EUROPESE
COMMISSIE

Brussel, 6.5.2021
COM(2021) 224 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) 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) 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

Verordening (EU) nr. 648/2012 (de verordening Europese marktinfrastructuur, EMIR-verordening) voorziet in een tijdelijke vrijstelling van de centrale clearingverplichting voor entiteiten die pensioenregelingen uitvoeren met betrekking tot bepaalde soorten otc-derivaten[1]. De tijdelijke vrijstelling is bedoeld om rekening te houden met de specifieke kenmerken van het bedrijfsmodel van dergelijke entiteiten en met de gevolgen die verplichte clearing kan hebben voor pensioenen: entiteiten die pensioenregelingen uitvoeren, zijn bij uitstek geneigd zo weinig mogelijk tegoeden in liquide middelen aan te houden teneinde het rendement voor hun verzekeringsnemers te optimaliseren. Het risico bestaat dan ook dat het verplichten van pensioenregelingen tot het centraal clearen van otc-derivatencontracten ertoe kan leiden dat pensioenregelingen, teneinde aan de marginvereisten van de CTP's te voldoen, een aanzienlijk deel van hun tegoeden in liquide middelen zouden moeten aanhouden, met een potentieel negatief effect op het pensioeninkomen van gepensioneerden. De tijdelijke vrijstelling is bedoeld om pensioenregelingen, centrale tegenpartijen (CTP's) en clearingleden de tijd te geven om een haalbare technische oplossing te vinden waarbij pensioenregelingen centraal bij CTP's kunnen clearen zonder dat dit wezenlijk nadelige gevolgen heeft voor het inkomen van gepensioneerden.

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 een centrale clearing in te voeren voor pensioenregelingen. CTP's, clearingleden en pensioenregelingen

[1] Krachtens EMIR omvatten pensioenregelingen instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening (IBPV's) zoals gedefinieerd in artikel 6, punt 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 (onder bepaalde omstandigheden), alsook andere vergunninghoudende en onder toezicht staande entiteiten of regelingen die op nationale basis functioneren en hoofdzakelijk tot doel hebben in pensioenuitkeringen te voorzien. De vrijstelling heeft betrekking op otc-derivaten waarvan objectief kan worden gemeten dat zij de beleggingsrisico's beperken die rechtstreeks verband houden met de financiële solvabiliteit van pensioenregelingen. De vrijstelling is ook van toepassing op entiteiten die zijn opgericht om leden van dergelijke regelingen te compenseren in het geval van wanbetaling, en op pensioenregelingen die problemen ondervinden om aan de vereisten inzake de variatiemarge te voldoen (artikel 89 EMIR).

moeten al het mogelijke doen om bij te dragen aan de ontwikkeling van haalbare oplossingen.

Zoals vereist krachtens EMIR Refit heeft de Europese Commissie een deskundigengroep opgericht met daarin vertegenwoordigers van CTP's, clearingleden, pensioenregelingen en andere betrokken partijen om hun inspanningen te volgen en de vooruitgang te beoordelen die is geboekt bij het vinden van haalbare technische oplossingen. De deskundigengroep, die ook bestaat uit vertegenwoordigers van de centrale banken, de Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA) en de Europese Autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen (EIOPA), is bijeengekomen in oktober 2019 en in april en november 2020.

Krachtens artikel 85 van EMIR Refit moet de Commissie tot de laatste verlenging van de vrijstelling jaarlijks een verslag opstellen waarin 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. De verordening bepaalt ook dat ESMA, in samenwerking met de Europese Bankautoriteit (EBA), de EIOPA en het ESRB, jaarverslagen indient bij de Commissie waarin de kwestie wordt beoordeeld.

ESMA heeft in april 2020 een eerste verslag bij de Commissie ingediend. Een eerste verslag van de Commissie[2], dat in september 2020 werd gepubliceerd, bevatte een uitgebreide analyse van de problemen in verband met centrale clearing door pensioenregelingen.

ESMA heeft van april tot en met juni 2020 een openbare raadpleging gehouden om een breed scala aan standpunten en gegevens over dit onderwerp te verzamelen. De resultaten van de openbare raadpleging zijn opgenomen in het tweede verslag van ESMA aan de Commissie in december 2020, dat is opgesteld in samenwerking met de EBA, de EIOPA en het ESRB.

Dit is het tweede verslag van de Commissie op grond van artikel 85 van EMIR Refit. In dit verslag wordt de vooruitgang beschreven op basis van de besprekingen in de deskundigengroep van de Commissie en de input van de ETA's en het ESRB via hun rapportage aan de Europese Commissie.

2. ACHTERGROND

De EU kent een gediversifieerd landschap van pensioenregelingen. 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 in Denemarken, met

2 "Verslag van de Commissie waarin 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", COM(2020) 574 final.

een verhouding van 198,6 %, volgens de gegevens van eind 2018[3]. Ook in Ierland bestaan soortgelijke regelingen. Volgens door ESMA verstrekte gegevens[4] vertegenwoordigden Nederlandse pensioenregelingen eind maart 2020 70–80 % van de notionele waarde van derivaten van alle EU-pensioenfondsen. Pensioenregelingen gebruiken voornamelijk derivaten om hun verplichtingen af te dekken tegen een aantal risico's.

In het eerste verslag van de Commissie werd de balans opgemaakt van de situatie met betrekking tot centrale clearing door pensioenregelingen. Uit het verslag kwam naar voren dat, zoals uit de besprekingen binnen de deskundigengroep van de Commissie is gebleken, de noodzaak om de variatiemarge in contanten te stellen, problematisch kan zijn voor pensioenregelingen, met name in gespannen marktomstandigheden, wanneer de margin calls van CTP's aanzienlijk kunnen zijn. Recentelijk zijn sommige pensioenfondsen op vrijwillige basis begonnen met het centraal clearen van een deel van hun derivatenportefeuille, doorgaans als cliënten van clearingleden. Sommige van die fondsen gebruiken nu ook oplossingen die door bepaalde CTP's[5] zijn ontworpen om centrale clearing door pensioenregelingen te faciliteren, de zogenaamde modellen voor "gefaciliteerde" toegang tot hun geclearde repoplatforms. Dergelijke modellen moeten het vermogen van pensioenregelingen om voor hun liquiditeitsbehoeften een beroep te doen op de repomarkt[6] versterken. De verschuiving naar centrale clearing tekent zich de laatste tijd ook steeds duidelijker af als gevolg van de vereisten voor bilaterale transacties, die naar verwachting zullen leiden tot een toename van de liquiditeit die beschikbaar is in de centrale clearingruimte ten opzichte van de bilaterale ruimte[7].

In het verslag wordt ook gewezen op de problemen die pensioenregelingen kunnen ondervinden bij het krijgen van toegang tot de repomarkt om liquiditeit te verkrijgen in tijden van stress, wat ook verband kan houden met het feit dat clearingleden niet altijd bereid of in staat zijn om in gespannen marktomstandigheden diensten op het gebied van onderpandtransformatie te verlenen aan pensioenregelingen.

3. BELANGRIJKSTE RESULTATEN VAN DE OPENBARE RAADPLEGING VAN ESMA EN VERDERE BESPREKINGEN MET BELANGHEBBENDEN

3.1 Resultaten van de openbare raadpleging van ESMA

3 ESMA, "First Report for consultation – Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements", april 2020.

4 ESMA, "Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)", december 2020.

5 In de EU heeft Eurex Clearing een dergelijk model vastgesteld, mogelijk ook in combinatie met "gefaciliteerde toegang" tot de geclearde otc-markt. Voor zover de Commissie weet, werkt LCH SA ook aan een oplossing voor "gefaciliteerde toegang". Zie COM(2020) 574 final.

6 Een retrocessieovereenkomst ("repo") is een overeenkomst om effecten tegen een bepaalde prijs te verkopen in combinatie met een overeenkomst om deze effecten op een latere datum tegen een overeengekomen prijs terug te kopen. De repomarkt brengt bedrijven die zekerheden verstrekken in ruil voor contanten en bedrijven die contanten verstrekken in ruil voor zekerheden bij elkaar.

7 ESMA, "Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)", december 2020.

De resultaten van de door ESMA gehouden openbare raadpleging bevestigden in grote lijnen de algemene analyse in het eerste verslag van de Commissie en boden extra mogelijkheden om de bevindingen aan te vullen met nadere kwantitatieve gegevens. ESMA heeft reacties[8] ontvangen van een breed scala aan belanghebbenden, waaronder vermogensbeheerders (die pensioenregelingen als cliënt hebben), handelsverenigingen en centrale tegenpartijen. Het scala aan belanghebbenden dat op de raadpleging heeft gereageerd, was zeer divers. Daardoor kon een brede waaier van meningen over verschillende aspecten van de mogelijke oplossingen worden verzameld. Volgens de analyse van ESMA bevestigen de reacties op de raadpleging dat een grote meerderheid van de belanghebbenden uitkijkt naar een situatie waarin pensioenregelingen centraal kunnen clearen en dat een meerderheid van de pensioenregelingen ook wil clearen.

De raadpleging bevestigde dat sommige pensioenregelingen al vrijwillig een deel van hun portefeuille clearen, onder meer om te voorkomen dat zij onder de regels inzake initiële marges voor bilaterale transacties zouden vallen. Zij doen dit als cliënten van clearingleden. In bepaalde gevallen maken pensioenregelingen ook gebruik van gefaciliteerde toegang tot de door bepaalde CTP's aangeboden geclearde repomarkten. Volgens door de Nederlandse Bank aan ESMA gerapporteerde gegevens[9] bedroegen de clearingtarieven voor Euribor- en Libor-renteswaps (IRS) voor de Nederlandse pensioenfondsen in het derde kwartaal van 2020 voor grote pensioenfondsen gemiddeld 22 % (variërend van 3 tot 26 %), voor middelgrote pensioenfondsen gemiddeld 25 % (variërend van 0 tot 46 %) en voor kleine pensioenfondsen gemiddeld 37 % (variërend van 0 tot 100 %). Uit de gegevens blijkt dat er grote verschillen bestaan tussen de bedrijven. Volgens een analyse van Danmarks Nationalbank clearen in Denemarken Deense pensioenregelingen ongeveer 42 % van hun rentederivaten bij een CTP, ook met aanzienlijke verschillen tussen de bedrijven.

Pensioenregelingen hebben baat bij centrale clearing, ongeacht de aanstaande verplichting daartoe. Volgens ESMA noemen zij als belangrijkste voordeel de liquiditeit die kenmerkend is voor geclearde producten, uitvoeringsefficiëntie en andere kostenoverwegingen. Sommige respondenten van de openbare raadpleging gaven aan dat pensioenregelingen nu al te maken hebben met een verschil in kosten tussen bilaterale en centraal geclearde contracten. Zij meldden dat het uitvoeren van een bilaterale 30-jarige IRS met een nominaal bedrag van 50 miljoen iets hogere kosten met zich kan meebrengen dan het uitvoeren van een centraal geclearde 30-jarige IRS, en dat afwikkeling van de bilaterale IRS duurder kan zijn.

De raadpleging bevestigde tevens dat de belangrijkste uitdaging met betrekking tot centrale clearing voor pensioenregelingen de variatiemarge in contanten is. Andere genoemde uitdagingen zijn onder meer de kosten van clearing, die verband zouden houden met het kapitaalbedrag dat banken volgens de kapitaalvereisten voor banken moeten aanhouden tegenover posities van cliënten, de mogelijkheid voor clearingleden

8 ESMA heeft 19 reacties ontvangen van personen of handelsverenigingen, waaronder twee vertrouwelijke reacties en één gezamenlijke reactie van tien belanghebbenden uit de pensioenfondssector.

9 Gebaseerd op rapportagegegevens van EMIR.

om de contracten met hun cliënten op korte termijn te beëindigen[10] en de problemen die pensioenregelingen kunnen ondervinden indien hun grote posities aan een ander clearinglid moeten worden overgedragen. Er zij echter op gewezen dat pensioenregelingen in de bilaterale clearingruimte ook kunnen worden blootgesteld aan de wanbetaling van hun tegenpartijen.

In het algemeen zijn de deelnemers aan de raadpleging het erover eens dat er bij de oplossing voor het vraagstuk van centrale clearing door pensioenregelingen een juist evenwicht moet worden gevonden tussen de doelstellingen van veerkracht van het financiële stelsel en het voorkomen van onevenredige kosten voor gepensioneerden, en dat die oplossing zowel in normale als in gespannen marktomstandigheden moet kunnen werken.

3.2 Potentiële effecten van migratie naar verplichte centrale clearing

De kwantitatieve informatie die ESMA via de openbare raadpleging heeft verzameld, bevat een overzicht van het potentiële effect van centrale clearing voor pensioenregelingen wat betreft: i) initiële marge; ii) toewijzing aan contanten; iii) daling van de rendementen; en iv) liquiditeitseffecten in geval van stress.

i) Effect op de initiële marge

Volgens een onderzoek uit 2018 van ISDA en PensionsEurope zou een clearingverplichting voor Nederlandse en Deense pensioenfondsen leiden tot een verhoging van de geclearde initiële marge (IM) met ongeveer 7,4 miljard EUR als alleen nieuwe transacties moeten worden gecleard, met 26 miljard EUR als 50 % van het backbook wordt gecleard, en met 44 miljard EUR als het hele backbook wordt gecleard[11].

Bovendien kunnen grote pensioenregelingen door CTP's worden beschouwd als grote risicofactoren, aangezien zij vaak swapposities in één richting aanhouden. Een van deze pensioenregelingen deelde aan ESMA mee dat haar extra liquiditeitstoeslagen op de initiële marge zo hoog kunnen zijn dat zij zou kunnen overwegen een plafond vast te stellen voor het aantal swaps dat zij zou kunnen clearen[12].

ii) Effect op de toewijzingen van contanten

Het verstrijken van de vrijstelling van centrale clearing zou ertoe kunnen leiden dat pensioenregelingen contanten moeten aanhouden om aan potentiële margin calls te kunnen voldoen. In het geval van derivatenblootstellingen vermindert dit het tegenpartijkredietrisico, maar verhoogt het tegelijkertijd het liquiditeitsrisico. In het huidige klimaat van lage rendementen is het aanhouden van contanten en andere liquide middelen steeds duurder geworden. Voor beleggingsfondsen is dit aanleiding geweest

10 Clearingcontracten met cliënten bevatten vaak een clausule waarin een opzeggingstermijn van 90 dagen is opgenomen.

11 PensionsEurope en ISDA, "Potential demand for clearing by EU pension funds", 2018.

12 ESMA, "Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)", december 2020.

om dergelijke aangehouden contanten te verminderen[13]. Uit de openbare raadpleging is gebleken dat sommige pensioenfondsen ongeveer 2 % van hun activa in contanten aanhouden, terwijl andere fondsen een strategische toewijzing aan contanten van nul hebben. Uit het verslag van ESMA, dat gebaseerd is op de reacties op de openbare raadpleging, blijkt dat een pensioenregeling, wil zij kunnen voldoen aan 99,8 % van de variatiemargeverzoeken, ervan uitgaande dat 30 % van haar toewijzing aan contanten binnen één dag beschikbaar is, 7,8 % van haar activa aan een portefeuille in contanten zou moeten toewijzen. Dit bedrag zou stijgen tot 10,9 % indien de pensioenregeling aan 99,95 % van de margeverzoeken wil kunnen voldoen en zou dalen tot 5,3 % indien zij aan 99 % van de calls wil kunnen voldoen.

iii) Potentiële daling van het rendement

Een extra toewijzing aan contanten door pensioenregelingen om aan potentiële margin calls te voldoen, zou leiden tot een daling van het jaarlijkse rendement. In het verslag van ESMA wordt geopperd dat indien een pensioenregeling 5–10 % van haar beleggingsportefeuille aan contanten moet toewijzen, de daaruit voortvloeiende daling van het jaarlijkse rendement ongeveer 0,17–0,33 % per jaar zou kunnen bedragen bij de huidige lage rente (met een rendement van ongeveer 3,17 %)[14]. Indien in plaats daarvan wordt gekeken naar de historische rendementen (volgens gegevens van de OESO voor de Nederlandse pensioensector in de afgelopen 15 jaar ongeveer 6 %), zou de daling tussen 0,3 % en 0,6 % bedragen.

Andere vermogensbeheerders die aan de raadpleging hebben deelgenomen, gaven aan dat hun cliënten/pensioenregelingen reeds over een aanzienlijke buffer aan contanten beschikken en dat hun kosten voor de financiering van tijdelijk hoge liquiditeitsbehoeften daarom zeer laag zijn.

In dit verband mag ook niet uit het oog worden verloren dat pensioenfondsen waarschijnlijk aankijken tegen een langdurige periode van lage rendementen en moeilijkheden kunnen ondervinden om historische rendementen te evenaren. Hoewel de recente monetaire beleidsmaatregelen van centrale banken de aanzienlijke dalingen van de activaprijzen een halt hebben toegeroepen, zullen pensioenfondsen op middellange tot lange termijn waarschijnlijk te maken krijgen met een lagere rente. De uitdaging zal erin bestaan de historische rendementen te evenaren in een potentieel volatiel klimaat van lage rente. In een dergelijk scenario kan zelfs een matige daling van de rendementen een negatief effect hebben op het rendement voor gepensioneerden. Uit een analyse van de ECB[15] blijkt bijvoorbeeld dat indien de huidige rentestand aanhoudt, de gemiddelde couponopbrengsten voor verzekeraars naar schatting zullen dalen van 2,8 % in 2019 tot 1,7 % in 2030, aangezien effecten met een hoger rendement hun vervaldatum naderen. Verwacht wordt dat ook de gegarandeerde rendementen zullen dalen.

13 ECB, “Financial Stability Review”, mei 2020.
14 Uit de reacties op de raadpleging van ESMA.
15 ECB, “Financial Stability Review”, mei 2020.

iv) Liquiditeitseffect in geval van stress

De liquiditeitsbehoeften van pensioenregelingen om te voldoen aan de variatiemarge in een stressscenario met een renteverschuiving van 1 % zijn besproken in het eerste verslag van de Commissie[16]. Daarin zijn gegevens opgenomen uit een onderzoek van Europe Economics and Bourse Consult uit 2014 en uit recente analyses van het Eurosysteem[17]. Een stijging van de rentevoet zou leiden tot een toename van margin calls van CTP's op renteswapportefeuilles van pensioenfondsen. Uitgaande van het voorbeeld van Nederlandse pensioenfondsen (volgens de gegevens van het Eurosysteem bezitten zij ongeveer 89 % van de renteswaps van de pensioenfondsen in de eurozone) heeft het Eurosysteem het effect gesimuleerd van een eendaagse parallelle verschuiving van de rendementscurve met + 100 basispunten. In het gesimuleerde stressscenario zouden margin calls op renteswaps van Nederlandse pensioenfondsen tussen 36 miljard EUR en 47 miljard EUR kunnen bedragen, wat resulteert in een totaal tekort aan contanten van 6 miljard EUR tot 15 miljard EUR (voor de pensioenfondsen in de hele eurozone zou dit 17 miljard EUR kunnen zijn). Bij de maximumschatting zou 55 % van de Nederlandse pensioenfondsen niet over voldoende contanten beschikken om hun variatiemargeverzoeken te dekken. Het tekort zou zich concentreren in een klein aantal fondsen met relatief geringe betalingen van variatiemarges.

Uit de reacties op de openbare raadpleging van ESMA in dit verband blijkt dat in een scenario van een renteverschuiving met 100 basispunten de vereiste variatiemarge in contanten ongeveer 95 miljard EUR zou bedragen voor alle Nederlandse, Deense en Ierse pensioenregelingen die gebruikmaken van swaps.

Tijdens de recente marktonrust door COVID-19 zijn de dagelijkse margin calls op derivatenblootstellingen van fondsen vervijfvoudigd[18]. Uitgaande van het voorbeeld van beleggingsfondsen en op basis van de gedeeltelijke rapportage van variatiemarge in de EMIR-gegevens, stegen de dagelijkse margin calls op fondsen in de eurozone van ongeveer 2 miljard EUR in de eerste helft van februari 2020 tot ruim 10 miljard EUR in de week beginnende op 16 maart 2020. De grootste stijging (met ongeveer het 6,5-voudige) werd gerapporteerd bij portefeuilles bestaande uit aandelenderivaten, gevolgd door portefeuilles met rentederivaten (vijfvoudige stijging), die door pensioenregelingen doorgaans worden aanhouden, en valutaportefeuilles (viervoudige stijging). Er zijn aanwijzingen dat sommige verzekeraars en pensioenfondsen in de eurozone aandelen in geldmarktfondsen hebben verkocht om aan margin calls te voldoen.

Het lijkt erop dat een aanzienlijk aantal beleggingsfondsen in de eurozone te kampen heeft gehad met liquiditeitsproblemen als gevolg van de hoge margin calls, maar over

16 COM(2020) 574 final van 23 september 2020.
17 ECB, "Financial Stability Review", mei 2020.
18 ECB, "Financial Stability Review", mei 2020.

het algemeen hebben zij daaraan weten te voldoen[19]. Onder meer door de renteverlagingen en programma's van centrale banken voor de aankoop van obligaties werden marktdeelnemers, waaronder pensioenfondsen, afgeschermd van enkele van de ergste potentiële effecten van de crisis. Bovendien lijkt het erop dat fondsen tijdens de onrust contanten kunnen aantrekken door repotransacties aan te gaan, activa te verkopen (bv. aandelen in geldmarktfondsen) of kredietlijnen op te nemen. Zoals reeds uiteengezet in het eerste verslag van de Commissie, werden er echter spanningen gemeld bij de toegang tot liquiditeit voor pensioenfondsen.

Uit bovenstaande analyse blijkt dat, ervan uitgaande dat pensioenregelingen hun aanvullende behoeften aan contanten in het opgestelde stressscenario kunnen aantrekken via de repomarkt, de liquiditeitsbehoeften van pensioenregelingen in de eurozone gering zouden blijven in vergelijking met het uitstaande bedrag aan omgekeerde-repotransacties (een graadmeter voor de omvang van de Europese repomarkt). De uitstaande omgekeerde-repotransacties bedroegen in december 2019 ongeveer 1,9 biljoen EUR. In de veronderstelling dat de kredietbehoeften van andere pensioenregelingen in de eurozone vergelijkbaar zijn met die van Nederlandse pensioenregelingen, zal de behoefte aan contant krediet voor alle pensioenregelingen in de eurozone waarschijnlijk onder de 2 % van de totale uitstaande omgekeerde-repotransacties blijven[20].

Volgens ESMA, en zoals ook gemeld door de ICMA[21], heeft de EU-repomarkt tijdens de marktonrust door COVID-19 grotendeels standgehouden. Niettemin kampten de repomarkten op het hoogtepunt van de crisis in februari/maart met ongunstige omstandigheden, aangezien de vraag naar repo's toenam en de capaciteit van de handelaars om bij die vraag te bemiddelen, relatief beperkt was[22]. Dit kan veel bedrijven hebben beperkt in hun mogelijkheden om toegang te krijgen tot de repomarkt, die nodig was om intradayliquiditeit en zekerheden te beheren. Volgens sommige bronnen vormde de illiquide geldmarkt een belemmering voor de bemiddeling bij de verschuiving van liquiditeit van banken naar niet-banken[23]. Over het geheel genomen hebben, zoals gemeld door ESMA, de geclearde repomarkten gedurende de hele crisis efficiënt en effectief gefunctioneerd en bleven ze toegang verschaffen tot afgeleide producten, ook al waren er hier en daar pieken in de margin calls.

In de toekomst zullen repomarkten waarschijnlijk een centrale rol blijven spelen bij de aanpak van de uitdaging van centrale clearing; de deelname van pensioenfondsen aan

19 ECB, "Financial Stability Review", mei 2020.
20 COM(2020) 574 final van 23 september 2020.
21 International Capital Market Association, "The European repo market and the Covid-19 crisis", april 2020.
22 International Capital Market Association, "The European repo market and the Covid-19 crisis", april 2020.
23 D'Avernas, A., Vandeweyer, Q. en Darracq Pariès, M. (2020), "Unconventional monetary policy and funding liquidity risk", Werkdocumentenreeks nr. 2350.

repomarkten in Europa blijft echter beperkt, vooral in vergelijking met de Verenigde Staten[24].

3.3 In de openbare raadpleging voorgestelde initiatieven

Om de verwezenlijking van centrale clearing voor pensioenregelingen te bevorderen, hebben de respondenten van de openbare raadpleging een aantal initiatieven voorgesteld, zoals blijkt uit het verslag van ESMA. Dergelijke initiatieven zijn voornamelijk gericht op het verbeteren van de oplossingen die pensioenregelingen momenteel gebruiken om centraal te clearen, dat wil zeggen cliëntclearing en modellen van CTP's voor gefaciliteerde toegang. Deze vormen de twee pijlers waarop de volgende stappen van dit werk moeten zijn gericht.

Wat cliëntclearing betreft, blijkt uit de input in het verslag van ESMA en de besprekingen binnen de deskundigengroep van de Commissie dat het versterken van het vermogen van clearingleden om diensten op het gebied van onderpandtransformatie te verlenen aan hun directe cliënten, zinvol zou zijn met het oog op een verbetering van de toegang van pensioenregelingen tot liquiditeit wanneer zij daaraan behoefte hebben. Banken zijn goed geplaatst om onderpandtransformatie te faciliteren en doen dit al vele jaren.

Zoals aangegeven in het verslag van ESMA hebben de banken gewezen op een aantal beperkingen die het voor hen en voor pensioenregelingen moeilijker maken om de clearingverplichting voor pensioenregelingen te steunen. Deze beperkingen hebben met name betrekking op de hefboomratio, risicogewogen activa en financiering. Zoals blijkt uit het verslag van ESMA naar aanleiding van de openbare raadpleging, zou met name een gunstigere kapitaalbehandeling voor repo's/omgekeerde repo's de repo-activiteiten helpen stimuleren.

Wat de door CTP's aangeboden modellen voor gefaciliteerde toegang betreft: dergelijke modellen worden door een aantal grote pensioenregelingen reeds gebruikt om toegang te krijgen tot de geclearde repomarkt. Volgens de aan de openbare raadpleging deelnemende CTP's zou een dergelijke oplossing een duidelijk signaal van de regelgevers vereisen, via wijzigingen in de regelgeving en een duidelijke einddatum voor de clearingvrijstelling voor pensioenregelingen, om op bredere steun te kunnen rekenen. Sommige vermogensbeheerders met grote pensioenregelingen als cliënt hebben aangegeven dat dergelijke modellen een bemoedigend perspectief vormen. Sommige respondenten wezen er ook op dat de betrouwbaarheid van geclearde repomarkten in de EU in termen van beschikbare liquiditeit in de loop der jaren is bewezen, ook in tijden van stress. In deze CTP-oplossingen kunnen verdere operationele verbeteringen worden aangebracht, om beter te in te spelen op de behoeften van pensioenregelingen: wat de CTP's betreft, blijkt uit de raadpleging dat verdere verbeteringen kunnen worden overwogen.

24 Eurex, "Derivatives markets after the Covid-19 crisis – A review of the Digital Derivatives Forum", 2020.

De respondenten van de raadpleging hebben dan ook een aantal regelgevingsmaatregelen voorgesteld. In het verslag van ESMA worden met name de volgende voorstellen van belanghebbenden genoemd:

- een gunstigere behandeling van repo's/omgekeerde repo's in het kader van de hefboomratio;
- een herijkte methode voor de berekening van de hefboomratio om "window dressing" door banken op specifieke rapporteringsdata gedurende het jaar te voorkomen[25];
- overwegen een specifieke categorie blootstellingen met betrekking tot pensioenfondsen te creëren, met lagere risicogewichten (die beter aansluiten bij hun hoge kredietwaardigheid);
- specifiek aandacht besteden aan de rol van clearingagenten (banken die pensioenregelingen toegang bieden tot CTP's in het kader van de modellen voor gefaciliteerde toegang) in de bancaire regelgeving;
- krachtens Solvabiliteit II overwegen om pensioenregelingen en verzekeringsondernemingen die rechtstreeks lid zijn van een CTP in het kader van modellen voor gefaciliteerde toegang dezelfde voorkeursbehandeling te geven als die welke voor clearingleden beschikbaar is krachtens de VKV;
- andere wijzigingen in de regelgeving met betrekking tot icbe's en abi's, met als doel centrale clearing voor kopers aan te moedigen.

Daarnaast heeft het ESRB voorstellen gedaan om het liquiditeitsrisicokader te verbeteren, ook voor pensioenregelingen, onder meer door in bepaalde gevallen een specifieke liquiditeitsbuffer aan te leggen.

4. CONCLUSIE

Volgens EMIR Refit vervalt de vrijstelling van centrale clearing in juni 2021 en kan deze door de Europese Commissie tweemaal worden verlengd door middel van gedelegeerde handelingen, telkens met een jaar.

De algemene analyse van de Europese Commissie met betrekking tot de belangrijkste kwesties in verband met de centrale clearing door pensioenregelingen, zoals uiteengezet in het eerste verslag van september 2020, wordt grotendeels bevestigd door de resultaten van de openbare raadpleging van ESMA. Deze raadpleging leverde eveneens nadere kwantitatieve inzichten op.

In de afgelopen jaren zijn er vorderingen gemaakt op weg naar centrale clearing voor pensioenregelingen en, zoals reeds is uiteengezet, de pensioenregelingen bewegen zich inderdaad gedeeltelijk in de richting van centrale clearing op vrijwillige basis. Dit is ook het resultaat van diverse markt- en regelgevingskrachten.

25 In dit verband moet worden opgemerkt dat het Bazels Comité voor bankentoezicht en de EU-autoriteiten onlangs maatregelen hebben genomen om dit probleem aan te pakken door de openbaarmakingsvereisten voor de hefboomratio aan te scherpen. Deze bepalingen zullen door EU-banken vanaf juni 2021 worden toegepast.

Om verdere vooruitgang te boeken in de richting van een duurzaam landschap voor centrale clearing voor pensioenregelingen, is de Commissie evenwel van mening dat een uitbreiding van de vrijstelling voor pensioenregelingen om verschillende redenen nodig is. Ten eerste zou dit de mogelijkheid bieden om de modellen van CTP's voor gefaciliteerde toegang verder te verfijnen. Ten tweede zou dit een diepgaandere beoordeling van de wenselijkheid en haalbaarheid van de invoering van eventuele wijzigingen in de regelgeving mogelijk maken, wat een verplichte oplossing voor centrale clearing zou kunnen ondersteunen. Ten derde zouden daardoor alternatieve oplossingen kunnen rijpen, aangezien de geldmarkten nog steeds volatiel kunnen zijn naarmate de economische gevolgen van de COVID-19-pandemie zich doen gelden. Het laten verstrijken van de vrijstelling van de clearingverplichting voor pensioenregelingen in juni 2021 lijkt voorbarig, met name omdat er nog steeds bezorgdheid kan ontstaan over de beschikbaarheid van liquiditeit in het stelsel om aan de vraag naar variatiemarge te voldoen. Ten slotte is een verlenging in overeenstemming met het advies van ESMA, in samenwerking met de EBA, de EIOPA en het ESRB.

De Commissie stelt daarom voor een gedelegeerde handeling vast te stellen waarbij de vrijstelling van centrale clearing wordt verlengd tot juni 2022.

In de komende maanden zal DG FISMA de verschillende oplossingen en voorstellen van belanghebbenden uit de sector grondig blijven onderzoeken en beoordelen, in samenwerking met de specifieke deskundigengroep en de betrokken diensten van de Commissie.