer van de ratio zou worden opgenomen) te compenseren. In 2019 stelde het Bazels Comité¹⁷ voor om wijzigingen aan te brengen in de berekening van de hefboomratio, zodat cliëntclearing niet ten onrechte zou worden bestraft. Deze wijzigingen zijn verwerkt in de herziene verordening kapitaalvereisten (CRR2), die in juni vorig jaar in werking is getreden.

Er is ook een wijziging van de hefboomratio ingevoerd met betrekking tot de behandeling van repotransacties met wederverkoopverplichting. Deze wijzigingen kunnen ertoe bijdragen dat banken worden aangemoedigd om cliëntclearing te verrichten en eventueel te bemiddelen bij repo's, waarmee ook de liquiditeit van de repomarkt wordt ondersteund. Het effect van dergelijke wijzigingen moet worden beoordeeld.

Bovendien is bezorgdheid geuit over het vermogen van de repomarkten om aan de vraag naar contanten van alle pensioenregelingen samen te voldoen, met name in tijden van stress, zoals hieronder nader wordt besproken.

Onderpandtransformatie via geclearde repomarkten

In de afgelopen jaren hebben sommige CTP's nieuwe modellen ontwikkeld ter ondersteuning van centrale clearing door pensioenregelingen op basis van gefaciliteerde toegang van pensioenregelingen tot CTP's en tot de geclearde repomarkten; dit kan ook betrekking hebben op de toegang tot de geclearde otc-markt. Deze modellen zijn in de Europese Unie door ten minste één CTP ontwikkeld en voor zover de Commissie weet, worden soortgelijke modellen waarschijnlijk ook door andere CTP's aangenomen¹⁸. In dit kader hebben pensioenregelingen een directe contractuele relatie met de CTP en worden zij “bijgestaan” (of anderszins “gesponsord”) door een clearinglid (doorgaans een bank) dat als clearingagent optreedt en de centrale clearing door pensioenregelingen faciliteert, bijvoorbeeld door bij te dragen aan het wanbetalingsfonds van de CTP en zich bezig te houden met het beheer van wanbetalingen en andere diensten (zekerhedenbeheer enz.).

Deze modellen nemen niet per se de noodzaak weg om de variatiemarge in contanten te stellen voor geclearde otc-derivaten, maar ze bieden pensioenregelingen wel extra toegang tot de repomarkten. Dergelijke modellen van “gefaciliteerd lidmaatschap” zijn ook gericht op het verlichten van een aantal van de beperkingen van cliëntclearing, zoals de concentratie van cliëntclearing in de EU bij slechts enkele clearingleden of de kwestie van de overdraagbaarheid van de posities van cliënten bij wanbetaling van een clearinglid. Vanuit het oogpunt van de banken zouden dergelijke modellen minder veeleisend moeten blijken op het gebied van kapitaalvereisten dan de gangbare cliëntclearingactiviteiten.

¹⁷ Bazels Comité voor banktoezicht, “Leverage ratio treatment of client cleared derivatives”, 2019.

¹⁸ Buiten de EU hebben LCH Ltd (VK), Canadian Derivatives Clearing Corporation (Canada) en de DTCC FICC (VS), op basis van de informatie waarover de Commissie beschikt, repoclearingaanbiedingen voor kopers opgesteld.

Voor zover de Commissie weet, heeft een dergelijk model zich in de loop der tijd ontwikkeld met een enigszins toenemende belangstelling van de markt, maar tot nu toe zijn slechts enkele – doorgaans grote – pensioenregelingen begonnen met het gebruik van die dienst. Een voor de hand liggende reden kan zijn dat het hebben van een directe relatie met een CTP extra operationele en juridische paraatheid en investering kan vereisen van marktdeelnemers, zowel pensioenregelingen als clearingleden. Bovendien hebben de pensioenfondsen die deel uitmaken van de stakeholdersgroep van de Commissie gemeld dat dergelijke modellen over het algemeen alleen beschikbaar zijn voor grote pensioenregelingen, dat slechts een klein aantal banken ze momenteel ondersteunt en dat ze nog steeds impliceren dat pensioenregelingen afhankelijk zijn van de bereidheid van de clearingleden om de desbetreffende diensten te verlenen.

Volgens een gezamenlijk document van de Internationale Vereniging van de Swaphandelaars (International Swaps and Derivatives Association, ISDA) en PensionsEurope van 2018¹⁹ worden modellen van direct lidmaatschap of “gefaciliteerd” lidmaatschap door de markt met belangstelling bekeken, ook omdat ze voor banken interessanter kunnen zijn dan de traditionele cliëntclearingrelaties. Volledig direct lidmaatschap lijkt een uitdaging te zijn om een aantal redenen (waaronder de noodzaak om te voldoen aan de deelnamevereisten van de CTP's en de bijdragen aan het wanbetalingsfonds, en het beschikken over operationele capaciteit); modellen voor gefaciliteerde toegang kunnen een manier zijn om dat doel verder te benaderen. Volgens de pensioenfondsen die deel uitmaken van de stakeholdersgroep van de Commissie zijn er nog enkele verdere verbeteringen nodig.

Bespreking over de repomarkt

De repomarkt wordt door pensioenregelingen over het algemeen gezien als een nuttig instrument voor hun liquiditeitsbehoeften; en in de besprekingen van de door de Europese Commissie opgerichte deskundigengroep wordt deze markt over het algemeen beschreven als een mogelijk onderdeel van de totaaloplossing voor het probleem van de variatiemarge.

De sector is echter nog steeds bezorgd over de capaciteit van de repomarkten om te voldoen aan de totale vraag naar contanten die voortvloeit uit het feit dat alle pensioenregelingen onder gespannen marktomstandigheden moeten clearen, terwijl repomarkten waarschijnlijk onder druk staan om een grote vraag naar liquiditeit te absorberen – niet alleen van pensioenregelingen. Verder zijn banken niet altijd bereid om repo's te verstrekken aan pensioenregelingen, of in dezelfde mate, in tijden van stress. Zoals ESMA opmerkt, heeft een aantal van deze en andere aspecten ook te maken met de algemene commerciële relatie tussen banken en pensioenregelingen die hun cliënt zijn. Als pensioenregelingen niet in staat zijn om onder gespannen omstandigheden gebruik te maken van de repomarkt, kunnen ze mogelijk niet voldoen aan de margin calls van CTP's en zelfs aan de bron liggen van bredere problemen op

¹⁹ Gezamenlijk document van PensionsEurope en ISDA “Potential demand for clearing by EU Pension Funds”, 2018.

het gebied van financiële stabiliteit. In dit verband kan de mogelijkheid om een gediversifieerde reeks liquiditeitsregelingen tussen banken en pensioenregelingen tot stand te brengen, nuttig blijken.

Geclearde repomarkten zouden het voordeel moeten hebben dat ze meer liquide zijn dan de bilaterale markten, aangezien banken in beginsel eerder bereid zijn om geclearde repo's te verhandelen dan bilaterale repo's – niet in de laatste plaats omdat ze hun posities bij de CTP kunnen verrekenen. Volgens het CGFS (2017) is in de eurozone “het aandeel van de handel in repo's via CTP's de afgelopen jaren toegenomen en bedraagt deze 50-60 % van de repomarktvolumes in de eurozone, vanwege de aantrekkelijkheid ervan voor het balansbeheer”. Inspanningen die door sommige CTP's zijn geleverd om directe deelname van eindgebruikers aan hun geclearde repoplatforms mogelijk te maken, moeten ook in dit perspectief worden geplaatst. De pensioenregelingen meldden dat de geclearde repomarkt aanvullende repocapaciteit kan bieden met betrekking tot bilaterale repo's, maar ook de bovengenoemde beperkingen heeft.

Een overzicht van de werking van de Europese repomarkten wordt gegeven door de International Capital Markets Association (ICMA), die in haar Repo Market Survey van 2019 de totale omvang van de markt schat op 8 310 miljard euro²⁰. De Europese repomarktenquêtes van de ICMA voor 2018 en 2019 bevestigen dat de Europese repomarkt over het algemeen goed functioneert en dus potentieel een kanaal is voor onderpandtransformatie; repomarkten zijn echter minder liquide aan het eind van het kwartaal en aan het eind van het jaar, omdat de banken de neiging hebben hun reposities te sluiten wanneer zij de rapportagetermijnen naderen. De reeks van dergelijke regelmatige krimpelingen is de afgelopen jaren afgenomen en neemt naar verwachting in de toekomst verder af, mede dankzij de tenuitvoerlegging in de EU van de recente aanbevelingen van het Bazels Comité voor bankentoezicht om de volatiliteit aan het eind van het kwartaal en aan het eind van het jaar te verminderen.

De ICMA biedt ook een analyse²¹ van de meest recente ontwikkelingen op de markt tijdens de COVID-19-crisis. Volgens dit onderzoek heeft de Europese repomarkt tijdens de COVID-19-pandemie vanaf eind februari/begin maart 2020 goed standgehouden. De activiteit op de repomarkt nam in de eerste twee weken van maart toe als gevolg van de toegenomen verzoeken om onderpandtransformatie teneinde aan margin calls te voldoen en van uitstromen van riskantere activa naar kortetermijnactiva. Cliënten meldden echter dat de banken de toenemende vraag naar repo's nauwelijks aankonden en dat sommige alleen nog maar eersteklas cliënten bedienden. Volgens het onderzoek “is de vraag naar toegang tot de repomarkt tijdens het hoogtepunt van de crisis weliswaar toegenomen, maar is de capaciteit van de banken om die toegang te bemiddelen niet toegenomen. Kopers melden een toegenomen afhankelijkheid van de repomarkt, omdat de uitstroom van fondsen de noodzaak stimuleerde om liquide

²⁰ Gebaseerd op de waarde van de uitstaande repo-overeenkomsten en repo-overeenkomsten met wederverkoopverplichting in de boeken van de 58 financiële instellingen die aan de enquête deelnemen.

²¹ ICMA, “The European repo market and the COVID-19 crisis”, april 2020.

middelen te genereren tegen holdings en om te voldoen aan margin calls tegen derivatenposities naarmate de volatiliteit toenam. Het lijkt er echter op dat de banken moeite hadden om gelijke tred te houden met de vraag van de cliënten. Vele meldden dat ze zich beperkten tot eersteklas cliënten, zonder capaciteit voor nieuwe zaken. Banken melden verder dat er in het licht van de toegenomen volatiliteit eerder sprake was van grenswaarden voor risicogewogen activa die de bindende beperking voor bedrijven werden, dan van de hefboomratio, met name voor bedrijfsstromen in één richting (zoals netto-ontvangers van liquide middelen)”.

Naar verluidt hebben interventies van de centrale bank dergelijke spanningen verlicht door de kredietlijnen van de banken vrij te maken en de verkoop van risicoactiva om te keren.

De marktontwikkelingen tijdens de COVID-19-crisis zijn ook besproken in het kader van de stakeholdersgroep van de Commissie. De CTP's meldden dat de geclearde repomarkten tijdens de crisis goed bleven presteren, met hoge activiteitsvolumes. In hun herinnering werd de toegang niet beperkt voor koper-ondernemingen die deelnemen aan de geclearde repomarkt. Ook werd de nadruk gelegd op de algemene veerkracht van de marktinfrastructuur, ook als het gaat om de margemodellen, wat bijdraagt aan de voorspelbaarheid van de margeverzoeken aan de deelnemers. Pensioenregelingen meldden dat ze te lijden hadden onder de aanzienlijke marktvolatiliteit, met grote margin calls van bilaterale tegenpartijen en van clearingleden aan cliënten. Zij meldden dat ze die situatie net aankonden, maar dat als de markten het slechter hadden gedaan, ze met zeer ernstige problemen te maken zouden hebben gehad. Ze bevestigden ook dat de banken terughoudend waren om aan repo-bemiddeling te doen en dat ze moeite hadden om toegang te krijgen tot de balans van clearinglid-banken teneinde de repomarkten te betreden. Als gevolg daarvan zijn de pensioenregelingen van mening dat ze niet in alle marktomstandigheden op de repomarkt kunnen vertrouwen; pensioenregelingen zijn vaak sterk afhankelijk van banken om toegang te krijgen tot de markt, en banken hebben beperkte repolijnen voor hun cliënten in tijden van stress.

In het licht van de problemen met repomarkten in tijden van stress hebben marktdeelnemers vaak de kwestie van de noodzaak van een liquiditeitsvangnet van de centrale bank in tijden van stress aan de orde gesteld. Volgens de marktdeelnemers zou deze vangnetfunctie van de centrale banken zodanig kunnen worden ontworpen dat centrale banken liquiditeit verstrekken aan een gereguleerde entiteit die deze vervolgens aan de pensioenregelingen verstrekt: een dergelijke entiteit kan een bank of een CTP zijn. Na ontvangst van de liquide middelen van de bank of CTP zouden de pensioenregelingen in staat zijn om aan de variatiemargeverzoeken in contanten te voldoen.

Opgemerkt moet worden dat, gezien het feit dat centrale banken uitsluitend bevoegd zijn om centrale-bankfaciliteiten op te zetten en het beoogde gebruik daarvan te interpreteren, elke optie op basis van een liquiditeitsvangnet van een centrale bank door de centrale banken dient te worden bekrachtigd en ondersteund.

De ECB heeft haar visie op de kwestie gegeven. Wat de banken betreft, zijn zij uiteraard tegenpartijen op het gebied van het monetaire beleid en mogen zij diensten op het gebied van onderpandtransformatie verlenen met inachtneming van de desbetreffende bancaire regelgeving. Daarom zijn zij in staat om te bemiddelen op de repomarkt, onder meer op basis van hun gebruik van centrale-bankfaciliteiten.

Volgens de ECB lijkt de rol van de centrale bank als vangnet echter niet eenvoudig, of mogelijk zelfs niet haalbaar voor CTP's, ook niet wanneer deze laatste een bankvergunning hebben: het verlenen van diensten op het gebied van onderpandtransformatie door CTP's lijkt buiten hun kernactiviteit te vallen en kan daarom aanleiding geven tot bezorgdheid met betrekking tot de gevolgen voor het risico. Voorts lijken de huidige vrijstellingen van bepaalde prudentiële bankvereisten die aan CTP's worden verleend op grond van het feit dat zij zich niet bezighouden met typische bancaire activiteiten en een ander bedrijfsmodel hebben, volgens de ECB niet meer redelijk te zijn indien zij op basis van hun aanvullende bankvergunning (indien toegestaan) een onderpandtransformatie aangaan. Bijgevolg is een verdere analyse nodig om de juridische aard, het effect van CTP-risicobeheer en de naleving van de regelgeving van dergelijke regelingen vast te stellen. Uit de eerste reacties van sommige CTP's blijkt ook enige scepsis.

Wat de noodzaak van een potentieel “specifiek” vangnet van de centrale bank voor pensioenregelingen betreft (waarbij pensioenregelingen tegenpartij worden voor centrale banken en rechtstreeks liquiditeit van hen ontvangen), heeft de ECB vanuit het perspectief van het Eurosysteem bijgedragen aan het debat van de stakeholdersgroep van de Commissie, d.w.z. dat zij zich richt op de in euro luidende financieringsbehoeften van entiteiten die in de eurozone zijn gevestigd. In de kwantitatieve beoordeling door het Eurosysteem is de liquiditeitsbehoefte van pensioenregelingen in de eurozone geraamd om te voldoen aan de variatiemarge in een stressscenario met een renteverschuiving van 1 % (zie ook hierboven). Volgens de gegevens waarover het Eurosysteem beschikt zijn binnen de eurozone de Nederlandse pensioenregelingen het meest betrokken bij derivaten, aangezien 89 % van alle renteswaps van pensioenfondsen door hen zijn afgesloten. Uit de analyse van het Eurosysteem is gebleken dat de werkelijke liquiditeitsbehoeften van pensioenregelingen in de eurozone in dat geval beheersbaar zouden zijn (d.w.z. minder dan 2 %) in vergelijking met de totale omvang van de Europese repomarkt (bij benadering afgeleid uit het uitstaande bedrag aan repotransacties met wederverkoopverplichting), wat erop wijst dat de repomarkt op zich oplossingen kan bieden voor de behoeften van pensioenregelingen in de eurozone. Op basis van de bevindingen is geconcludeerd dat het monetaire beleidskader van het Eurosysteem, met inbegrip van het tegenpartijkader, adequaat is voor de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid en geen wijzigingen rechtvaardigt om een specifiek liquiditeitsvangnet van het Eurosysteem voor pensioenregelingen in te stellen²².

²² Een dergelijk liquiditeitsvangnet van het Eurosysteem staat los van de noodliquiditeitssteun, die onder de bevoegdheid van de nationale centrale bank valt.

4. CONCLUSIE

De kwestie van centrale clearing door pensioenregelingen is al lang aan de orde en tijdens de laatste EMIR-onderhandelingen is gebleken dat de medewetgevers zoveel mogelijk hebben geprobeerd een oplossing te vinden waarmee deze actoren toegang zouden krijgen tot het centrale clearingsysteem dat door de G20-hervormingen in 2009 is ontwikkeld, en die tegelijkertijd rekening houdt met de noodzaak om adequate oplossingen te hebben om tegemoet te komen aan de bezwaren in een gespannen marktsituatie.

Tijdens lange besprekingen in de stakeholdersgroep van de Commissie is naar voren gekomen dat pensioenregelingen al vrijwillig zijn begonnen met de clearing van sommige derivaten; en er kan worden geconcludeerd dat het belangrijkste probleem dat nog moet worden opgelost, de kwestie van de variatiemarge in contanten in tijden van gespannen marktomstandigheden is.

De Commissie heeft de marktontwikkelingen voortdurend gevolgd en heeft uitwisselingen en besprekingen tussen de desbetreffende stakeholders gefaciliteerd om tot mogelijke oplossingen te komen. In de loop der jaren zijn er inspanningen geleverd door stakeholders in de sector. Zodra de mogelijkheid om variatiemarges in obligaties rechtstreeks bij CTP's te stellen uiteindelijk werd afgewezen vanwege compatibiliteitsproblemen met de aard en het bedrijfsmodel van CTP's, werden met name andere mogelijkheden onderzocht om pensioenregelingen beter in staat te stellen onderpandtransformaties aan te gaan.

Zoals in dit verslag is uiteengezet, zijn in de afgelopen jaren modellen voor gefaciliteerde toegang ontwikkeld om een potentieel haalbare weg voor centrale clearing door pensioenregelingen te onderzoeken. Voor zover de Commissie weet, wordt een dergelijke optie al door enkele pensioenregelingen gebruikt. De Commissie is voornemens deze optie samen met de desbetreffende stakeholders verder te onderzoeken, met inbegrip van de kosten voor pensioenregelingen. Het feit dat meer dan een CTP een dergelijk model hanteert, lijkt een positieve ontwikkeling te zijn, ook om meer keuzemogelijkheden te bevorderen.

Het vinden van een geschikte oplossing zal waarschijnlijk inspanningen vergen op verschillende fronten. Enerzijds moeten sommige aspecten van de bancaire regelgeving verder worden beoordeeld, waaronder de vraag of de recente wijzigingen in de berekeningen van de hefboomratio nuttig zijn geweest. Anderzijds moet worden overwogen welke manieren om liquiditeitsfaciliteiten veilig te stellen voor pensioenregelingen in tijden van stress kunnen worden onderzocht.

De resultaten van de door ESMA gestarte openbare raadpleging moeten meer inzicht geven in de recente marktontwikkelingen en eventueel verdere kwantitatieve gegevens opleveren die zorgvuldig zullen worden onderzocht. De Commissie is ook vastbesloten

om elk passend en haalbaar initiatief te onderzoeken teneinde nader tot een haalbare en solide oplossing voor centrale clearing te komen.

Deze analyses zullen in de komende maanden als basis dienen voor het besluit van de Commissie met betrekking tot de vrijstelling van centrale clearing.