



Brussel, 19.10.2017  
COM(2017) 604 final

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

**overeenkomstig artikel 29, lid 3, van Verordening (EU) 2015/2365 van 25 november  
2015 betreffende de transparantie van effectenfinancieringstransacties en van  
hergebruik en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012**

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

## overeenkomstig artikel 29, lid 3, van Verordening (EU) 2015/2365 van 25 november 2015 betreffende de transparantie van effectenfinancieringstransacties en van hergebruik en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012

### 1. INLEIDING

Verordening (EU) 2015/2365 betreffende de transparantie van effectenfinancieringstransacties en van hergebruik (hierna "de SFT-verordening" genoemd) heeft tot doel een beter inzicht te verwerven in de gevolgen van schaduwbankieren (niet-bancaire kredietbemiddeling), en tevens de risico's aan te pakken die aan effectenfinancieringstransacties (securities financing transactions, SFT's) verbonden zijn.

SFT's zijn gedekte financierings- of leningstransacties die neerkomen op een tijdelijke uitwisseling van activa, waarbij één deel van de transactie bestaat in het verschaffen van dekking (zekerheden). Retrocessietransacties (repo's) vormen de belangrijkste SFT-categorie wat uitstaande bedragen en omzet betreft. Deze transacties zijn meestal ingegeven door de noodzaak contanten te lenen. Uit het oogpunt van de leningnemer bestaat de transactie uit een verkoop van effecten tegen contanten, waarbij van tevoren wordt overeengekomen dat hij de effecten tegen een vooraf vastgestelde prijs zal terugkopen. De verkochte effecten doen dienst als zekerheden voor de koper (verstrekker van contanten) in het kader van de repo. Verstrekte effectenleningen, de op één na grootste SFT-categorie, zijn vooral ingegeven door de marktvraag naar specifieke effecten, bv. voor shortselling- of afwikkelingsdoeleinden. Bij dit type transactie leent een tegenpartij voor een vergoeding effecten tegen zekerheden in de vorm van contanten of andere effecten die door een andere tegenpartij worden verstrekt.

SFT's bieden banken en niet-bancaire marktdeelnemers toegang tot gedekte financierings- en leningstransacties op korte termijn en creëren aldus investerings- en financieringsmogelijkheden met een laag risico. SFT's vormen bijgevolg een integraal onderdeel van het huidige financiële ecosysteem. Goed functionerende SFT-markten zijn dan ook van cruciaal belang voor de overdracht van contanten en effecten tussen marktdeelnemers (zowel financiële als niet-financiële instellingen). Zij ondersteunen tevens de prijsvorming en de liquiditeit op de secundaire markten voor diverse effecten; daarnaast faciliteren zij de implementatie van strategieën op het gebied van risico- en zekerhedenbeheer<sup>1</sup>. Bovendien spelen met name repo-markten een cruciale rol in de monetairebeleidsoperaties van Europese centrale banken. Dat neemt evenwel niet weg dat SFT's de opbouw van hefboomwerking en procycliciteit mogelijk kunnen maken, zoals bij het losbarsten van de financiële crisis in 2007-2008 is gebleken. SFT's werken ook de onderlinge verwevenheid tussen verschillende soorten marktdeelnemers in de hand en kunnen daardoor het risico van financiële besmetting doen toenemen.

---

<sup>1</sup> FSB, Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking, 29 augustus 2013  
[http://www.fsb.org/2013/08/r\\_130829c/](http://www.fsb.org/2013/08/r_130829c/)

Op mondiaal niveau is de Raad voor financiële stabiliteit (Financial Stability Board, FSB) verantwoordelijk voor het onderkennen van dergelijke risico's en voor het opstellen van aanbevelingen om deze op een internationaal gecoördineerde wijze aan te pakken. In augustus 2013 heeft de FSB zijn goedkeuring gehecht aan een beleidskader<sup>2</sup> voor het aanpakken van de aan schaduwbankieren verbonden risico's op het gebied van effectenleningen en repo's. Het kader omvat een reeks beleidsaanbevelingen en is in september 2013 door de leiders van de G20 bekrachtigd. Een aantal van de aanbevelingen is erop gericht de SFT-markten transparanter te maken door middel van verplichte frequente en gedetailleerde rapportage. Met de SFT-verordening wordt op EU-niveau gevolg gegeven aan deze aanbevelingen.

In november 2015 heeft de FSB zijn beleidsaanbevelingen<sup>3</sup> uitgebreid met een regelgevingskader voor zogeheten haircuts op niet-centraal geclearde SFT's. Een haircut is een reductiefactor die op de waarde van verschaftte zekerheden wordt toegepast om met het marktrisico rekening te houden. Haircuts zijn bedoeld om buitensporige hefboomwerking tegen te gaan en tevens het concentratie- en wanbetalingsrisico te limiteren.

## **2. DOEL VAN HET VERSLAG EN INPUT VAN BELANGHEBBENDEN**

Overeenkomstig artikel 29, lid 3 van de SFT-verordening moet de Commissie een verslag opstellen *"over de vooruitgang die wordt geboekt bij internationale inspanningen om de met SFT's verbonden risico's te beperken, met inbegrip van de aanbevelingen van de FSB inzake haircuts op niet-centraal geclearde SFT's, en over de geschiktheid van die aanbevelingen voor de markten van de Unie"*.

Teneinde de FSB-aanbevelingen in context te plaatsen en een toezegging gestand te doen die de Commissie in haar mededeling over de enquête naar het EU-regelgevingskader voor financiële diensten<sup>4</sup> heeft gedaan, zal in dit verslag ook een beknopt overzicht van de Europese SFT-markten worden gegeven.

Zoals bij de SFT-verordening wordt voorgeschreven, heeft de Europese Autoriteit voor effecten en markten (European Securities and Markets Authority, ESMA), in samenwerking met de Europese Bankautoriteit (EBA) en het Europees Comité voor systeemrisico's (European Systemic Risk Board, ESRB), een verslag<sup>5</sup> opgesteld waarin het volgende wordt beoordeeld:

- of het gebruik van SFT's leidt tot de opbouw van aanzienlijke hefboomwerking die buiten het toepassingsgebied van de bestaande regelgeving valt;
- in voorkomend geval, wat de mogelijkheden zijn om een dergelijke toename van de hefboomwerking aan te pakken;

---

<sup>2</sup> Ibidem.

<sup>3</sup> FSB, Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Finance, 12 november 2015  
<http://www.fsb.org/2015/11/regulatory-framework-for-haircuts-on-non-centrally-cleared-securities-financing-transactions-2/>

<sup>4</sup> COM(2016) 855 final.

<sup>5</sup> ESMA, Report on securities financing transactions and leverage in the EU, 4 oktober 2016  
<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-reports-shadow-banking-leverage-and-pro-cyclicality>

- of verdere maatregelen nodig zijn om de procycliciteit van die hefboomwerking te verminderen.

Daarnaast is bij de opstelling van dit verslag nog met een aantal andere beleidsdocumenten en bijdragen rekening gehouden, zoals met name de bovengenoemde FSB-documenten, alsook met verslagen van het ESRB<sup>67</sup> en van de Bank voor Internationale Betalingen (BIB)<sup>8</sup>.

### 3. SFT-MARKTEN

#### 3.1. WERKING VAN EUROPESE SFT-MARKTEN

SFT-markten spelen een essentiële rol in het hedendaagse financiële bestel doordat zij marktdeelnemers helpen voldoen aan hun behoeften op het gebied van gedekte financiering en zekerheidsstelling. Vooral repo's zijn belangrijk voor de goede werking van interbankenmarkten omdat zij een alternatief bieden voor ongedekte interbancaire leningen en termijndeposito's voor de nakoming van reserveverplichtingen en het beheer van liquiditeitsbehoeften.

Sinds het uitbreken van de financiële crisis wordt meer belang gehecht aan de limitering van tegenpartijrisico, wat tot een groeiende vraag van marktdeelnemers naar zekerheden heeft geleid. Daardoor heeft er een sterke verschuiving plaatsgevonden van de markt voor ongedekte leningstransacties naar de markt voor gedekte leningstransacties. In 2015 was de omzet op de markt voor gedekte leningstransacties 10 keer groter dan die op de markt voor ongedekte leningstransacties, terwijl er in 2008 nog sprake was van een factor van 1,6<sup>9</sup>. Wat marktvolume betreft, bereikten de uitstaande bedragen op de Europese repo-markten een niveau van 5,6 biljoen EUR, wat overeenstemt met ongeveer 13 % van de totale activa van het EU-bankwezen of 25 % van het uitstaande bedrag aan in euro luidende obligaties en beursgenoteerde aandelen<sup>10</sup>.

Repo's zijn niet alleen nuttig voor het aantrekken van gedekte financiering. Institutionele beleggers en niet-financiële tegenpartijen doen ook een beroep op repo-markten om contanten te parkeren en daarop een zekere rente te verdienen. Bovendien zijn banken en niet-bancaire marktdeelnemers vaak op zoek naar effecten die als zekerheden kunnen worden gebruikt bij andere financiële transacties dan het lenen van contanten. Dit doel kan worden bereikt met behulp van omgekeerde repo's, die een echte verkoop en herverkoop van financiële activa, of effectenleningstransacties, impliceren, een andere belangrijke SFT-categorie. SFT's zijn lange tijd als bron van effecten gebruikt, bv. om aan shortselling te doen. Als gevolg van de

<sup>6</sup> ESRB, Opinion to ESMA on securities financing and leverage, 4 oktober 2016 [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/20161004\\_esrbopinion.en.pdf?](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/20161004_esrbopinion.en.pdf?5a0e7c89b631df250abdcf9ad008a)

<sup>7</sup> ESRB, The macroprudential use of margins and haircuts, 16 februari 2017 [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/170216\\_macroprudential\\_use\\_ofMargins\\_and\\_haircuts.en.pdf?8115a0e7c89b631df250abdcf9ad008a](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/170216_macroprudential_use_ofMargins_and_haircuts.en.pdf?8115a0e7c89b631df250abdcf9ad008a)

<sup>8</sup> BIB, CGFS Papers No 59 Repo market functioning, 12 april 2017 <https://www.bis.org/publ/cgfs59.pdf>

<sup>9</sup> ECB-geldmarktenquête [https://www.ecb.europa.eu/stats/financial\\_markets\\_and\\_interest\\_rates/money\\_market/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/money_market/html/index.en.html)

<sup>10</sup> ICMA market survey <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Market-Info/Repo-Market-Surveys/No.-32-December-2016/RepoSurvey-140217.pdf>

toegenomen zekerheidsstelling bij onderhandse (over-the-counter, otc) derivatentransacties en de overstap naar clearing door centrale tegenpartijen (CTP's) is er een nauwere band ontstaan tussen het gebruik van otc-derivatencontracten en de beschikbaarheid van zekerheden. Marktdeelnemers die otc-derivatencontracten aangaan, zullen vaak effectenrepo's sluiten voor het verkrijgen van contanten ter dekking van hun marginverplichtingen, terwijl CTP's soms van omgekeerde repo's gebruikmaken om zekerheden in de vorm van contanten te parkeren, hetgeen in extra vraag aan weerszijden van de repo-markt resulteert.

Meer recentelijk zijn er belangrijke veranderingen waargenomen op de repo-markten. De vraag naar effecten die als zekerheden moeten dienen, is aanzienlijk toegenomen, terwijl er volgens belanghebbenden, althans tijdens bepaalde perioden, sprake is van een beperkt aanbod van zekerheden van hoge kwaliteit. Deze ontwikkeling komt tot uiting in het feit dat de uitstaande bedragen aan omgekeerde repo's hoger zijn dan de uitstaande bedragen aan normale repo's, en vooral in het feit dat voor speciale zekerheden hogere premies in rekening worden gebracht<sup>11</sup>.

De staatsschuldencrisis kan het aanbod van activa in negatieve zin hebben beïnvloed omdat de kredietwaardigheidsverslechtering van bepaalde overheidsobligaties ertoe heeft geleid dat marktdeelnemers deze obligaties niet langer als zekerheden van hoge kwaliteit beschouwen. Volgens marktdeelnemers draagt ook het ESCB-aankoopprogramma van activa, en met name van overheidsobligaties, bij aan het tekort aan zekerheden van hoge kwaliteit en aan de lage kosten van EUR-financiering in vergelijking met USD-financiering. Van dit laatste kan een indirect effect op de vraag naar effecten uitgaan doordat het voordelig wordt USD/EUR-swaps te sluiten en de opbrengsten daarvan te beleggen in activa die in EUR luiden. Ook de op een bepaald tijdstip bestaande marktposities zijn van belang: een stijging van de shortposities doet de vraag naar effecten immers eveneens toenemen.

Belanghebbenden menen bovendien dat, naast het macro-economische beleid, ook regelgeving invloed kan hebben gehad op de activiteit op zekerhedenmarkten. Afgezien van de centrale clearingverplichting, die een algemene stijging van de vraag naar zekerheden heeft teweeggebracht, wordt ook Bazel III vaak door marktdeelnemers genoemd als een factor die tot een transformatie en remodelering van de structuur en dynamiek van repo-markten heeft geleid. De hefboomratio, de kapitaalvereisten voor diverse risico's, de liquiditeitsdekkingsratio en de netto stabiele financieringsratio worden geacht een cumulatief effect op de liquiditeit op repo-markten te hebben gesorteerd. Beweerd wordt dat elk van deze componenten beperkingen voor de repo-activiteit met zich meebrengt of de kosten ervan verhoogt.

Onlangs zijn er tekenen van spanningen op de repo-markten merkbaar geworden, vooral rond wettelijke verslagleggingsdata: eind 2016 en, in mindere mate, rond kwartaalultimo's hebben sommige financiële instellingen hun activiteiten op de repomarkten tijdelijk terugschroefd of stopgezet. In sommige gevallen was het aanbodtekort van zekerheden van hoge kwaliteit, ondanks het feit dat marktdeelnemers daarop hadden geanticipeerd, zo nijpend dat het op bepaalde data tot een sterke stijging van de premie voor schaarse zekerheden heeft geleid. Of

---

<sup>11</sup> Ibidem.

dit gevolgen heeft gehad voor de prijzen en de liquiditeit op de obligatiemarkten in het algemeen is moeilijk vast te stellen, maar tot dusver lijkt het effect zeer beperkt en van zeer korte duur te zijn geweest.

### **3.2. HEFBOOMWERKING EN MOGELIJKHEDEN OM DE OPBOUW ERVAN TEGEN TE GAAN**

Door de kredietgroei te bevorderen, creëren SFT's buiten het bankwezen met zijn prudentiële regelgeving een hefboomeffect<sup>12</sup>. Daarenboven bieden de herbelegging van zekerheden in de vorm van contanten en het hergebruik van andere zekerheden dan contanten marktdeelnemers potentieel de mogelijkheid de hefboomwerking van hun posities steeds opnieuw te vergroten<sup>13</sup>. In sommige situaties kan dit leiden tot een opbouw van buitensporige hefboomwerking, wat op zijn beurt een risico kan inhouden voor de financiële stabiliteit, met name als gevolg van de impliciete procyclische effecten. Hefboomwerking resulteert doorgaans immers mede in een snellere balansgroei tijdens perioden van hoogconjunctuur en in meer druk om de balans af te bouwen tijdens perioden van laagconjunctuur<sup>14</sup>.

In hoeverre SFT's tot de opbouw van hefboomwerking bijdragen, is moeilijk exact te bepalen omdat gedetailleerde gegevens (bv. over het volume van margeleningstransacties en over de herbelegging en het hergebruik van zekerheden) ontbreken en omdat SFT's voor verschillende doeleinden kunnen worden aangegaan. De bij de SFT-verordening ingevoerde verplichting tot rapportage op transactieniveau zal de autoriteiten in de toekomst in staat stellen deze gegevens te genereren en een betere analyse te maken van de gevolgen van SFT's voor de opbouw van hefboomwerking.

Wat het tegengaan van de opbouw van hefboomwerking betreft, moet er in de eerste plaats op worden gewezen dat hefboomwerking op verschillende manieren kan worden gemeten. Zo zijn de verschillen tussen bruto en netto hefboomwerking van belang om inzicht te verwerven in de gevolgen van hefboomwerking voor de financiële stabiliteit. Op dit terrein wordt momenteel gewerkt aan de ontwikkeling van consistente maatstaven voor hefboomwerking voor alle jurisdicties en sectoren<sup>15</sup>.

Een aantal elementen van het EU-regelgevingskader voor financiële diensten is erop gericht de hefboomwerking en de procycliciteit te beperken. Dat geldt met name in de banksector met zijn Bazel III-kader<sup>16</sup>, ook al zijn sommige van de in dit kader vervatte maatregelen pas onlangs ingevoerd en nog niet volledig geïmplementeerd. Sommige maatregelen en vereisten die tot doel hebben hefboomwerking aan te pakken, zijn ook van toepassing op

---

<sup>12</sup> Met hefboomeffect of hefboomwerking wordt het gebruik van geleende middelen voor de aankoop van activa bedoeld.

<sup>13</sup> ESRB (2016), blz. 5.

<sup>14</sup> ESMA (2016), blz. 48.

<sup>15</sup> ESMA (2016), blz. 49.

<sup>16</sup> ESMA (2016), blz. 25. Hier wordt melding gemaakt van een aantal instrumenten die in de context van het Bazel III-kader ten uitvoer zijn gelegd via de richtlijn kapitaalvereisten (Richtlijn 2013/36/EU - RKV) en via de verordening kapitaalvereisten (Verordening (EU) nr. 575/2013 – VKV). Deze maatregelen omvatten hogere vereisten voor verliesabsorptie en kapitaal van hoge kwaliteit, strengere kapitaalvereisten voor uit derivaten en SFT's voortvloeiende blootstellingen aan tegenpartijkredietrisico, de invoering van de hefboomratio, de liquiditeitsdekkingsratio en de netto stabiele financieringsratio, en betere risicobeheer-, governance- en beloningsstructuren.

verzekeringsondernemingen, centrale tegenpartijen (CTP's) en beleggingsfondsen. Momenteel bestaan er geen EU-brede instrumenten die erop gericht zijn de opbouw van hefboomwerking in alle financiële sectoren tegen te gaan.

Naast de bovengenoemde sectorale maatregelen kunnen margins en haircuts in de specifieke context van SFT's geschikte instrumenten zijn om de opbouw van hefboomwerking, en in het bijzonder de steeds verdere vergroting van de hefboomwerking, aan banden te leggen. De FSB heeft aanbevelingen met betrekking tot de toepassing van haircuts op zekerheden uitgevaardigd. Deze aanbevelingen worden verderop in dit verslag meer in detail behandeld (zie punt 4.6).

Hoewel de vaststelling van haircuts de opbouw van hefboomwerking kan beperken, kan de praktijk op zich mogelijk procyclische effecten veroorzaken. In perioden van hoogconjunctuur kunnen marktdeelnemers immers haircuts verlagen omdat zij minder risico bij de liquidatie van zekerheden verwachten. In perioden van laagconjunctuur kunnen marktdeelnemers er dan weer toe neigen haircuts te verhogen om met de verwachte grotere volatiliteit bij de liquidatie van zekerheden rekening te houden<sup>17</sup>. Momenteel is echter niet meteen duidelijk hoe en in hoeverre dergelijke wijzigingen van haircuts de activaprijzen, de hefboomwerking en de financiële cycli beïnvloeden<sup>18</sup>.

#### **4. INTERNATIONALE INSPANNINGEN OM SFT-RISICO'S TE LIMITEREN**

##### **4.1. ACHTERGROND**

In augustus 2013<sup>19</sup> en november 2015<sup>20</sup> heeft de FSB verslagen gepubliceerd met aanbevelingen voor het aanpakken van aan SFT's verbonden risico's voor de financiële stabiliteit. Met deze aanbevelingen wordt algemeen genomen het volgende beoogd:

- effectenfinancieringsmarkten transparanter maken door middel van verplichte frequente en gedetailleerde rapportage en informatieverschaffing;
- invoeren van reguleringsnormen voor de herbelegging van zekerheden in de vorm van contanten;
- invoeren van beginselen voor de herbelening van activa van cliënten;
- invoeren van reguleringsnormen voor de waardering/het beheer van zekerheden; en
- invoeren van kwaliteitsnormen voor methoden voor de berekening van haircuts op zekerheden en implementeren van een kader voor numerieke haircutminima.

In de volgende punten wordt een beknopte beschrijving gegeven van de aanbevelingen. Tevens wordt de stand van de tenuitvoerlegging ervan op zowel Europees als internationaal niveau belicht. Wanneer zulks passend is, worden mogelijke verdere stappen voorgesteld.

---

<sup>17</sup> ESRB (2016), blz. 10.

<sup>18</sup> ESRB (2017), blz. 35.

<sup>19</sup> FSB (2013).

<sup>20</sup> FSB (2015).

#### **4.2. TRANSPARANTIE VAN SFT-MARKTEN (FSB-AANBEVELINGEN 1 TOT EN MET 5)**

Autoriteiten moeten in staat worden gesteld uitgebreide en actuele informatie over SFT-blootstellingen tussen financiële instellingen te verkrijgen, met inbegrip van informatie over de samenstelling en ontwikkeling van de onderliggende zekerheden. Daartoe moeten frequent zeer gedetailleerde transactie- en positiegegevens over SFT's worden verzameld. De door middel van de vaststelling en toepassing van normen gegarandeerde consistentie van het gegevensverzamelingsproces moet de regionale en mondiale aggregatie van de verzamelde gegevens mogelijk maken. Aangezien beleggingsfondsen veelvuldig van SFT's gebruikmaken, moeten de beheerders van dergelijke fondsen er tot slot toe worden verplicht passende informatie over SFT-activiteiten aan hun eindbeleggers te verstrekken.

Met de in november 2015 vastgestelde SFT-verordening wordt gevolg gegeven aan deze aanbevelingen. De verordening bevat drie hoofdelementen:

- de verplichting voor tegenpartijen bij SFT's om alle SFT's aan centrale transactieregisters te rapporteren;
- de verplichting voor beleggingsfondsen om in hun periodieke verslagen en precontractuele documenten beleggers over het gebruik van SFT's te informeren;
- minimale transparantievoorwaarden voor het hergebruik van in het kader van een SFT ontvangen zekerheden, zoals informatie verschaffen over de resulterende risico's en gevolgen, alsook verkrijgen van de voorafgaande toestemming van de tegenpartij die de zekerheden verschaft (daarmee wordt gevolg gegeven aan FSB-aanbeveling 7 betreffende herbelening, zie punt 4.4).

Met de SFT-verordening worden de FSB-aanbevelingen inzake transparantie volledig ten uitvoer gelegd. Ook de uit hoofde van de SFT-verordening te rapporteren positie- en transactiegegevens zijn in overeenstemming met de FSB-vereisten. De ESMA, die verantwoordelijk is voor de ontwikkeling van technische normen voor de implementatie van de SFT-verordening, heeft met de werkzaamheden van de FSB rekening gehouden en heeft de vereiste gegevenselementen in het voorgestelde rapportagekader opgenomen. De Commissie en de ESMA blijven nauw met de FSB samenwerken en de werkzaamheden van de FSB worden in aanmerking genomen bij de momenteel aan de gang zijnde definitieve uitwerking van de uitvoeringsmaatregelen van de SFT-verordening. Verwacht wordt dat de daadwerkelijke rapportage vanaf 2019 zal aanvangen. Twee jaar na de start van de rapportage zal de Commissie de doeltreffendheid van de SFT-verordening beoordelen.

#### **4.3. HERBELEGGING VAN ZEKERHEDEN IN DE VORM VAN CONTANTEN (FSB-AANBEVELING 6)**

Autoriteiten verantwoordelijk voor niet-bancaire entiteiten die effectenleningen verstrekken (als principaal en agent), moeten in hun jurisdicties regelgeving toepassen die aan de minimumnormen van de FSB voor de herbelegging van zekerheden in contanten voldoet teneinde de uit dergelijke activiteiten voortvloeiende liquiditeitsrisico's te beperken. De minimumnormen omvatten algemene beginselen en maatregelen op het gebied van zowel liquiditeitsrisico en looptijdtransformatie als concentratie- en kredietrisico.



In augustus 2014 heeft de ESMA haar goedkeuring gehecht aan *Richtsnoeren betreffende ETF's en andere kwesties in verband met icbe's (instellingen voor collectieve belegging in effecten)*<sup>21</sup>. Daarin zijn regels opgenomen voor de herbelegging van zekerheden in de vorm van contanten door icbe-vermogensbeheerders die effectenleningstransacties aangaan. De regels hebben betrekking op liquiditeit, waardering, diversificatie, in aanmerking komende activa, correlatie en andere criteria voor herbelegde zekerheden in de vorm van contanten. De richtsnoeren zijn weliswaar niet bindend, maar bevoegde autoriteiten en financiëlemarktdeelnemers moeten zich tot het uiterste inspannen om aan deze richtsnoeren en aanbevelingen te voldoen of uitleggen waarom zij niet voornemens zijn daaraan te voldoen.

Voorts is het krachtens de EU-verordening inzake geldmarktfondsen<sup>22</sup> uitdrukkelijk verboden voor dergelijke fondsen om effectenleningen te verstrekken.

#### **4.4. HERBELENING<sup>23</sup> VAN ACTIVA VAN CLIËNTEN (FSB-AANBEVELINGEN 7 EN 8)**

De FSB heeft meerdere aanbevelingen gedaan betreffende de herbelening van activa van cliënten. Ten eerste moeten financiële intermediairs cliënten voldoende informatie over de herbelening van hun activa verstrekken, zodat zij inzicht kunnen verwerven in hun blootstellingen in geval van een wanbetaling van de intermediair. Ten tweede mogen activa van cliënten door een intermediair worden herbeleend voor de financiering van longposities van cliënten en voor de dekking van shortposities; activa van cliënten mogen echter niet worden herbeleend voor de financiering van activiteiten voor eigen rekening van de intermediair. Ten derde mag het alleen aan entiteiten waarop afdoende regelgeving betreffende het liquiditeitsrisico van toepassing is, worden toegestaan tot de herbelening van activa van cliënten over te gaan.

Wat de informatieverzorging aan cliënten betreft, is in artikel 15 van de SFT-verordening bepaald dat het recht om zekerheden te hergebruiken onderworpen is aan de voorwaarde dat de verstrekker van zekerheden in kennis moet worden gesteld van de risico's en de gevolgen die verbonden kunnen zijn aan het verlenen van het recht van gebruik van zekerheden. Bovendien is het recht van hergebruik van zekerheden afhankelijk gesteld van de voorwaarde dat de verstrekker van zekerheden zijn voorafgaande uitdrukkelijke toestemming moet hebben verleend.

Wat het gebruik van activa van cliënten voor activiteiten voor eigen rekening betreft, is in MiFID I<sup>24</sup> bepaald dat beleggingsondernemingen en kredietinstellingen de eigendomsrechten van cliënten moeten vrijwaren en moeten voorkomen dat instrumenten van een cliënt voor eigen rekening worden gebruikt, tenzij de cliënt daarmee uitdrukkelijk instemt. Deze vereisten

---

<sup>21</sup> <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2014-0011-01-00-en.nl.pdf>

<sup>22</sup> Verordening (EU) 2017/1131 van 14 juni 2017.

<sup>23</sup> In de door de FSB gehanteerde terminologie is "hergebruik" omschreven als alle gebruik van in het kader van één enkele transactie geleverde effecten om zekerheden voor een andere transactie te verschaffen. "Herbelening" is enger gedefinieerd als het hergebruik van activa van cliënten.

<sup>24</sup> Richtlijn 2004/39/EG van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID).

zullen met ingang van januari 2018 verder worden aangescherpt door MiFID II<sup>25</sup>, die de sluiting van financiële zekerheidsovereenkomsten met niet-professionele cliënten verbiedt en die de sluiting van dergelijke overeenkomsten met professionele cliënten afhankelijk stelt van een aantal voorwaarden, en met name van de verstrekking van informatie over de aan die overeenkomsten verbonden risico's en over het effect ervan op de financiële instrumenten en fondsen van cliënten. Wat ten slotte icbe's betreft, is zowel in de ESMA-richtsnoeren betreffende ETF's en andere kwesties in verband met icbe's als in de verordening inzake geldmarktfondsen bepaald dat ontvangen andere zekerheden dan contanten niet mogen worden verkocht, herbelegd of verpand.

De financiële instellingen (d.w.z. beleggingsondernemingen en kredietinstellingen) die onder de hierboven beschreven voorwaarden activa van cliënten mogen herbelenen, vallen hoe dan ook onder de in het EU-kader inzake kapitaalvereisten vervatte regelgeving betreffende het liquiditeitsrisico.

#### **4.5. WAARDERING EN BEHEER VAN ZEKERHEDEN (FSB-AANBEVELING 9)**

Tegenpartijen bij SFT's die zekerheden ontvangen, mogen alleen soorten zekerheden aanvaarden die gedurende een zekere periode kunnen worden aangehouden zonder wet- of regelgeving te schenden, die op correcte wijze kunnen worden gewaardeerd en waarvan het risico naar behoren kan worden beheerd wanneer een tegenpartij in gebreke blijft. Zij moeten tevens beschikken over noodplannen voor het geval dat hun grootste tegenpartijen op de markt in gebreke blijven, ook in tijden dat de markt onder druk staat.

Zekerheden en uitgeleende effecten moeten ten minste dagelijks tegen marktwaarde worden gewaardeerd, en er moet ten minste dagelijks variatiemarge worden geïnd wanneer de desbetreffende bedragen een minimaal aanvaardbare drempelwaarde overschrijden.

Er zijn reeds minimumnormen ter regulering van de waardering en het beheer van zekerheden ingevoerd, zowel voor icbe's, geldmarktfondsen en bepaalde kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, als voor verzekeringsondernemingen en instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening.

Wat icbe's betreft, bevatten de ESMA-richtsnoeren betreffende ETF's en andere kwesties in verband met icbe's regels voor zekerhedenbeheer. Ontvangen zekerheden moeten zeer liquide zijn en worden verhandeld op gereguleerde markten of multilaterale handelsfaciliteiten met transparante prijsstelling, zodat ze snel kunnen worden verkocht. Ze moeten ten minste dagelijks worden gewaardeerd en activa met een hoge prijsvolatiliteit mogen niet als zekerheden worden aanvaard, tenzij er voldoende conservatieve haircuts zijn vastgesteld. Bovendien zijn in de verordening inzake geldmarktfondsen wegens het specifieke karakter van dergelijke fondsen striktere voorschriften voor zekerhedenbeheer opgenomen. De Commissie is bevoegd gedelegeerde handelingen vast te stellen ter specificering van kwantitatieve en kwalitatieve liquiditeits- en kredietkwaliteitsvereisten voor ontvangen zekerheden.

---

<sup>25</sup> Richtlijn 2014/65/EU van 15 mei 2014.

Wat kredietinstellingen en beleggingsondernemingen betreft die voor de berekening van de minimumkapitaalvereisten voor SFT's internemodellenbenaderingen hanteren, voorziet het EU-kader inzake kapitaalvereisten in de oprichting van een afdeling zekerhedenbeheer. Krachtens MiFID II moeten beleggingsondernemingen en kredietinstellingen: i) er voor alle cliënten voor zorgen dat de kredietnemer van financiële instrumenten van cliënten de passende zekerheden verschaft, en ii) toezien op de voortdurende geschiktheid van zekerheden en de nodige stappen ondernemen om het saldo in evenwicht te houden met de waarde van de instrumenten van cliënten.

Wat verzekerings- en herverzekeringsondernemingen betreft, is bij de Solvabiliteit II-richtlijn<sup>26</sup> het "prudent person"-beginsel ingevoerd, wat betekent dat verzekeringsondernemingen alleen mogen beleggen in activa en instrumenten waarvan zij de risico's naar behoren kunnen onderkennen, meten, bewaken en beheren. Verzekeraars mogen SFT's sluiten als aan het "prudent person"-beginsel is voldaan. In een dergelijk geval moeten de zekerheden worden gewaardeerd conform de Solvabiliteit II-richtlijn en de gedelegeerde handeling daarvan. Wat instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening (IBPV's) betreft, is in de IBPV2-richtlijn<sup>27</sup> een soortgelijk "prudent person"-beginsel opgenomen. Daarnaast is een specifiek risicobeheersysteem ingevoerd met de bedoeling het evenwicht te garanderen van de vrijheid om beleggingen te verrichten. Net als verzekeraars mogen pensioenfondsen SFT's sluiten als aan het "prudent person"-beginsel is voldaan.

#### **4.6. HAIRCUTS OP ZEKERHEDEN (FSB-AANBEVELINGEN 12 TOT EN MET 18)**

Het FSB-kader beveelt een tweeledige benadering aan:

1. kwaliteitsnormen voor door marktdeelnemers toegepaste methoden voor de berekening van haircuts op zekerheden; en
2. numerieke minima voor haircuts op niet-centraal geclearde SFT's waarbij tegen andere zekerheden dan overheidsschuldpapier financiering aan niet-banken wordt verstrekt, zoals vermeld in onderstaande tabel.

---

<sup>26</sup> Richtlijn 2009/138/EG van 25 november 2009.

<sup>27</sup> Richtlijn (EU) 2016/2341 van 14 december 2016.

## Numerieke haircutminima voor transacties waarbij effecten tegen contanten worden verkocht

Resterende looptijd van de zekerheden	Omvang van de haircut	
	Zakelijke en andere emittenten	Gesecuritiseerde producten
Schuldbewijzen op $\leq$ 1 jaar en Floating Rate Notes (FRN's)	0,5 %	1 %
Schuldbewijzen op $>$ 1 jaar en $\leq$ 5 jaar	1,5 %	4 %
Schuldbewijzen op $>$ 5 jaar en $\leq$ 10 jaar	3 %	6 %
Schuldbewijzen op $>$ 10 jaar	4 %	7 %
In een hoofdindex opgenomen aandelen	6 %	
Andere onder het toepassingsgebied van het kader vallende activa	10 %	

Bron: FSB-regelgevingskader voor haircuts op niet-centraal geclearde SFT's.

### Methodologische aanbevelingen

De minimumnormen voor de methode die voor het berekenen van haircuts moet worden gehanteerd, complementeren de bestaande entiteitgebaseerde regulering van hefboomwerking (voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen) en zijn specifiek op het aanpakken van procycliciteit gericht. Deze aanbeveling wordt met name gekenmerkt door een ruim toepassingsgebied: zij is van toepassing op alle marktdeelnemers die zekerheden ontvangen wanneer zij effectenfinanciering verstrekken.

Momenteel bestaan er in de EU geen op alle marktdeelnemers toepasselijke normen van die strekking. De ESMA-richtsnoeren betreffende ETF's en andere kwesties in verband met icbe's bevatten echter wel dergelijke normen voor icbe's. In de richtsnoeren is meer in het bijzonder bepaald dat icbe's een welomschreven haircutbeleid moeten hebben dat is toegesneden op elke klasse activa die als zekerheid wordt ontvangen. In het kader van dat beleid moet rekening worden gehouden met de kenmerken van de activa, zoals kredietwaardigheid, volatiliteit en de uitkomst van periodieke stresstests.

### Aanbevelingen inzake numerieke haircutminima

Met de numerieke haircutminima wordt beoogd de opbouw van systeembrede hefboomwerking buiten het bankstelsel tegen te gaan. Het toepassingsgebied van de aanbeveling inzake numerieke haircutminima (nl. niet-centraal geclearde SFT's waarbij tegen andere zekerheden dan overheidsschuld papier financiering aan niet-banken wordt verstrekt) is

minder ruim dan dat van de aanbeveling betreffende de methode voor het berekenen van haircuts. De aanbevelingen inzake de haircutminima zijn complementair aan het Bazel III-kader en gelden voor SFT's van banken met niet-banken en van niet-banken met niet-banken. Effectenfinanciering ontvangen door banken en beleggingsondernemingen die op geconsolideerde basis aan afdoende regelgeving betreffende kapitaal en liquiditeit onderworpen zijn (SFT's van banken met banken), valt buiten het toepassingsgebied van de numerieke haircutminima, omdat de FSB van oordeel is dat de toepassing van haircutminima op dergelijke transacties met bestaande vereisten kan overlappen. Volgens de FSB-aanbevelingen moeten de numerieke haircutminima die gelden voor SFT's van banken met niet-banken, eerst in het Bazel III-kader worden opgenomen. De autoriteiten dienen het kader vervolgens ten uitvoer te leggen door van marktdeelnemers te verlangen dat zij bij hun transacties haircuts hanteren die boven de minima liggen. Het kader kan ten uitvoer worden gelegd ofwel via entiteitgebaseerde regelgeving (d.w.z. op basis van het Bazel III-kader), ofwel via marktregelgeving (waarmee het toepassingsgebied zich zou uitstrekken tot een breder scala aan entiteiten die mogelijk effectenfinanciering aan niet-banken verstrekken), ofwel via een combinatie van beide methoden.

Momenteel bestaat er geen regelgeving op EU-niveau ten aanzien van numerieke haircutminima voor onder het toepassingsgebied van de FSB-aanbeveling vallende SFT's van banken/niet-banken met niet-banken.

#### Verdere stappen in verband met de aanbevelingen inzake haircuts

Bij het overwegen van mogelijke regelgevende actie in verband met haircuts moet met een aantal belangrijke punten rekening worden gehouden.

Ten eerste is het zo dat, hoewel haircuts de hefboomwerking kunnen helpen beperken, het effect ervan op de procycliciteit niet helemaal duidelijk is (zoals in punt 3.1 is beschreven) en kan afhangen van de wijze van implementatie ervan (bv. statische versus dynamische haircutminima). De besluitvorming over mogelijke kwalitatieve of numerieke regels voor haircuts zou gebaat zijn bij een beter inzicht in de onderlinge relatie tussen haircuts en procycliciteit. Ten tweede blijkt zowel uit de gesprekken tussen de ESMA en de marktdeelnemers als uit de in die context verkregen gegevens dat de daadwerkelijk door marktdeelnemers toegepaste haircuts meestal hoger zijn dan of even hoog zijn als de door de FSB aanbevolen haircutminima, zelfs in het huidige, vrij gunstige marktklimaat. Het is bijgevolg niet duidelijk in hoeverre de implementatie van de FSB-aanbevelingen in de praktijk de markt zou beïnvloeden. Ten derde vertegenwoordigen de SFT's die onder het toepassingsgebied van de FSB-aanbeveling inzake numerieke haircutminima vallen, slechts een beperkt deel van de markt als geheel<sup>28</sup>. Het kan dan ook nuttig zijn de werkingssfeer van een mogelijk optreden te herbezien op basis van uitgebreide gegevens. Ten vierde zijn nog altijd geen numerieke haircutminima voor SFT's van banken met niet-banken in het Bazel III-kader opgenomen. De FSB had het doorvoeren van deze maatregel aanvankelijk voor eind

---

<sup>28</sup> Volgens de ESMA (2016) lopen de ramingen uiteen van 8 % tot 35 % van de EU-repo-markt en tot 25 % van de EU-markt voor effectenleningen. Het betreft maxima, aangezien de cijfers ook transacties van banken met banken omvatten.

2015 aanbevolen als voorwaarde voor de invoering van haircutminima door de autoriteiten. Tot slot zij erop gewezen dat ook andere belangrijke jurisdicties (zoals de Verenigde Staten en Japan) nog maar pas met hun studiefase zijn begonnen en nog geen beslissing over de invoering van haircutminima hebben genomen.

Het bovengenoemde ESMA-verslag onderbouwt deze redenering en verschaft aanvullende informatie over de meeste bovenstaande punten, met name wat numerieke haircutminima betreft<sup>29</sup>. Concluderend lijkt het nuttig de potentiële invoering van kwaliteitsnormen en numerieke haircutminima te beoordelen op basis van de meer gedetailleerde SFT-gegevens die beschikbaar zullen komen zodra de uitgebreide rapportageverplichtingen van de SFT-verordening van kracht worden (volgens de huidige planning zou dat vanaf 2019 het geval moeten zijn).

## 5. ALGEMENE CONCLUSIES

**In de EU is in ruime mate gevolg gegeven aan de FSB-aanbevelingen met betrekking tot SFT's door middel van de vaststelling van de SFT-verordening en van specifieke bepalingen in de sectorale wetgeving en richtsnoeren betreffende financiële diensten. Daarom lijkt er in dit stadium geen verdere regelgevende actie vereist.**

Wat de sectoroverschrijdende kwaliteitsnormen voor de berekening van haircuts en de invoering van numerieke haircutminima betreft, moet een beoordeling van de behoefte aan en de reikwijdte van een eventueel regelgevend optreden op dit terrein worden gebaseerd op uitgebreide en gedetailleerde gegevens over SFT-markten. Deze gegevens zullen beschikbaar komen zodra de rapportageverplichting van de SFT-verordening van kracht wordt. Bovendien maakt de huidige marktdynamiek (zoals beschreven in deel 3) het nog noodzakelijker om een zekere voorzichtigheid te betrachten en over solide gegevens te beschikken bij het overwegen van regelgevende actie die inhoudt dat kwantitatieve vereisten worden opgelegd. De voortgang op internationaal niveau is vergelijkbaar met die in de EU (nl. vroege studiefase) en op dit moment heeft nog geen enkele andere regio een beslissing genomen over het ondernemen van regelgevende actie in verband met haircutminima. Indien mogelijk zou de invoering van numerieke haircutminima idealiter op mondiaal gecoördineerde wijze moeten plaatsvinden om te vermijden dat het gelijk speelveld in het geding komt of dat marktdeelnemers uit de "eerst optredende" jurisdictie een concurrentienadeel ondervinden.

**De Commissie zal de ontwikkelingen op de SFT-markten en op internationaal regelgevingsgebied van zeer nabij blijven volgen. De Commissie zal de meerwaarde van kwaliteitsnormen en haircutminima herbekijken op basis van een door de ESMA op te stellen verslag zodra uitgebreide SFT-gegevens beschikbaar zijn.**

---

<sup>29</sup> In een ESRB-advies dat als bijdrage aan het ESMA-verslag is uitgebracht, wordt een voorzichtiger standpunt ingenomen en aanbevolen het FSB-kader voor numerieke haircutminima ten uitvoer te leggen voordat er verdere gegevens beschikbaar zijn. In het advies wordt evenwel erkend dat er inderdaad sprake is van een algemeen gebrek aan gegevens en dat verdere empirische en conceptuele analyse noodzakelijk is.