EUROPESE
COMMISSIE

Brussel, 9.6.2022
COM(2022) 254 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

De verordening Europese marktinfrastructuur[1] (EMIR-verordening) bevat een tijdelijke vrijstelling van de centrale clearingverplichting voor entiteiten die pensioenregelingen uitvoeren met betrekking tot bepaalde soorten otc-derivaten[2]. De vrijstelling is sinds 2012 verschillende malen verlengd[3]. Momenteel geldt deze vrijstelling tot en met 18 juni 2022. De Commissie kan een gedelegeerde handeling vaststellen waarbij de vrijstelling voor de laatste keer wordt verlengd tot juni 2023.

Het verplichten van pensioenregelingen om otc-derivatencontracten te clearen bij een centrale tegenpartij (CTP) kan ertoe leiden dat zij een aanzienlijk deel van hun activa omzetten in contanten of andere zeer liquide activa, zoals bankdeposito's, aandelen in geldmarktfondsen, retrocessieovereenkomsten of kredietlijnen, om CTP's "marge"[4] te kunnen verschaffen. De clearingverplichting en de daarmee samenhangende vereiste om marge te verschaffen[5] heeft met name betrekking op de noodzaak om te zorgen voor voldoende liquide middelen voor de variatiemarge[6] die regelmatig en op korte termijn moet worden gedekt. Als zodanig bestaat

[1] Verordening (EU) nr. 648/2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters.

[2] Krachtens artikel 2, lid 10, van de EMIR-verordening 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. Krachtens artikel 89, lid 1, van de EMIR-verordening heeft de vrijstelling 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.

[3] De vrijstelling is laatstelijk in mei 2021 verlengd bij Gedelegeerde Verordening (EU) 2021/962 van de Commissie tot verlenging van de in artikel 89, lid 1, eerste alinea, van Verordening (EU) nr. 648/2012 vastgestelde overgangsperiode.

[4] De marge is de zekerheid die een belegger moet verstrekken. De EMIR-verordening maakt onderscheid tussen initiële en variatiemarges. De initiële marge is bedoeld om huidige en potentiële toekomstige schommelingen in waarde te dekken.

[5] Entiteiten die pensioenregelingen uitvoeren welke hoofdzakelijk ten doel hebben om in pensioenuitkeringen te voorzien, doorgaans in de vorm van betalingen gedurende het gehele leven, maar ook in de vorm van een qua tijdsduur beperkte uitkering of de uitkering van een bedrag ineens, zijn doorgaans geneigd zo weinig mogelijk tegoeden in liquide middelen aan te houden teneinde de efficiëntie en het rendement voor hun verzekeringnemers te optimaliseren. Zie Verordening (EU) nr. 648/2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters, overweging 26.

[6] Variatiemarges zijn zekerheden die een partij regelmatig int om veranderingen in de marktwaarde van een uitstaand contract weer te geven. Aangezien aan verzoeken om bijstorting van variatiemarges doorgaans op korte

het risico dat het vroegtijdig verplichten van pensioenregelingen om otc-derivatencontracten centraal te clearen ertoe kan leiden dat pensioenregelingen, teneinde aan de mogelijke margevereisten van de CTP's te voldoen, een aanzienlijk deel van hun activa afstoten voor contanten om kapitaalbuffers op te bouwen, waardoor er minder middelen worden toegewezen aan beleggingen die inkomsten genereren om toekomstige pensioenen te dekken. Niettemin blijft het uiteindelijke doel van de verordening om zo snel mogelijk een centrale clearing in te voeren voor pensioenregelingen.

Krachtens artikel 85, lid 2, van EMIR moet de Commissie 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 oplossingen te faciliteren. Dit is het derde verslag van de Commissie, waarin een overzicht van de tot dusver geboekte vooruitgang wordt gegeven.

2. ONTVANGEN INPUT

Sinds de inwerkingtreding van de EMIR Refit op 17 juni 2019[7] is er in verschillende fora gewerkt aan de monitoring van de vooruitgang in de richting van centrale clearing door pensioenregelingen. Er is input ontvangen van de Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA), de Europese Bankautoriteit (EBA), de Europese Autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen (Eiopa) en het Europees Comité voor systeemrisico's (ESRB), alsook van marktdeelnemers via de deskundigengroep inzake pensioenregelingen[8]. Zoals bepaald door de EMIR-verordening heeft de ESMA, in samenwerking met de EBA, de Eiopa en het ESRB, jaarverslagen ingediend bij de Commissie waarin de kwestie wordt beoordeeld. In april 2020 is het eerste verslag[9] bij de Commissie ingediend. In december 2020 is een tweede verslag[10] bij de Commissie ingediend[11]. Het meest recente[12] ESMA-verslag werd in januari 2022 bij de Commissie ingediend.

Rekening houdend met de ontvangen input, heeft de Commissie tot dusver twee verslagen gepubliceerd[13,14] waarin de liquiditeitsomstandigheden zijn beoordeeld en de verschillende

termijn moet worden voldaan (bv. overnight of zelfs intraday), speelt de positie in contanten een centrale rol, daar contanten het meest gebruikte instrument zijn om aan deze verzoeken te voldoen.

[7] Verordening (EU) 2019/834 van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012 wat betreft de clearingverplichting, de opschorting van de clearingverplichting, de rapportagevereisten, de risicolimiteringstechnieken voor otc-derivatencontracten die niet door een centrale tegenpartij worden gecleard, de registratie van en het toezicht op transactieregisters en de vereisten voor transactieregisters (EMIR Refit).

[8] Zoals vereist krachtens artikel 85, lid 2, van de EMIR heeft de Europese Commissie een deskundigengroep opgericht, waarin vertegenwoordigers van CTP's, clearingleden, pensioenregelingen en andere betrokken partijen zitting hebben, om hun inspanningen te volgen en de geboekte vooruitgang bij het vinden van haalbare technische oplossingen te beoordelen.

[9] Central clearing solutions for pension scheme arrangements, Europese Autoriteit voor effecten en markten, 2 april 2020, ESMA70-151-2823.

[10] Report on the central clearing solutions for pension scheme arrangements (No.2), Europese Autoriteit voor effecten en markten, 17 december 2020, ESMA70-151-3248.

[11] Ibid. Zie hoofdstuk 4 "Openbare raadpleging" voor bijzonderheden. De bevindingen van het tweede verslag werden ondersteund door een uitgebreide openbare raadpleging. Voor dat verslag werden opvattingen van belanghebbenden en bijgewerkte gegevens over de portefeuilles van Europese pensioenregelingen en over het kwantitatieve effect van het verplaatsen van hun otc-derivatenportefeuilles naar centrale clearing verzameld.

[12] The clearing obligation for pension scheme arrangements, Europese Autoriteit voor effecten en markten, 25 januari 2022, ESMA70-451-110.

[13] COM(2020) 574 final.

[14] COM(2021) 224 final.

clearingregelingen voor pensioenfondsen zijn onderzocht. In deze verslagen worden de argumenten met betrekking tot de verdere verlengingen van de vrijstelling uiteengezet.[15]

In het verslag van januari 2022 concludeerde de ESMA dat de beschrijving, analyse en bevindingen in het uitgebreide tweede verslag nog steeds geldig waren. Ondanks de inspanningen van belanghebbenden en regelgevers achtte de ESMA het onwaarschijnlijk dat de problemen van pensioenregelingen met één enkele oplossing kunnen worden aangepakt. Veeleer moet worden gestreefd naar een mix van oplossingen die de toegang tot liquiditeit vergemakkelijken of de druk op het verrichten van clearing verlichten. In het meest recente verslag lag de nadruk derhalve op de beoordeling van de mate waarin pensioenregelingen operationeel klaar waren om hun otc-rentederivaten te clearen. De ESMA concludeerde dat pensioenregelingen vanuit operationeel oogpunt grotendeels gereed zijn, waarbij zij wees op een mix van oplossingen waarover pensioenregelingen beschikken, zodat de ESMA van mening was dat er minder reden was om pensioenregelingen anders te behandelen dan andere marktdeelnemers. Voorts wees de ESMA erop dat de verlenging van de clearingvrijstelling moet worden gezien in de bredere context van het opbouwen van clearingcapaciteit in de EU en het vergroten van de aantrekkelijkheid van in de EU gevestigde CTP's, waartoe ook het einde van deze vrijstelling kan bijdragen.

Niettemin zouden volgens de ESMA een aantal operationele overwegingen rechtvaardigen dat pensioenregelingen meer tijd krijgen voordat zij aan de clearingverplichting worden onderworpen. De ESMA onderstreepte met name dat pensioenregelingen en de betrokken marktdeelnemers tijd nodig hebben om hun clearing- en zekerhedenbeheersovereenkomsten af te ronden. De ESMA voegde hier ook aan toe dat het besluit van de Commissie tijdig moet worden meegedeeld, zodat alle betrokken partijen hun uitvoeringsplannen kunnen aanpassen. Rekening houdend met het bovenstaande, heeft de ESMA een verdere verlenging van de clearingvrijstelling tot en met 19 juni 2023 aanbevolen.

Sinds het vorige verslag van de Commissie, van mei 2021, is de deskundigengroep inzake pensioenregelingen drie keer bijeengekomen. De deelnemers bevestigden dat pensioenregelingen grotendeels klaar zijn om te clearen, over clearingregelingen beschikken en bepaalde transacties vrijwillig clearen. Tegelijkertijd onderstreepten de pensioenregelingen dat het onderliggende probleem van de toegang tot contanten blijft bestaan. Om dit aan te pakken, heeft de deskundigengroep inzake pensioenregelingen met name de geclearde repo besproken als een mogelijk liquiditeitsoplossing. Pensioenregelingen merkten echter op dat dit weliswaar een stap in de goede richting is, maar een overmatig vertrouwen op de geclearde repomarkt hen in extreme marktomstandigheden kwetsbaar zou maken voor een resterend liquiditeitsrisico.

3. POLITIEKE CONTEXT

Het Verenigd Koninkrijk is een belangrijk knooppunt voor centrale clearing van derivaten en blijft een belangrijke locatie voor clearing door EU-marktspelers, die in de loop der jaren een aanzienlijk aantal posities bij de Britse CTP's hebben opgebouwd. Veel pensioenregelingen van de EU hebben momenteel clearingregelingen in zowel de EU als het VK, maar uit een analyse blijkt dat zij in het VK doorgaans in grotere omvang clearen. Om risico's voor de financiële stabiliteit voor de EU te vermijden, heeft de Commissie in september 2020 een tijdelijk gelijkwaardigheidsbesluit vastgesteld met betrekking tot het regelgevings- en

[15] De oorspronkelijke vrijstelling werd door EMIR verleend tot en met 16 augustus 2018, terwijl EMIR Refit een verdere verlenging tot juni 2021 verleende, die mogelijk met een jaar of twee jaar zou worden verlengd.

toezichtkader voor CTP's in het Verenigd Koninkrijk, dat aanvankelijk tot juni 2022[16] liep en vervolgens werd verlengd tot en met 30 juni 2025[17]. Intussen werd er bij de marktdeelnemers in de EU op aangedrongen hun blootstellingen met betrekking tot CTP's uit het VK te verminderen, aangezien de omvang van dergelijke blootstellingen het voor de EU-autoriteiten zou kunnen bemoeilijken om de financiële stabiliteit in geval van stress te beheren.

In januari 2021 heeft de Commissie samen met de ESA's, het ESRB, de ECB en het SSM een werkgroep opgericht om de kansen en uitdagingen met betrekking tot de overbrengingen van derivatenclearing van het Verenigd Koninkrijk naar de in de EU gevestigde CTP's te beoordelen. De groep heeft ook contact opgenomen met een reeks belanghebbenden om zienswijzen en input te verzamelen. De besprekingen in de groep bevestigden de risico's voor de EU die voortvloeien uit de blootstellingen met betrekking tot CTP's uit het VK. Dergelijke risico's zijn ook benadrukt in de beoordeling van systeemrelevante CTP's uit derde landen door de ESMA in het kader van EMIR 2.2[18], die in december vorig jaar is afgerond[19].

Om efficiënte en concurrerende clearingdiensten te ondersteunen, zal de Commissie daarom in de tweede helft van 2022 maatregelen voorstellen om EU-CTP's aantrekkelijker te maken voor marktdeelnemers door van de EU een aantrekkelijker en kostenefficiënter clearingcentrum te maken en door het EU-toezichtkader voor CTP's te versterken om de daaraan verbonden risico's beter te beheren.

In dit verband zou het beëindigen van de vrijstelling voor pensioenregelingen kunnen bijdragen tot de ontwikkeling van de EU-liquiditeitspool, waardoor mogelijk verdere clearing in de EU wordt aangetrokken.

4. ONTWIKKELING SINDS DE EERSTE VERSLAGEN VAN DE COMMISSIE

De tijdelijke vrijstelling van de clearingverplichting was bedoeld om pensioenregelingen en andere relevante marktdeelnemers voldoende tijd te geven om liquiditeitsbronnen te differentiëren om aan de variatiemarges te kunnen voldoen en om operationele capaciteit te ontwikkelen voor de clearing van grote derivatenportefeuilles.

4.1 Liquiditeit

De tijdelijke clearingvrijstelling voor pensioenregelingen heeft tot doel om de gevolgen van de clearingverplichting voor hun toewijzing aan contanten te verzachten. De meest voorkomende reden voor het gebruik van otc-derivaten door pensioenregelingen is het

[16] Uitvoeringsbesluit (EU) 2020/1308 van de Commissie waarbij voor een beperkte periode wordt bepaald dat het regelgevingskader voor centrale tegenpartijen in het Verenigd Koninkrijk van Groot-Brittannië en Noord-Ierland gelijkwaardig is, in overeenstemming met Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad.

[17] Uitvoeringsbesluit (EU) 2022/174 van de Commissie waarbij voor een beperkte periode wordt bepaald dat het regelgevingskader voor centrale tegenpartijen in het Verenigd Koninkrijk van Groot-Brittannië en Noord-Ierland gelijkwaardig is, in overeenstemming met Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad.

[18] Verordening (EU) 2019/2099 van het Europees Parlement en de Raad van 23 oktober 2019 tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012 wat betreft de procedures en betrokken autoriteiten voor de vergunningverlening aan CTP's en de vereisten voor de erkenning van CTP's uit derde landen (PB L 322 van 12.12.2019, blz. 1).

[19] Het beoordelingsverslag van de ESMA op grond van artikel 25, lid 2, punt c), van EMIR is beschikbaar op: https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-results-its-assessment-systemically-important-uk-central. De ESMA heeft vastgesteld dat de door LCH Ltd verleende SwapClear-dienst voor in euro en Poolse zloty luidende rentederivaten en de segmenten kredietverzuimswaps en kortlopende rentederivaten van ICE Clear Europe Ltd voor in euro luidende producten van aanzienlijk systeembelang zijn voor de EU of een of meer lidstaten.

ontoereikende aantal uitgiften van langlopende obligaties van hoge kwaliteit, waardoor hun vermogen om de renterisico's adequaat te beheren wordt beperkt[20]. Dit geeft aanleiding tot bezorgdheid over de toegang tot contanten tijdens perioden van marktstress[21], wanneer margeopvragingen toenemen en pensioenregelingen met andere marktentiteiten concurreren om liquiditeit.

De liquiditeitsomstandigheden voor pensioenregelingen hebben zich gunstig ontwikkeld sinds het begin van de EMIR-verplichting om bepaalde klassen van otc-derivaten centraal te clearen, zelfs in recente perioden van volatiliteit. Met uitzondering van maart-april 2020, toen dagelijkse margestortingen aanzienlijk hoger lagen dan de gemiddelde stromen die gewoonlijk werden waargenomen[22], hebben pensioenregelingen geen liquiditeitsproblemen ondervonden in verband met margestortingen. In maart 2020 waren de variatiemargebetalingen hoog in vergelijking met de zeer liquide activa van pensioenfondsen, waardoor sommige fondsen onder liquiditeitsdruk kwamen te staan[23]. Niettemin waren pensioenfondsen in het algemeen in staat om daaraan te voldoen[24].

Tijdens perioden van marktstress kan de repomarkt een belangrijke bron van liquiditeit worden voor kopers, waaronder pensioenregelingen. De afgelopen jaren hebben marktdeelnemers zich accommoderend opgesteld tegenover pensioenregelingen en andere entiteiten in het ecosysteem van repo-clearing. Eurex, de Duitse CTP, heeft een model van "directe toegang" opgezet om de toegang tot clearing te vergemakkelijken. Dit omvat zowel repo's als renteswaps. Meer recentelijk heeft een tweede clearinginstelling in de EU[25] een gesponsord clearingrepomodel opgezet[26], dat meer capaciteit voor onderpandtransformatie toevoegde. Deze modellen zullen naar verwachting in de loop van 2022 en 2023 verder evolueren, wat ertoe zal leiden dat clearingsponsors en kopers er meer gebruik van zullen maken.

Desondanks blijven pensioenregelingen hun bezorgdheid uiten over hun liquiditeitssituatie. Hoewel de liquiditeit tot dusver robuust is gebleven, kan zij, met name op de markt voor algemeen onderpand[27], krapper worden naarmate het monetair beleid op middellange termijn

---

[20] Report to the European Commission on the central clearing solutions for pension scheme arrangements (No.2), Europese Autoriteit voor effecten en markten, 17 december 2020, ESMA70-151-3248.

[21] Deze bezorgdheid wordt geïllustreerd door aanzienlijke schommelingen in de variatiemarge in maart 2020. Tussen 11 en 23 maart 2020 moesten Europese verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen (ICPF) 50 miljard EUR extra variatiemarge aan hun tegenpartijen betalen. Meer dan 90 % daarvan werd geboekt door Nederlandse verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen, die portefeuilles met een uitzonderlijk grote omvang en hoge duration hebben. Bron: "Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds", Europese Centrale Bank, Financial Stability Review, november 2020.

[22] Review of margining practices – Consultative report, Bank voor Internationale Betalingen, oktober 2021.

[23] "Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds", Europese Centrale Bank, november 2020.

[24] Zo bedroeg de totale variatiemarge van Nederlandse verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen in maart 2020 ongeveer 77 % van hun zeer liquide activa, hoewel dit waarschijnlijk een zekere heterogeniteit verhult. Bron: "Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds", Europese Centrale Bank, Financial Stability Review, november 2020.

[25] LCH RepoClear SA clears first euro repo by Sponsored Member, LCH Press Release, 10 december 2021.

[26] Deze modellen bieden kopende ondernemingen toegang tot clearing met steun van een bank ("clearingagent" of "sponsor"), die doorgaans margestortingen zal faciliteren en bijdragen in het wanbetalingsfonds voor transacties zal leveren.

[27] Algemeen onderpand: effectenemissies die op de repomarkt worden verhandeld tegen dezelfde of een zeer vergelijkbare repo-rente. Deze effecten kunnen derhalve door elkaar worden vervangen zonder de repo veel te veranderen. Liquiditeit op de repomarkt voor algemeen onderpand is van cruciaal belang voor pensioenregelingen.

normaliseert[28]. Volgens pensioenregelingen zou dit ertoe kunnen leiden dat zij deelnemingen zoals aandelen, bedrijfsobligaties en staatsobligaties moeten verkopen. In een dergelijk klimaat zouden zij verkopen op een krimpende markt en zou een dergelijke verkoop van activa de neerwaartse druk op de dalende activaprijzen verder kunnen versterken.

Dit gezegd zijnde, zouden alternatieve kasstroombronnen beschikbaar kunnen komen. Zo zou de verruiming van de openingstijden van TARGET2[29] en T2S[30] later dit jaar ervoor kunnen zorgen dat financieringstransacties uit in euro luidende repofaciliteiten kunnen worden afgewikkeld wanneer er verzoeken om margestortingen zijn. Hoewel deze nieuwe toegangsmodellen beter zijn afgestemd op de behoeften van grote pensioenregelingen, stellen zij banken in staat balanscapaciteit vrij te geven, mogelijk ook ten voordele van kleinere pensioenregelingen. Pensioenregelingen vragen echter om de invoering van een centrale bankkoppeling naar het geclearde repo-platform, zodat centrale banken kunnen ingrijpen in de repomarkt en kunnen optreden als verstrekker van contanten voor pensioenfondsen (en andere marktdeelnemers) die gebruikmaken van geclearde repo's.

Niettemin moet worden opgemerkt dat noch de ESMA in haar drie jaarverslagen, noch de deskundigengroep inzake pensioenregelingen heeft aangegeven dat de liquiditeitsomstandigheden op enig moment dermate verslechterden, zelfs niet in het voorjaar van 2020, dat het vermogen van pensioenregelingen om aan margestortingen te voldoen blijvend in gevaar kwam. Evenzo bleven clearingdiensten voor overheidsobligaties en repotransacties veerkrachtig en stabiel, in tegenstelling tot de liquiditeit op de bilaterale repomarkt. Zelfs vóór de interventie van de centrale bank waren er geen geldmarktfondsen[31] die terugbetalingen opschortten en bleef de repomarkt functioneren, wat betekent dat de pensioenregelingen toegang bleven hebben tot liquiditeit. Niettemin kunnen pensioenregelingen in tijden van stress indirect profiteren van centralebanktransacties ter ondersteuning van kwetsbare marktsegmenten, zoals het geval was in maart-april 2020, toen de ECB kredietfaciliteiten verstrekte aan banken om activa van geldmarktfondsen te kopen of onderpand uit te breiden naar ongedekte bankobligaties[32].

4.2 Operationele paraatheid om te clearen

Pensioenregelingen zijn grotendeels klaar zijn om te clearen, wat betekent dat zij over clearingregelingen beschikken en bepaalde transacties vrijwillig clearen. Deze bevindingen worden bevestigd in het meest recente verslag van de ESMA, waarin wordt verklaard dat pensioenregelingen in hoge mate operationeel gereed zijn om te clearen[33].

---

[28] "Monetary policy in an uncertain world" (Monetair beleid in een onzekere wereld), toespraak van Ch. Lagarde, voorzitter van de Europese Centrale Bank, Frankfurt am Main, 17 maart 2022.

[29] TARGET2 is het real-time-brutovereveningssysteem dat eigendom is van en wordt geëxploiteerd door het Eurosysteem. Het systeem verevent betalingen in verband met de monetaire-beleidstransacties van het Eurosysteem, alsmede bank- en handelstransacties.

[30] TARGET2-Securities (T2S) is een gemeenschappelijk platform waarop effecten en contanten tussen beleggers in heel Europa kunnen worden overgedragen, met gebruikmaking van geharmoniseerde regels en praktijken. Momenteel gebruiken twintig Europese landen T2S.

[31] Geldmarktfondsen beleggen in liquide, kortlopende instrumenten (doorgaans met een looptijd tot 1 jaar). Deze fondsen bieden beleggers een laag risico en de mogelijkheid om beleggingen zo nodig te gelde te maken (desinvesteren).

[32] "EU money market fund regulation – legislative review" (EU-verordening geldmarktfondsen – wetgevingsherziening), Europese Autoriteit voor effecten en markten, 26 maart 2021, ESMA34-49-309.

[33] Deze bevindingen werden gepresenteerd en besproken tijdens de vergadering van de deskundigengroep van de Europese Commissie op 14 december 2021, en de deelnemers die opmerkingen hebben ingediend bevestigden dezelfde trends.

Uit de analyse van de ESMA blijkt dat ongeveer een derde van de clearingtransacties in pensioenregelingen het afgelopen jaar is opgestart. Tussen pensioenregelingen bestaan echter verschillen (sommige clearen het overgrote deel van hun transacties, sommige weinig of geen) en de clearingactiviteiten lijken geconcentreerd te zijn (ongeveer 70 % van de geclearde notionele waarde is toe te schrijven aan slechts vijf pensioenregelingen). Wat het geclearde percentage betreft, blijkt uit de analyse dat ongeveer 25 % van de door pensioenregelingen verhandelde notionele waarde (40 % van het aantal uitgevoerde transacties) wordt gecleard. Hoewel de drie grootste pensioenregelingen doorgaans gemiddeld 25 %, maar niet meer dan 25-30 % van hun transacties clearen, clearen de middelgrote en kleine pensioenregelingen tussen 0 en 100 % van hun transacties.

Het evenwicht in de clearingactiviteiten tussen Eurex en LCH Ltd voor geclearde swaps van pensioenregelingen, wat het totale geclearde volume betreft, is echter in dezelfde verhouding als voor de rest van de markt, d.w.z. dat LCH Ltd een dominerend marktaandeel blijft hebben. Bij clearingregelingen is het beeld echter anders. Wanneer wordt gekeken naar pensioenregelingen boven de initiële margedrempel van 8 miljard EUR, komen uit de analyse vergelijkbare percentages naar voren voor pensioenregelingen met ten minste één geclearde transactie bij Eurex (76 %) en een geclearde transactie bij LCH Ltd (80 %). Dit zou betekenen dat de overgrote meerderheid van de grotere pensioenregelingen, die het meest waarschijnlijk zullen worden getroffen door de clearingverplichting, regelingen hebben getroffen om bij een van beide CTP's te clearen. Volgens berekeningen van de ESMA zouden 31 pensioenregelingen van de EU onder de clearingverplichting van EMIR vallen, aangezien zij boven de clearingdrempels komen te liggen[34]. De overgrote meerderheid van deze pensioenregelingen (80 %) heeft ten minste één transactie gecleard, maar niet noodzakelijkerwijs de volledige derivatenportefeuille, en heeft dus een aantal clearingregelingen ingevoerd. De ontwikkeling van de clearingstrategie van de Commissie, die later in 2022 zal worden gepresenteerd, heeft tot doel om clearing in de EU aantrekkelijker te maken.

Tot slot is het belangrijk erop te wijzen dat pensioenregelingen, ondanks hun toenemende operationele paraatheid, hun bezorgdheid hebben geuit of er voldoende capaciteit is om al hun derivaten die onder de clearingverplichting vallen te clearen. Daarbij hebben zij aangegeven dat het verhogen van het huidige clearingpercentage problemen kan opleveren op het gebied van clearingcapaciteitslimieten als gevolg van een beperkt aantal clearingleden of hun potentiële clearinglimieten.

5. CONCLUSIE

De huidige vrijstelling voor centrale clearing loopt op 18 juni 2022 af. Volgens EMIR Refit kan de Commissie deze tijdelijke vrijstelling voor de laatste keer verlengen, tot en met 18 juni 2023, indien zij tot de conclusie komt dat marktdeelnemers meer tijd nodig hebben om passende technische oplossingen verder te ontwikkelen en in te voeren, en dat de negatieve effecten van centrale clearing van derivatencontracten op het pensioeninkomen van gepensioneerden ongewijzigd blijven.

Uit de analyse van de Commissie blijkt dat de liquiditeitsomstandigheden voor pensioenregelingen steeds beter zijn en dat er verschillende modellen zijn ontstaan om

[34] In EMIR Refit worden kleine financiële tegenpartijen gedefinieerd als entiteiten waarvan het activiteitsvolume op otc-derivatenmarkten te beperkt is om een groot systeemrisico te vormen. Deze tegenpartijen zijn vrijgesteld van de clearingverplichting, maar blijven wel verplicht om zekerheden uit te wisselen teneinde eventuele systeemrisico's te limiteren. Zie EMIR Refit, overweging 7 en artikel 4, punt a).

toegang te krijgen tot centrale clearing of zekerheden te transformeren. Hoewel één enkele oplossing voor margestortingen aan CTP's door pensioenregelingen in gespannen marktomstandigheden moeilijk haalbaar is gebleken, bestaat er een reeks instrumenten die de pensioenfondsen in staat moeten stellen om efficiënt te clearen in verschillende marktomstandigheden, ook onder stress.

Om de beschikbare oplossingen ten volle te benutten, zullen pensioenfondsen in de EER hun operationele capaciteit voor het clearen en beheren van liquiditeit en onderpand moeten versterken. Uit de door de ESMA ingediende analyse is gebleken dat het aantal pensioenregelingen dat clearing verricht blijft toenemen, maar dat de mate van paraatheid in de hele sector varieert. Daarom hebben pensioenregelingen en hun CTP-clearingleden meer tijd nodig voor het afronden van de regelingen die nodig zijn voor de clearing van alle contracten die binnen het toepassingsgebied vallen. Ook is er tijd nodig om de liquiditeitsparaatheid van pensioenregelingen aan te pakken, aangezien niet alle pensioenregelingen een adequaat liquiditeitsbeheer lijken te hebben. Met name de nationale bevoegde autoriteiten in de lidstaten met grotere markten van pensioenregelingen hebben aangegeven dat er toezichtinitiatieven zijn genomen om deze situatie te verbeteren[35]. Ten slotte zal de clearingstrategie van de Commissie meer activiteiten aantrekken bij in de EU gevestigde clearinginstellingen, waardoor pensioenregelingen meer toegang krijgen tot concurrerende en efficiënte clearingdiensten.

Concluderend kan worden gesteld dat er sinds 2019 aanzienlijke vooruitgang is geboekt in de richting van centrale clearing voor pensioenregelingen, waarbij sommige pensioenregelingen gedeeltelijk op vrijwillige basis overstappen op centrale clearing. Niettemin zijn verdere operationele stappen nodig. Met name moeten EU-CTP's de toegewezen tijd gebruiken om hun modellen voor gefaciliteerde toegang en transformatie van zekerheden verder te ontwikkelen om ze aantrekkelijker te maken voor pensioenregelingen, met name kleinere, die momenteel minder geneigd lijken te zijn om te clearen. Tegelijkertijd moeten pensioenfondsen ervoor zorgen dat zij over voldoende organisatorische competenties en capaciteiten beschikken om hun derivatenportefeuilles te clearen. Om deze redenen zal de Commissie de clearingvrijstelling voor pensioenregelingen met een laatste jaar verlengen. Met ingang van 19 juni 2023 zullen de pensioenregelingen in het kader van EMIR verplicht moeten clearen.

[35] The clearing obligation for pension scheme arrangements (De clearingverplichting voor pensioenregelingen), Europese Autoriteit voor effecten en markten, 25 januari 2022, ESMA70-451-110, paragraaf 26.