EUROPESE
COMMISSIE

Brussel, 3.2.2015
COM(2015) 39 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, waarin wordt beoordeeld welke vorderingen en inspanningen CTP's gerealiseerd hebben bij de ontwikkeling van technische oplossingen voor het overdragen door pensioenregelingen van andere zekerheden dan contanten als variatiemarges, alsook of er behoefte is aan maatregelen om een dergelijke oplossing te faciliteren

1. INLEIDING

Verordening (EU) nr. 648/2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters (hierna de "EMIR-verordening" genoemd) werd op 27 juli 2012 bekendgemaakt in het Publicatieblad van de Europese Unie (EU) en is op 16 augustus 2012 in werking getreden.

Krachtens de EMIR-verordening worden otc-derivaten die zijn gestandaardiseerd (d.w.z. die aan vooraf bepaalde criteria, zoals een hoge mate van liquiditeit, voldoen), aan een verplichte centrale clearing onderworpen en moeten zij door centrale tegenpartijen (CTP's) worden afgewikkeld.

CTP's zijn entiteiten die zich tussen de twee tegenpartijen bij een transactie plaatsen en aldus de "koper van elke verkoper", en de "verkoper aan elke koper" worden. Als tegenpartij bij elke transactie draagt de CTP tegenpartijkredietrisico indien een van haar tegenpartijen failliet gaat.

CTP's zijn zodanig opgezet dat zij bestand zijn tegen wanbetaling door een clearinglid of cliënt, voornamelijk door de toepassing van frequente en behoudende zekerheids- of "marge"-vereisten welke worden vastgesteld om mogelijke verliezen bij wanbetaling te dekken. CTP's aanvaarden slechts zeer liquide activa, in de regel in de vorm van contanten, als zakelijke zekerheid om aan variatiemargeopvragingen te voldoen, zodat bij wanbetaling snel tot liquidatie kan worden overgegaan.

In veel lidstaten nemen pensioenregelingen[i] actief deel aan de otc-derivatenmarkten. Over het algemeen beperken zij hun kaspositie echter tot een minimum en trachten zij via beter renderende beleggingen, zoals effecten, een hoog rendement voor hun begunstigden (gepensioneerden) te behalen. Doordat CTP's enkel liquide activa als zakelijke zekerheid kunnen aanvaarden om aan margeopvragingen te voldoen, zouden pensioenregelingen op korte termijn contanten moeten kunnen genereren, hetzij door contant geld te lenen, hetzij door andere activa te verkopen. In het kader van de huidige bilaterale betrekkingen doet dat probleem zich niet voor: thans kunnen pensioenregelingen andere activa dan contanten ter beschikking van hun bilaterale tegenpartijen stellen, voor zover een marge is vereist. Het aanhouden van kasreserves leidt tot hoge opportuniteitskosten voor pensioenregelingen doordat zekerheden in de vorm van contanten weinig rente opleveren. Indien CTP's verplicht zouden worden aan variatiemargeopvragingen te voldoen, zouden de kosten van centrale clearing derhalve uiteindelijk tot een vermindering van het pensioeninkomen van de betrokken gepensioneerden leiden.

De Commissie, de Raad en het Parlement hebben daarom besloten pensioenregelingen die voldoen aan bepaalde criteria[ii], die in artikel 89, lid 1, van de EMIR-verordening zijn vastgelegd, een tijdelijke vrijstelling van de clearingverplichting te verlenen van drie jaar. Deze vrijstelling kan in totaal met een periode van nog eens drie jaar worden verlengd. Deze overgangsperiode is uitdrukkelijk in de EMIR-verordening

opgenomen om CTP's meer tijd te gunnen voor de ontwikkeling van technische oplossingen voor het overdragen van andere zekerheden dan contanten ten einde aan variatiemargeopvragingen te voldoen.

2. DOEL VAN DIT VERSLAG

Overeenkomstig artikel 85, lid 2, van de EMIR-verordening wordt met dit verslag beoogd een beoordeling te presenteren van de vorderingen en inspanningen die de CTP's hebben gerealiseerd bij de ontwikkeling van technische oplossingen voor het overdragen door pensioenregelingen van andere zekerheden dan contanten als variatiemarges. Tevens wordt nagegaan of er behoefte is aan maatregelen om een dergelijke oplossing te faciliteren.

In artikel 85, lid 2, is eveneens bepaald dat, indien de Commissie van oordeel is dat de nodige inspanningen om passende technische oplossingen te ontwikkelen niet zijn verricht en dat de negatieve gevolgen van centrale clearing van derivatencontracten voor het pensioeninkomen van toekomstige gepensioneerden onveranderd blijven, zij overeenkomstig artikel 82 bevoegd is gedelegeerde handelingen vast te stellen om de in artikel 89, lid 1, bedoelde termijn van drie jaar eenmaal met twee jaar en eenmaal met een jaar te verlengen.

Om de huidige situatie volledig te kunnen beoordelen, heeft de Commissie opdracht gegeven tot de uitvoering van een basisstudie om te onderzoeken of de CTP's de nodige inspanningen hebben geleverd om adequate technische oplossingen te ontwikkelen voor de overdracht door pensioenregelingen van andere zekerheden dan contanten als variatiemarges. Deze basisstudie bevat ook een analyse van mogelijke alternatieve oplossingen. Ten slotte wordt in de basisstudie geanalyseerd welk effect de afschaffing van de vrijstelling zou hebben als een oplossing uitblijft, door de vermindering van het pensioen voor de begunstigden van de betrokken pensioenregelingen te berekenen[iii].

Overeenkomstig artikel 85, lid 2, heeft de Europese Commissie bij de opstelling van dit verslag overleg gepleegd met de Europese Autoriteit voor effecten en markten en de Europese Autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen.

3. DOOR CTP's GELEVERDE INSPANNINGEN

3.1. EEN "REPO"-DIENST VOOR PENSIOENREGELINGEN

Tot dusverre heeft slechts één CTP een aanzienlijke inspanning geleverd om een oplossing te ontwikkelen voor de terbeschikkingstelling van andere activa dan contanten om aan variatiemargeopvragingen te voldoen.

De betrokken CTP is actief bezig een dienst te ontwikkelen (hierna: de "repo-dienst voor pensioenregelingen"[iv] genoemd) die tegemoet zou kunnen komen aan de behoefte van pensioenregelingen om andere activa dan contanten te gebruiken bij het verrichten van hun variatiemargestortingen in contanten.

In het kader van de voorgestelde dienst zou een beperkt aantal marktdeelnemers (handelaars uitgezonderd), waaronder pensioenregelingen, lid kunnen worden van de handels- en clearingdienst voor retrocessietransacties (repo's). In het kader van een retrocessietransactie verkoopt een partij een actief (meestal vastrentende waardepapieren) aan een andere partij en verbindt zij zich ertoe het actief tegen een overeengekomen prijs op een toekomstige datum terug te kopen. Het actief dient als zekerheid en vermindert het tegenpartijkredietrisico van de koper ten opzichte van de verkoper. Repo's zijn derhalve een middel voor pensioenregelingen om hun bestaande andere activa dan contanten om te zetten in de contanten die de CTP's nodig hebben om aan margevereisten te voldoen, en tegelijkertijd eigenaar van de activa te blijven en, wat het belangrijkste is, het beleggingsrendement van de activa op lange termijn te behouden. In het kader van de voorgestelde repo-dienst voor pensioenregelingen zouden pensioenregelingen repo-transacties aangaan met andere marktdeelnemers die van de handelsdienst gebruikmaken, en daarbij de effecten gebruiken die zij reeds in het kader van hun gewone beleggingsbeheer bezitten. Deze transacties zouden worden uitgevoerd op het repo-handelsplatform van de CTP en zouden automatisch via haar clearingdienst worden afgewikkeld. De dankzij de repo-transacties verkregen contanten zouden vervolgens aan de CTP ter beschikking kunnen worden gesteld om aan haar variatiemargeopvragingen te voldoen. De repo's zelf zouden via de CTP worden gecleard en het tegenpartijkredietrisico van de pensioenregeling met betrekking tot deze transactie zou door de CTP worden verminderd.

Dankzij deze dienst zouden pensioenregelingen repo-transacties kunnen verrichten en tegelijkertijd het beheer van de posities bij de CTP kunnen centraliseren. Eventueel nog overblijvend tegenpartijkredietrisico in verband met hun bilaterale repo-transacties zou beperkt zijn doordat zij met de CTP te maken hebben en niet met de tegenpartij van de repo's.

De repo-dienst voor pensioenregelingen is nog in ontwikkeling, en daarom blijven bepaalde belangrijke vragen over de levensvatbaarheid van een dergelijke dienst vooralsnog onbeantwoord. Zoals hieronder in afdeling 4.3 nader wordt toegelicht, wordt aangenomen dat er mogelijk onvoldoende capaciteit op de bilaterale repo-markten aanwezig is om pensioenregelingen van de liquide middelen te voorzien die nodig zijn om aan de variatiemargeopvragingen van de CTP te voldoen wanneer er marktspanningen optreden. Bijgevolg moet worden betwijfeld of er zich markten voor geclearde repo's zullen ontwikkelen die de benodigde extra capaciteit bieden waaraan pensioenregelingen behoefte hebben. Het vermogen van bancaire aanbieders van repo-liquiditeit om bilaterale risico's uit hun transacties te verwijderen en in plaats daarvan via een CTP te opereren, kan tot een vermindering van de kapitaalkosten leiden

waardoor de repo-activiteit verder zou kunnen worden gestimuleerd. Er zijn echter nog andere regelgevingsfactoren die op korte à middellange termijn op de ontwikkeling van de repo-markten van invloed kunnen zijn, zoals onder meer regelgevingsinitiatieven in het kader van Bazel III, alsook de voorgestelde EU-belasting op financiële transacties, en mogelijke beginselen inzake de verplichte toepassing van een reductiefactor op de waarde van activa in het kader van de werkstroom van de Raad voor financiële stabiliteit inzake effectenleningen en repo's. Dit alles maakt het mogelijk dat repo-markten minder aantrekkelijk zullen worden voor liquiditeitsverstrekkers en dan ook zullen krimpen.

Voorts valt te betwijfelen of alle – of zelfs de meeste – pensioenregelingen die moeite hebben om aan variatiemargeopvragingen in contanten te voldoen, van deze dienst gebruik kunnen maken. Dat komt doordat de deelnemers aan de dienst toegang zouden moeten krijgen tot de CTP op grond van een bijzondere lidmaatschapsovereenkomst waarbij pensioenregelingen verplicht zouden worden om bijdragen te storten in een speciaal wanbetalingsfonds. Dit wanbetalingsfonds zou niet worden gebruikt ter dekking van verliezen van andere clearingleden zoals bij conventionele lidmaatschapsovereenkomsten het geval is; het zou slechts worden gebruikt ter dekking van rechtstreekse verliezen als gevolg van de eventuele wanbetaling van de pensioenregeling zelf. Het fonds staat derhalve niet bloot aan verliezen die zijn veroorzaakt door andere in gebreke blijvende clearingleden, maar het impliceert wel een voorafgaande inbreng van aanvullende zekerheden die wellicht niet voor alle pensioenregelingen en hun bestuurders of beheerders aanvaardbaar is.

Ten slotte zijn de kosten voor het gebruik van de potentiële repo-dienst voor pensioenregelingen in de huidige ontwikkelingsfase onbekend. Het is mogelijk dat de kosten van het verrichten van geclearde repo-transacties hoger zijn dan de kosten van het sluiten van bilaterale repo-transacties. Dat komt omdat de pensioenregelingen moeten deelnemen in een wanbetalingsfonds, zoals hierboven beschreven, en daarnaast een clearingvergoeding in verband met de transactie zijn verschuldigd. Verder zal er voor de pensioenregelingen sprake zijn van uitvoeringskosten, zowel voor het opzetten van operationele verbindingen met de dienst, als voor de sluiting van juridische overeenkomsten.

Deze potentiële dienst is nog volop in ontwikkeling. Volgens de plannen zal hij in de eerste helft van 2015 van start gaan. De Commissie zal met de betrokken CTP en de pensioenregelingen blijven samenwerken wanneer de dienst op de markt wordt gebracht, om na te gaan of hij in staat is in de behoeften van de pensioenregelingen te voorzien.

De Commissie zal ook met belangstelling onderzoeken of andere CTP's soortgelijke diensten kunnen ontwikkelen.

Aangezien de voorgestelde dienst nog van start moet gaan, is de Commissie op zoek gegaan naar alternatieve technische oplossingen, waarbij zij heeft onderzocht of er nog andere maatregelen zijn waarmee CTP's pensioenregelingen in staat zouden kunnen stellen andere activa dan contanten over te dragen om aan variatiemargeopvragingen te voldoen. Deze mogelijke technische oplossingen worden hieronder toegelicht. De levensvatbaarheid van elke optie wordt beoordeeld, waarbij rekening wordt gehouden met de daarmee samenhangende juridische, commerciële, beleidsmatige en praktische problemen, de daaraan verbonden risico's en de vermoedelijke kosten voor pensioenregelingen.

In het kader van de basisstudie is tevens onderzocht of er buiten de CTP-infrastructuur om mogelijk alternatieve oplossingen op het gebied van centrale clearing voor pensioenregelingen bestaan die geen negatieve gevolgen hebben voor pensioeninkomens. Deze alternatieve oplossingen worden hieronder eveneens besproken, met een analyse van de levensvatbaarheid ervan.

De eventuele risico's van de technische of alternatieve oplossingen moeten vanzelfsprekend worden afgewogen tegen de mate waarin de centrale clearing het systeemrisico beperkt.

3.2. MOGELIJKE ALTERNATIEVE OPLOSSINGEN

(i) Transformatie van zekerheden door CTP's

Deze oplossing zou inhouden dat CTP's aan pensioenregelingen een repo-dienst aanbieden waarbij de CTP de belangrijkste tegenpartij bij de repo-transactie is, en zij aan de pensioenregelingen contanten zouden verstrekken in ruil voor effecten. Dit concept is in wezen vergelijkbaar met de bovenbedoelde repo-dienst voor pensioenregelingen die door een CTP wordt opgezet. Bij deze oplossing wordt evenwel niet verondersteld dat de CTP ook in staat is een georganiseerd repo-handelsplatform en een daaraan gerelateerde clearingdienst aan te bieden.

De betrokken CTP zou vervolgens gelijktijdig een back-to-back repo-transactie met een derde partij moeten aangaan om de contanten te verwerven. Deze derde partij zou een aanbiedende bank op de repo-markt zijn of een centrale bank.

Het is echter de vraag of een regeling waarbij de centrale bank de enige aanbieder van liquiditeit voor repo's is, voor die centrale bank aanvaardbaar zou zijn. In het onderhavige geval wordt derhalve een oplossing gepresenteerd waarbij de CTP verwacht onder "normale" omstandigheden commerciële banken te zullen gebruiken en slechts bij ongunstige marktscenario's een beroep op de centrale bank te zullen doen.

Momenteel hebben niet alle CTP's routinematig toegang tot centralebankfaciliteiten. Sommige CTP's in de EU hebben toegang tot intraday-krediet en, onder bepaalde voorwaarden, tot overnight-krediet. Deze toegang is echter wellicht niet geschikt om een op repo's gebaseerde modelfaciliteit voor de transformatie van zekerheden tot stand te brengen. Om dat doel te verwezenlijken, zouden CTP's ten minste toegang moeten hebben tot overnight-faciliteiten of zelfs tot krediettransacties met langere looptijden, om te voorkomen dat kortlopende repo's dagelijks moeten worden verlengd. Dit zou een verandering van de gebruikelijke werkwijze tussen centrale tegenpartijen en centrale banken met zich meebrengen waarop centrale banken en hun stakeholders zich nauwgezet zouden moeten beraden.

Verder impliceert dit alternatief dat CTP's een groter risico op zich nemen in termen van repo-transactievolume en de daaruit voortvloeiende blootstelling aan tegenpartijrisico en marktrisico. Hierdoor neemt op zijn beurt het systeemrisico van de CTP's toe.

Verdere problemen zijn onder meer dat CTP's in de nodige capaciteit voor het beheer van handelstransacties en financiële middelen zullen moeten investeren en dat zij operationele en juridische wijzigingen zullen moeten doorvoeren – met name wat hun wanbetalingsprocedures betreft voor het geval repo-transacties met een in gebreke blijvend clearinglid wellicht gelijktijdig met de desbetreffende otc-derivatenportefeuilles moeten worden geliquideerd.

(ii) Rechtstreekse acceptatie van andere activa dan contanten met doorgifte aan de ontvangers van variatiemarge

In dit geval zou de CTP pensioenregelingen toestaan variatiemarge te deponeren in de vorm van andere activa dan contanten welke zij reeds in haar bezit heeft, zoals overheidsobligaties. Die activa zouden aan de "in the money"-tegenpartij bij de transactie worden doorgegeven.

Een CTP zou twee reeksen parallelle producten onder dezelfde fundamentele economische voorwaarden ter clearing moeten aanbieden — één waarvoor variatiemarge in contanten zou worden gestort en ontvangen, en één waarbij de variatiemarge ter beschikking zou worden gesteld en ontvangen in gespecificeerde in aanmerking komende effecten. Dit zou de marktliquiditeit verminderen, wat waarschijnlijk zou leiden tot grotere handelsmarges en minder flexibiliteit bij de overdracht of de liquidatie van de posities van een in gebreke blijvende deelnemer aan de CTP. Verder zou het niet mogelijk zijn opvragingen van zekerheden tussen beide producten onderling te verrekenen.

Tijdige afwikkeling is een ander belangrijk obstakel voor de uitvoerbaarheid van deze optie. Deelnemers die andere activa dan contanten ten behoeve van de variatiemarge verstrekken, zouden de effecten op dezelfde dag op naam van de CTP moeten kunnen overdragen als die waarop de margeopvraging heeft plaatsgevonden. Dit zou echter in de praktijk moeilijk te realiseren zijn omdat afwikkeling op een en dezelfde dag

momenteel geen standaardpraktijk is voor centrale effectenbewaarinstellingen. Een andere moeilijkheid is dat effecten slechts kunnen worden ingewisseld tegen verhandelbare waardepapieren. Aangezien de als variatiemarge te betalen of te ontvangen bedragen door de CTP in monetaire waarden worden berekend, zou de CTP een marktconventie moeten vaststellen ter bepaling van de wijze waarop deze waarden moeten worden omgezet in een leverbare hoeveelheid van het soort zekerheden dat is gekozen door de partij die de variatiemarge stort, wat leidt tot afrondingsverschillen en correcties in contanten tussen de CTP en de clearingleden.

Om de noodzakelijke operationele capaciteit op dit gebied te verschaffen, zouden CTP's, clearingleden, bewaarders, vermogensbeheerders en pensioenregelingen enkele miljoenen euro's aan extra kosten moeten dragen.

Op juridisch gebied valt verder te betwijfelen of de doorgifte van effecten aan de ontvanger van variatiemarge wel strookt met het voor sommige pensioenregelingen geldende vereiste dat zij de zeggenschap over hun activa moeten behouden.

(iii) Acceptatie van andere activa dan contanten waarbij het zekergesteld belang aan ontvangers van variatiemarge wordt doorgegeven

Ook in dit geval zou de CTP pensioenregelingen toestaan variatiemarge te storten in de vorm van effecten, zoals onder (ii).

In plaats van de effecten door te geven aan de tegenpartijen die variatiemarge moeten ontvangen, zou de CTP met betrekking tot de gedeponeerde effecten een zekergesteld belang creëren ten gunste van de ontvanger van variatiemarge.

Bij deze oplossing worden de activa die zijn gedeponeerd om aan de opvraging van variatiemarge te voldoen, niet aan de ontvanger van de variatiemarge overgedragen, waardoor het risico van de overeenkomst niet daadwerkelijk wordt geregeld. Er is slechts sprake van een rechtsvordering waarvan de waarde in de tijd zal variëren. Bij wanbetaling zou de waarde van de vordering onduidelijk zijn tot de liquidatie ervan. Door dit extra risico zou de prijs van de overeenkomst aangepast moeten worden en zou zij duurder worden dan gewone, in contanten afgewikkelde overeenkomsten, waardoor opnieuw een tweedeling van geclearde producten zou ontstaan en het op pensioenregelingen toegesneden product minder liquide zou zijn.

Het juridische risico vormt ook bij deze oplossing een hinderpaal, omdat in de EU de wetgeving inzake zekergestelde belangen niet altijd gelijk is. Dit kan tot rechtsonzekerheid leiden over wat er bij wanbetaling zou gebeuren.

(iv) Quadripartiete zekerheden voor het zekergesteld belang van variatiemarge

Dit is een variatie op de bovenbeschreven oplossing, waarbij de effecten bij een bewaarnemer blijven in het kader van een overeenkomst tussen die bewaarnemer, de pensioenregeling, de tegenpartij bij de oorspronkelijke transactie en de CTP.

Deze oplossing zou pensioenregelingen in staat stellen andere activa dan contanten als variatiemarge te deponeren zonder deze in contanten te hoeven omzetten. Zakelijke zekerheden zouden in plaats daarvan worden verstrekt in de vorm van een zekergesteld belang ten gunste van de tegenpartij. De pensioenregeling zou het beheer van haar zekerheden uitbesteden aan een bewaarnemer in het kader van een overeenkomst tussen de vier betrokken partijen — de pensioenregeling, de tegenpartij, de CTP en de bewaarnemer. Deze oplossing bouwt voort op bestaande tripartiete diensten voor zekerhedenbeheer.

Deze optie geeft aanleiding tot dezelfde problemen als de voorgaande, in die zin dat het tegenpartijkredietrisico niet wordt geregeld, wat in strijd is met de functie van de variatiemarge en op bezwaren kan stuiten onder clearingleden, tegenpartijen en toezichthouders.

Ook deze oplossing zou een tweedeling van de producten veroorzaken, met liquiditeitsproblemen en complicaties op het gebied van afwikkeling tot gevolg.

(v) Transformatie van zekerheden door clearingleden

Dit eerste alternatief voor een technische oplossing op het niveau van de CTP is de mogelijkheid voor pensioenregelingen om contant geld aan te trekken door repo-transacties met hun clearingleden te sluiten, buiten de eigen infrastructuur van de CTP om.

De clearingleden van CTP's die otc-derivatencontracten clearen, maken over het algemeen deel uit van bankgroepen die tevens actief zijn op de repo-markt. Dit betekent dat clearingleden geschikt lijken om voor dit doel repo-diensten aan te bieden aan hun cliënten/pensioenregelingen zonder in nieuwe bedrijfsactiviteiten te investeren. Een dergelijke dienst zou ook kunnen worden verstrekt aan pensioenregelingen, onafhankelijk van hun door een derde bank aangewezen clearing brokers.

In hun huidige omvang hebben de bilaterale repo-markten wellicht echter onvoldoende capaciteit om de liquide middelen te verschaffen die pensioenregelingen nodig zouden hebben om aan hun variatiemargeverplichtingen te voldoen. Hoe dan ook zouden repo's niet door handelaars worden gegarandeerd en zouden zij in tijden van spanningen kunnen worden herroepen.

Volgens de bevindingen van de basisstudie (zie met name punt 5.7.3) zou de repo-markt echter niet in staat zijn om aan de totale vraag van pensioenregelingen te voldoen wanneer deze aan een zeer sterke rentebeweging (bv. met 100 basispunten) toe te schrijven variatiemargeopvragingen volledig met contanten zouden willen financieren. Indien pensioenregelingen op de bilaterale repo-markt zouden vertrouwen, zouden zij bijgevolg geen toegang hebben tot de financiële middelen die zij nodig hebben om aan hun variatiemargeopvragingen te voldoen. Dit zou tot gevolg

hebben dat variatiemarges niet worden gestort en dat pensioenregelingen in gebreke zouden blijven, wat weer een domino-effect op de markten zou teweegbrengen.

Bij deze regeling zou de clearing broker van de pensioenregeling blootstaan aan de gevolgen van de wanbetaling van de pensioenregeling, in zoverre hij contractueel verplicht kan zijn namens zijn cliënt aan variatiemargeopvragingen te voldoen. Aangezien clearing brokers in de regel zeer grote banken zijn, zou het financiële stelsel in ruime zin een aanzienlijk risico lopen.

(vi) Effectenleningen via een "agent"

Naar het voorbeeld van de verstrekking van effectenleningen via een "agent" (*agency stock lending*) zou de pensioenregeling effecten uit haar eigen portefeuille uitlenen aan derden en in ruil daarvoor van de leningnemer zekerheden in de vorm van contanten ontvangen, die zouden kunnen worden gebruikt om aan variatiemargeopvragingen te voldoen.

Veel pensioenregelingen ontplooien reeds activiteiten op het gebied van effectenleningen via vaste operationele en juridische constructies. Of een pensioenregeling effectenleningen kan verstrekken, hangt echter af van de vraag of bij andere marktdeelnemers op een gegeven moment de behoefte bestaat om de aangeboden activa te lenen. Pensioenregelingen hebben er dus geen invloed op of tegenpartijen daadwerkelijk willen lenen en met welke looptijd. Effectenleningen kunnen daarom niet als een betrouwbare financieringsbron worden beschouwd. Evenals de bovenbeschreven regeling zou deze optie ertoe kunnen leiden dat niet aan margeopvragingen wordt voldaan, met de mogelijke wanbetaling van de clearing broker van de pensioenregeling tot gevolg.

(vii) Gedekte leningstransacties door niet-financiële entiteiten

De basisstudie stelt vast dat veel grote ondernemingen momenteel over ruime kasreserves beschikken, die zij wellicht voor gedekte leningstransacties ter beschikking willen stellen.

Deze optie zou inhouden dat de pensioenregeling effecten ter beschikking stelt in het kader van een repo-transactie, en van de onderneming contanten ontvangt als zekerheidsstelling voor de terugkoop, vergelijkbaar met de onder (v) besproken mogelijke alternatieve oplossing.

Er is momenteel geen gevestigde markt voor gedekte leningen van ondernemingen aan pensioenregelingen. Dit betekent dat, hoewel ondernemingen in theorie over genoeg middelen kunnen beschikken om pensioenregelingen van contanten te voorzien zodat deze aan de variatiemargeopvragingen van CTP's kunnen voldoen, de capaciteit en de volatiliteit van een dergelijke markt onmogelijk kunnen worden beoordeeld. Bovendien rijst de vraag of de totstandbrenging van een dergelijke markt regelgeving

zou vereisen, en welk effect dit zou hebben op de kosten en de beschikbaarheid. Deze optie kan daarom niet als een levensvatbaar alternatief worden beschouwd.

4. CONCLUSIES

4.1. DOOR CTP's GEREALISEERDE VORDERINGEN EN INSPANNINGEN

Er kan worden geconcludeerd dat, afgezien van de voorgestelde repo-dienst voor pensioenregelingen zoals beschreven in afdeling 3, CTP's onvoldoende vorderingen lijken te hebben gemaakt bij de ontwikkeling van technische oplossingen voor het overdragen van andere zekerheden dan contanten als variatiemarge. De CTP's lijken geen enkele van de geanalyseerde potentiële alternatieve infrastructurele oplossingen na te streven die in afdeling 3.2, punten i) tot en met iv), worden geschetst. Er kan worden geconcludeerd dat dit te wijten is aan de belemmeringen die in dit verslag worden gesignaleerd. Dat neemt evenwel niet weg dat CTP's moeten blijven zoeken naar manieren om de belemmeringen op te heffen die de toepassing van potentiële alternatieve oplossingen in de weg staan.

Dat er weinig of geen vooruitgang is geboekt bij het aanreiken en ontwikkelen van haalbare oplossingen, kan mogelijk worden toegeschreven aan het feit dat de CTP's die geen oplossingen hebben ontwikkeld, momenteel niet in een goede positie verkeren om dergelijke diensten aan te bieden omdat zij op de repo-markten nog geen handels- of clearingdiensten verlenen die als basis kunnen dienen voor het vergemakkelijken van de transformatie van zekerheden. Ook mag worden aangenomen dat CTP's hun middelen de afgelopen twee à drie jaar vooral hebben ingezet om hun diensten in overeenstemming te brengen met de nieuwe EMIR-vereisten en met andere aspecten van de herziene EU- en internationale regelgeving[v]. Tevens hebben de CTP's veel middelen aangewend voor de ontwikkeling van algemene clearingoplossingen voor cliënten, omdat de EMIR-clearingverplichtingen ook zullen gelden voor middelgrote marktdeelnemers (met inbegrip van pensioenregelingen) die, anders dan clearingleden, niet rechtstreeks kunnen clearen. De weinige inspanningen die zijn geleverd om technische oplossingen te ontwikkelen, kunnen derhalve ook worden toegeschreven aan het feit dat CTP's geen prioriteit hebben kunnen geven aan nieuwe ontwikkelingen op dit terrein.

4.2. VEREISTE MAATREGELEN

De Commissie zal de ontwikkeling van de door de betrokken CTP voorgestelde repo-dienst op de voet blijven volgen om na te gaan of doelgerichte vorderingen worden gemaakt ter zake en of de oplossing, zoals verwacht, in 2015 probleemloos wordt geïmplementeerd. De succesvolle invoering van deze voorgestelde dienst zal ook afhangen van de voortgezette samenwerking tussen de potentiële deelnemende pensioenregelingen.

De Commissie zal ook blijven overleggen met andere CTP's uit de EU die de otc-derivatentransacties in kwestie (rente- en/of inflatieswaps) clearen, om na te gaan of die CTP's geen soortgelijke oplossingen zouden kunnen toepassen. Zoals gezegd, kan dit afhangen van de vraag of andere CTP's in staat zijn diensten op het gebied van zowel repo-handel en -clearing als clearing van otc-derivaten aan te bieden. De Commissie dringt er niettemin sterk bij alle CTP's uit de EU op aan om in samenwerking met hun clearingleden en met pensioenregelingen te blijven onderzoeken hoe de in dit verslag gesignaleerde belemmeringen uit de weg kunnen worden geruimd om te komen tot clearingoplossingen die – hetzij individueel, hetzij gecombineerd – de nodige capaciteit kunnen opleveren om pensioenregelingen in staat te stellen hun otc-derivatentransacties centraal te clearen, met minder negatieve gevolgen voor hun rendementen. Een passende oplossing moet pensioenregelingen in staat stellen hun otc-derivatenactiviteiten te ontplooien zonder dat daar al te grote kosten aan verbonden zijn, en hun tegenpartijen en het ruimere financiële stelsel tegelijkertijd de voordelen van centrale clearing bieden.

De Commissie is er zich evenwel van bewust dat, mocht een oplossing uitblijven, pensioenregelingen zich uiteindelijk uiterlijk vanaf augustus 2018 verplicht zullen zien effecten door contanten te vervangen om een liquiditeitsbuffer aan te houden die groot genoeg is om aan potentiële variatiemargeopvragingen te voldoen. Ook moet worden bedacht dat, hoewel geen van de potentiële alternatieve oplossingen als een volledig bevredigende oplossing voor pensioenregelingen lijkt te kunnen worden aangemerkt, het eventueel noodzakelijk kan blijken van een combinatie van methoden voor de transformatie van zekerheden gebruik te maken. De Commissie spoort de sector er tevens toe aan na te gaan welke de financieringsmogelijkheden (zoals gedekte obligaties of door activa gedekte waardepapieren) zijn die mogelijk op langere termijn ter beschikking zullen staan van pensioenregelingen en die, individueel of gecombineerd, een toereikende en betrouwbare financieringsbron kunnen vormen, ook in tijden van spanningen. Erkend wordt dat dergelijke financieringsmogelijkheden kunnen afhangen van het feit of de pensioenregelingen in staat zijn juridisch eigenaar te blijven van en/of de zeggenschap te behouden over de voor contanten ingewisselde effecten. Dit zou dan ook enige flexibiliteit vereisen.

4.3. POTENTIËLE NEGATIEVE GEVOLGEN VAN CENTRALE CLEARING VAN DERIVATENCONTRACTEN VOOR HET PENSIOENINKOMEN VAN TOEKOMSTIGE GEPENSIONEERDEN

Als er geen mogelijkheid voorhanden is om van de clearingverplichting te worden vrijgesteld, zouden pensioenregelingen zich verplicht zien kasreserves aan te houden in plaats van de beter renderende activa die zij gewoonlijk aanhouden, zoals overheidsobligaties. Het blijven aanhouden van andere activa dan contanten en het op ad-hocbasis vertrouwen op de open repo-markten bieden onvoldoende zekerheid.

Zoals in de basisstudie is aangegeven, is de voornaamste hinderpaal voor een dergelijke werkwijze het feit dat de huidige bilaterale repo-markten niet liquide genoeg lijken om in stressscenario's aan de behoeften van EU-pensioenregelingen te kunnen voldoen. Deze conclusie is gebaseerd op een analyse van de EU-markten voor overheidsobligaties. Volgens de basisstudie zou een beweging van 100 basispunten voor de EU-pensioenregelingen leiden tot een totale variatiemargeopvraging van 204 à 255 miljard EUR. Van dit bedrag zou 98 à 123 miljard EUR (82 à 103 miljard GBP) voor rekening komen van pensioenregelingen uit het Verenigd Koninkrijk en overwegend op in pond sterling luidende activa betrekking hebben, terwijl 106 à 130 miljard EUR zou slaan op in euro (en mogelijk in andere valuta's) luidende activa.

Ook al zouden pensioenregelingen als enige op deze markten actief zijn, dan nog zou het totale variatiemargevereiste voor een dergelijke beweging de dagelijkse capaciteit zowel van de repo-markten voor Britse overheidsobligaties (gilts) als van de relevante delen van de repo-markt voor EU-overheidsobligaties (d.w.z. in de eerste plaats die voor Duitse overheidsobligaties (bunds)) waarschijnlijk overtreffen. Er bestaan wel degelijk liquide repo-markten voor andere, minder liquide maar nog altijd kwalitatief hoogwaardige effecten, maar de markten voor deze instrumenten zijn veel krimpgevoeliger in tijden van spanningen.

Het aanhouden van kasreserves ter dekking van potentiële marktbewegingen zal de totale rendementen drukken van de beleggingen die ten behoeve van de bij de regelingen aangesloten gepensioneerden zijn verricht, wat uiteindelijk kan resulteren in een vermindering van de totale bedragen die de pensioenregelingen als pensioeninkomen aan deze begunstigden uitbetalen.

Volgens de basisstudie kan het effect op de pensioenregelingen van de kosten van het overstappen van bilaterale zekerheidstelling naar het storten van variatiemarges in contanten bij CTP's dan ook tot gevolg hebben dat de pensioeninkomens over een periode van 40 jaar een gecumuleerde procentuele daling te zien geven met maximaal 3,1 % in Nederland en 2,3 % in het Verenigd Koninkrijk. Het totale verwachte negatieve effect op pensioeninkomens in de gehele EU zou over een periode van 20 à 40 jaar op 3,66 % uitkomen. Dit is rechtstreeks toe te schrijven aan de verwachte vermindering van de beleggingsrendementen omdat pensioenregelingen kasreserves in plaats van andere activa dan contanten zouden moeten aanhouden.

Het gaat hier om een aanzienlijk effect dat waarschijnlijk gepensioneerden in de gehele EU zal treffen en dat in dit stadium niet in verhouding staat tot de voordelen die worden behaald door pensioenregelingen ertoe te verplichten te clearen. In deze conclusie wordt rekening gehouden met het feit dat uit hoofde van de binnenkort geldende bilaterale margevereisten waarin artikel 11, lid 3, van de EMIR voorziet, er bij transacties hoe dan ook op bilaterale basis zekerheden zullen moeten worden verschaft, waardoor het tegenpartijkredietrisico bij transacties waarin zij als tegenpartij

optreden wordt gelimiteerd, zowel uit het oogpunt van de banken als uit het oogpunt van de pensioenregelingen.

Pensioenregelingen waarvoor dit effect het grootst is, zouden ervoor kunnen kiezen hun verplichtingen niet af te dekken om het pensioeninkomen van de begunstigden op het huidige niveau te handhaven. Dit zou het risico met zich meebrengen dat verliezen op beleggingen worden geleden omdat pensioenregelingen zich niet tegen marktvolatiliteit hebben ingedekt, wat eveneens tot een daling van de pensioeninkomens zou leiden.

Er zij evenwel op gewezen dat niet-geclearde contracten mettertijd minder liquide kunnen worden omdat voor de overgrote meerderheid van gestandaardiseerde otc-derivatencontracten op centrale clearing zal worden overgestapt. Deze ontwikkeling alleen al zou het totale kostenverschil tussen geclearde en niet-geclearde contracten in de toekomst doen afnemen.

4.4 VOORSTEL VOOR EEN GEDELEGEERDE HANDELING

De Commissie is van oordeel dat op dit moment de nodige inspanningen om passende technische oplossingen te ontwikkelen niet zijn verricht en dat de negatieve gevolgen van centrale clearing van derivatencontracten voor het pensioeninkomen van toekomstige gepensioneerden onveranderd blijven.

De Commissie is daarom voornemens een gedelegeerde handeling vast te stellen om de in artikel 89, lid 1, van de EMIR bedoelde termijn van drie jaar met twee jaar te verlengen. De Commissie zal de stand van de ontwikkeling van technische oplossingen om pensioenregelingen in staat te stellen andere activa dan contanten te deponeren om aan variatiemargeopvragingen van CTP's te voldoen, blijven monitoren teneinde na te gaan of deze termijn nogmaals met een jaar moet worden verlengd.

---

[i] Zoals omschreven in artikel 2, punt 10, van de EMIR-verordening.

[ii] Overeenkomstig artikel 89, leden 1 en 2, van de EMIR-verordening geldt de vrijstelling alleen voor otc-derivaten waarvan objectief kan worden gemeten dat zij de beleggingsrisico's beperken die rechtstreeks verband houden met de financiële solvabiliteit van pensioenregelingen en ten aanzien waarvan het voor de CTP moeilijk is om aan de variatiemargevereisten te voldoen.

[iii] De basisstudie kan worden geraadpleegd op de website van de Europese Commissie: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#maincontentSec2

[iv] Opgemerkt zij dat de dienst die wordt opgezet, niet zou worden beperkt tot pensioenregelingen, maar tevens kan worden aangeboden aan andere marktdeelnemers die aan een soortgelijke oplossing behoefte hebben.

[v] Tal van CTP's uit de EU hebben een vergunning en zijn actief in rechtsgebieden van derde landen.