

Start per direct met implementatie centrale clearing EMIR!

Op 16 augustus 2017 loopt de vrijstelling af voor de clearingplicht voor pensioenfondsen onder European Market Infrastructure Regulation (EMIR). Zelfs al wordt deze tijdelijke vrijstelling nog met één jaar verlengd, uiteindelijk zullen ook pensioenfondsen eraan moeten geloven. De voorbereiding begint dan ook nu. In dit artikel beschrijven we de verplichtingen onder EMIR voor pensioenfondsen en benoemen we de aandachtspunten waarmee ze rekening moeten houden. Ten slotte geven we aan welke stappen pensioenfondsen het beste kunnen doorlopen om volgend jaar aan de clearingplicht te kunnen voldoen, waaronder het berekenen van de extra liquiditeit die daarvoor nodig is.

De toezichthouders De Nederlandsche Bank en Autoriteit Financiële Markten zullen erop toezien dat pensioenfondsen zich aan de clearingplicht houden. DNB heeft al een self-assesment en onderzoek betreffende de liquiditeitsimpact bij pensioenfondsen uitgevoerd, waaruit blijkt dat pensioenfondsen nog onvoldoende kasgeld op de balans hebben staan om aan de clearingplicht te voldoen.¹ Het is daarom belangrijk dat pensioenfondsen zich tijdig voorbereiden op de afloop van de vrijstelling van de clearingplicht en een gedegen raamwerk inrichten voor het managen van het liquiditeitsrisico.

■ VERPLICHTINGEN VOOR PENSIOENFONDSEN

Onder EMIR gelden drie hoofdverplichtingen voor pensioenfondsen:

1. centrale clearing van OTC-derivatentransacties (pensioenfondsen zijn vrijgesteld tot 16 augustus 2017);
2. risico-inperkings technieken bij niet centraal ge-

3. rapportage van alle derivatentransacties aan zogenoemde trade repositories.
- Hierna gaan we nader in op de acties en implicaties van deze verplichtingen.

Centrale clearing OTC-derivatentransacties

OTC-derivaten zijn derivaten die door bedrijven onderling worden verhandeld, zonder tussenkomst van een handelsplatform. De meest gebruikelijke OTC-derivaten zijn dekkingen tegen renterisico's op grote afstand.² Deze derivaten waren echter onvoldoende transparant, omdat de contractinformatie uitsluitend beschikbaar is voor de twee contractpartijen. In 2009 heeft de G20 daarom bepaald dat de OTC-derivatenmarkt transparanter en veiliger moest worden gemaakt. Voor dat doel, het hervormen van de OTC-derivatenmarkt, is EMIR in het leven geroepen.³ De centrale clearing voor pensioenfondsen houdt in dat pensioenfondsen bepaalde OTC-derivatentransacties moeten afwickelen via een Central Counter Party (CCP) in plaats van bilateraal. Daarbij moeten ze dan 'variatie margin' – in verband met waardeveranderingen – in de vorm van kasgeld storten. De reden hiervoor is dat een CCP, als enige tegenpartij tussen de verschillende partijen, het kasgeld direct kan doorstorten naar de partij die de variatie margin moet ontvangen. Aangezien alle marktwaardeveranderingen door kasgeld worden gedekt, zijn alle betrokken partijen minder gevoelig voor kredietrisico van de tegenpartijen. Centrale clearing heeft bovendien tot gevolg dat de derivatenmarkt een stuk overzichtelijker wordt. De behoefte aan kasgeld heeft wel tot gevolg dat pensioenfondsen een hogere liquiditeitsbuffer moeten gaan aanhouden, wat leidt tot een gemist rendement. Daar komt bij dat de storting dagelijks plaatsvindt, waardoor pensioenfondsen hun liquiditeitsrisico ook actief moeten managen.



Nienke Pepers en Tara Scholma

Mr. N.E. Pepers-Hohmann en mr. T. Scholma zijn advocaat bij HVG Advocaten en Notarissen in Amsterdam

Risico-inperkende technieken

Marktpartijen, en dus ook pensioenfondsen, zijn al sinds 15 september 2013 verplicht om risico-inper-



Figuur 1. Tijdslijn EMIR-verplichtingen voor pensioenfondsen

kende technieken toe te passen voor alle OTC-derivatentransacties die niet centraal worden geclarend. Genoemde technieken zijn opgenomen in art. 11 EMIR, te weten:

- wederzijdse tijdige bevestiging van de voorwaarden van het desbetreffende OTC-derivatencontract;
- portefeuillereconciliatie;
- portefeuillecompressie;
- een procedure voor geschillenbeslechting;
- waardering tegen marktwaarde; en
- passende onderpanduitwisseling en eventuele kapitaaldekking.⁴

Deze operationele eisen strekken ertoe dat de risico-beheersing van dergelijke transacties gelijkwaardig is aan die van centraal geclarende transacties. Pensioenfondsen moeten passende procedures en regelingen invoeren om operationele en tegenpartijrisico's te meten, te bewaken en te limiteren. Zo dienen de twee contractspartijen de transactie zo snel mogelijk aan elkaar te bevestigen. Dit is bedoeld om de bevestiging van de voorwaarden van desbetreffende OTC-derivatencontract te verzekeren (confirmatie). De verplichting tot portefeuillereconciliatie zorgt ervoor dat partijen bij een OTC-derivatencontract dezelfde voorwaarden van de transactie vastleggen. Portefeuillecompressie houdt in dat partijen het aantal contracten over en weer verminderen, maar dezelfde risicopositie behouden. Of en zo ja, op welk moment een verplichting van toepassing wordt, is afhankelijk van gestelde drempelwaarden. Robuuste en controleerbare procedures voor het afstemmen van de verschillende processen is daarom noodzakelijk, evenals vroegtijdig vaststellen en oplossen van geschillen tussen de twee partijen. Ze moeten in staat zijn hun portefeuilles dagelijks te waarderen en de nodige procedures ontwikkelen om tijdig margin uit te wisselen en afzonderlijk te administreren. Uit het self-assessment van DNB blijkt dat bijna alle pensioenfondsen hebben aangegeven te voldoen aan de risico-inperkende technieken onder EMIR.⁵

Rapportage aan trade repositories

Per 12 februari 2014 verplicht EMIR iedere partij die een derivatencontract afsluit, wijzigt of beëindigt, de details van deze transactie te rapporteren aan een trade repository. Contracten die al bestonden op 16 augustus 2012 en nog steeds gelden op 12 februari 2014, moesten uiterlijk op 13 mei 2014 worden gerapporteerd. Contracten die al uitstonden op 16 augustus

2012, maar op 12 februari 2014 niet meer, moeten binnen drie jaar worden gerapporteerd, dat wil zeggen uiterlijk op 12 februari 2017.

Een trade repository is een entiteit die centraal de rapportage van derivaten verzamelt en bewaart in een transactieregister. Ze verschaft de regelgevers en toezichthouders meer inzicht in de (OTC-)derivatenmarkt.⁶ Op dit moment zijn er zes geregistreerde trade repositories in de EU.⁷ Daarvan zijn er vier in Engeland, één in Polen en één in Luxemburg. Een pensioenfonds kan ervoor kiezen zelf te rapporteren of dit uit te besteden, maar blijft altijd eindverantwoordelijk.

Het staat fondsen vrij om te kiezen aan welke trade repository wordt gemeld. Het uiteindelijke doel van de rapportageplicht is om de derivatenmarkt transparanter te maken. Trade repositories zijn toegankelijk voor ESMA, nationale toezichthouders en betrokken centrale banken. Uit het self-assessment van DNB blijkt dat (bijna) alle pensioenfondsen hebben aangegeven te voldoen aan de rapportageverplichtingen onder EMIR.⁸ Figuur 1 toont nog eens schematisch de tijdslijn voor de EMIR-verplichtingen voor pensioenfondsen.

■ VRIJSTELLING VOOR PENSIOENFONDSEN VERVALT

Pensioenfondsen zijn op grond van art. 89 EMIR tot 16 augustus 2017 vrijgesteld van de centrale clearingplicht. Pensioenfondsen die regelingen uitvoeren die

- 1 <http://www.dnb.nl/nieuws/dnb-nieuwsbrieven/nieuwsbrief-pensioenen/nieuwsbrief-pensioenen-juli-2016/dnb344690.jsp>
- 2 http://www.dnb.nl/binaries/All_Ins_Outs_CCPs_tcm46-288116.pdf
- 3 http://www.dnb.nl/binaries/Aandachtspunten_tcm46-313702.pdf
- 4 <http://www.toezicht.dnb.nl/4/1/50-228775.jsp>, <http://www.toezicht.dnb.nl/4/1/50-228783.jsp>
- 5 <http://www.dnb.nl/nieuws/dnb-nieuwsbrieven/nieuwsbrief-pensioenen/nieuwsbrief-pensioenen-juli-2016/dnb344690.jsp>
- 6 <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/emir>
- 7 <http://www.emissions-euets.com/internal-electricity-market-glossary/500-trade-repositories>
- 8 <http://www.dnb.nl/nieuws/dnb-nieuwsbrieven/nieuwsbrief-pensioenen/nieuwsbrief-pensioenen-juli-2016/dnb344690.jsp>

hoofdzakelijk in uitkeringen voorzien, dienen immers zo weinig mogelijk tegoeden in liquide middelen aan te houden, teneinde de efficiëntie en het rendement voor hun verzekeringnemers zo optimaal mogelijk te houden. Hierdoor kunnen de meeste fondsen niet voldoen aan de margin vereisten van de centrale clearingplicht. Om te voorkomen dat die vereisten een risico vormen voor het pensioen van toekomstige gepensioneerden, wordt de clearingplicht uitgesteld totdat een passende technische oplossing is ontwikkeld voor het overdragen van andere zekerheden dan contanten als variatie margin.

Inmiddels heeft de Europese Commissie de mogelijkheden daartoe onderzocht. Maar uit haar rapport blijkt dat de kans op een praktische oplossing klein is.⁹ In elk geval is er tot op heden nog steeds geen passend alternatief gevonden en bestaat de kans dat de pensioenfondsen nog eenmaal voor de periode van één jaar worden vrijgesteld. Als na deze periode blijkt dat kasgeld het enige geschikte onderpand is, zullen pensioenfondsen met eigen derivatenposities moeten nadenken over hun strategische beleggingsmix – waarin kasgeld een vaste component zou kunnen worden – en het liquiditeitsmanagement.

■ AANDACHTSPUNTEN

Onderstaand hebben we enkele aandachtspunten voor pensioenfondsen uitgewerkt om hen bewust te maken van de keuzes, risico's en verplichtingen.

Wel of geen EMIR afhankelijk van beleggingsbeleid

Enkel pensioenfondsen met derivaten op de eigen balans worden direct door de EMIR-wetgeving geraakt. Voor het adequaat afdekken van rente- en valutarisico's is het hebben van een exposure naar derivaten vaak onvermijdelijk. Staats- en bedrijfsobligaties hebben veelal een te korte looptijd om het renterisico op de langste punten van de curve af te dekken. Pensioen-

De kans bestaat dat de pensioenfondsen nog eenmaal voor de periode van één jaar worden vrijgesteld

fondsen die indirect in derivaten beleggen – bijvoorbeeld via een LDI-fonds, of een aandelen tracker met ingebouwde valutahedge – zullen minder last ondervinden van de EMIR-regelgeving. In die situatie is de uitgever van het fonds belast met de diverse uit EMIR volgende vereisten. Pensioenfondsen met derivaten in een beleggingsfonds zullen wel, zij het indirect, door EMIR worden geraakt, doordat de beheerkosten van deze fondsen zullen toenemen. Daarnaast bieden bijvoorbeeld LDI-fondsen minder flexibiliteit en precisie als het gaat om het inrichten van een rentehedge. Pensioenfondsen zullen de voor- en nadelen van een discretionair of fondsmandaat dus moeten heroverwegen.

Directe of indirecte aansluiting CCP is een keuze

Pensioenfondsen kunnen kiezen voor een directe aansluiting (DCM) op een CCP of een indirecte aansluiting via een General Clearing Member (GCM). Bij een directe aansluiting moet het pensioenfonds dagelijks zelf de variatie margin in contanten storten. Dit houdt in dat ze geen staatsobligaties kunnen gebruiken als onderpand, zoals ze plegen te doen in de bilaterale swapmarkt. Voor iedere aansluiting op een CCP moet het fonds ook zelf een aparte clearingovereenkomst tekenen. Dit kost veel werk en vereist juridische kennis op dit vlak. Voor kleine pensioenfondsen is directe aansluiting op een CCP daarom niet altijd weggelegd. Bij een indirecte aansluiting regelt de GCM diverse (juridische) zaken voor het pensioenfonds. Bedenk daarbij wel dat een GCM in eerste instantie handelt in zijn eigen belang, wat niet per definitie de beste uitkomsten voor het pensioenfonds hoeft op te leveren. Ook dient er nog steeds een contract te komen tussen het pensioenfonds en de GCM. Wel is het zo dat het fonds hier geen direct balansrisico loopt. Al met al hangt het van de inrichting/grootte van het pensioenfonds af welke aansluiting het beste past.

Toegangs criteria CCP ook op pensioenfondsen van toepassing

Een CCP mag een clearing member alleen afwijzen als ze deze partij kwalificeert als risicovol en dit ook kan onderbouwen.¹⁰ Ook al zijn pensioenfondsen alleen clearing member voor eigen transacties (ICM), ze moeten als klant – direct of indirect – van een clearing member rekening houden met de toegangs criteria van CCP's. Clearing members schieten eventueel uit naam van hun klant voldoende onderpand voor aan de CCP.

Veel CCP's kennen de volgende eisen voor clearing members: een minimum aan rating/kredietwaardigheid, een minimum aan eigen vermogen (met name voor GCM's), capaciteiten op het gebied van risicomanagement, operationele activiteiten, variatie in en/of omvang van de portefeuilles die de clearing member bij de CCP aanbiedt, en diens juridische vestigingsplaats. Die vestigingsplaats is van belang voor de vraag welke faillissementswetgeving van toepassing is. Om die reden moeten Europese clearing members een vestiging hebben in een land binnen de Europese Unie, IJsland, Liechtenstein, Noorwegen of Zwitserland.

Bilaterale swaps worden steeds duurder

Pensioenfondsen moeten er rekening mee houden dat bilaterale swaps ook steeds duurder worden. Een bank die een bilaterale transactie aangaat, is onderhevig aan extra (wettelijke) kapitaaleisen. Immers, de risico's worden niet opgevangen door centrale clearing en vragen om een passende uitwisseling van zekerheden. De kosten hiervan zullen worden doorberekend in de bilaterale transactie.

Tijd inrichten centrale clearing

Pensioenfondsen zullen ook rekening moeten houden met de tijd die nodig is voor het selecteren van

een of meer clearing members, het inschakelen van een CCP, de langere doorlooptijden bij het afsluiten nieuwe derivatencontracten, het feit dat een (bestaande) trade repository meer functies moet gaan uitvoeren en dat de bestaande derivatencontracten

De doorlooptijd om centrale clearing goed ingeregeld te krijgen, bedraagt veelal meer dan een jaar

mogelijk nu al moeten worden aangepast. De doorlooptijd om centrale clearing goed ingeregeld te krijgen, bedraagt veelal meer dan een jaar. Dit alles kost tijd en geld.

Liquiditeitsrisico moet actief worden gemanaged

Het managen van liquiditeit bij een pensioenfonds betekent meer dan het monitoren van de uit te keren pensioenen en binnenkomende premies. Het gros van de Nederlandse pensioenfondsen maakt gebruik van valuta- of rentederivaten, waardoor ze straks bij directe aansluiting dagelijks kasgeldstortingen uitvoeren. Dit maakt dat pensioenfondsen actief hun liquiditeitsrisico moeten managen. Het is essentieel om hierbij verder te kijken dan normale marktomstandigheden: wat gebeurt er met de liquiditeitspositie in tijden van economische stress, als liquiditeit in de markt snel opdroogt? Hiervoor moet het fonds de liquiditeitsrisico's in kaart brengen. Het doet er daarom verstandig aan daarover tijdig advies in te winnen, om te bepalen wat deze risico's betekenen voor het beleid.

Het managen van liquiditeit in stresssituaties is voor pensioenfondsen een uitdaging: een permanente exposure naar kasgeld betekent mislopen van rendement en introduceert een kredietrisico. Daarnaast is ook het tijdsaspect van belang: hoeveel gelden kunnen per direct liquide worden gemaakt en waar is sprake van een verkoopduur van een of meer werkdagen?

Liquiditeit vraagt om afspraken met de bank

Onder centrale clearing wordt een groot deel van het onderpand in 'kasgeld' geleverd, c.q. ontvangen, in plaats van in obligaties. Kennis en inzicht in de bronnen van liquiditeit en de kosten van het aanhouden van een kasgeldpositie zijn daarom vereist. Pensioenfondsen moeten ervoor waken dat het liquiditeitsrisico wordt verschoven van de bank naar het pensioenfonds. Ze moeten contractueel zo veel mogelijk uitsluiten. Wie dit niet doet, loopt het risico dat een clearing member bijvoorbeeld eenzijdig tweemaal zo veel initiële margin kan vragen. Als pensioenfondsen niet de mogelijkheid hebben dit contractueel uit te sluiten, moeten ze tijdig op de hoogte worden gesteld van een initiële margin 'multiplier'.

Margins vereisten leiden tot nieuwe contracten

Pensioenfondsen moeten er rekening mee houden dat een CCP op grond van art. 41 EMIR margins kan opleggen, kan verzoeken om margins bij te storten of margins kan innen. De clearing member gaat een overeenkomst aan met de CCP en ook een met de eindgebruiker (al dan via tussenkomst van bijvoorbeeld een bank). Door middel van deze tweede overeenkomst wordt het risico (indirect) weer bij de klant gelegd. Met andere woorden, de margin verplichting kan niet door de CCP direct aan het pensioenfonds worden opgelegd, maar de clearing member zal deze minstens een-op-een contractueel doorzetten naar de eindgebruiker. Dit doet een CCP om haar kredietposities op haar clearing members en CTP's waarmee ze een interoperabiliteitsregeling heeft gesloten, te beperken. Dergelijke margins moeten volstaan om potentiële risicoposities af te dekken die zich volgens de ramingen van de CCP tot aan de liquidatie van de relevante posities kunnen voordoen. Een CCP moet verliezen kunnen dekken die voortvloeien uit minstens 99% van alle risicobewegingen over een passende tijdshorizon. Ook moet een CCP haar risicoposities op al haar clearing members ten minste op dagelijkse basis volledig zeker kunnen stellen.

Bijdrage wanbetalingsfonds is verplicht

Een CCP heeft een wanbetalingsfonds om het risico van haar kredietposities op haar clearingleden te limiteren. Het gaat daarbij vooral om het dekken van verliezen die hoger uitvallen dan die welke worden gedekt door de margin vereisten in art. 41 EMIR. Een CCP stelt een drempelbedrag vast waar de omvang van het betalingsfonds niet onder mag komen. De bijdrage die een clearing member moet leveren, staat in verhouding tot zijn positierisico ten opzichte van de andere clearing members. Hiervoor moet een pensioenfonds dus geld opzijzetten.

■ STAPPENPLAN PENSIOENFONDSEN

Gelet op de gerede kans dat pensioenfondsen per 17 augustus 2017 aan de clearingplicht moeten voldoen, is het verstandig om de volgende stappen waar mogelijk gelijktijdig, c.q. parallel te doorlopen:

1. bereken hoeveel extra liquiditeit het pensioenfonds nodig heeft om aan de clearingplicht te voldoen. Uit onderzoek van DNB blijkt dat een groot aantal pensioenfondsen onvoldoende kasgeld op de balans heeft staan om bij een plotselinge rentestijging aan de onderpandvereisten te kunnen voldoen;¹¹
2. houd er rekening mee dat veel tegenpartijen van niet centraal geclearde rentederivatentransacties steeds hogere eisen stellen aan het onderpand. Pensioenfondsen met een rentederivatenportefeuille

9 Brussel, 3.2.2015 COM(2015) 39 final

10 De Nederlandse Bank, Alle Ins & Outs van CCPs, maart 2013.

11 <http://www.dnb.nl/nieuws/dnb-nieuwsbrieven/nieuwsbrief-pensioenen/nieuwsbrief-pensioenen-juli-2016/dnb344690.jsp>

moeten rekening houden met hogere liquiditeitsrisico's na het wegvallen van de vrijstelling van de centrale clearing. Hiervoor dient een liquiditeitsbeleid te worden vastgesteld, wat mogelijk ook gevolgen heeft voor de strategische beleggingsmix;

3. richt een gedegen raamwerk in voor het managen van liquiditeitsrisico's. Dit houdt in dat pensioenfondsen moeten vastleggen op welke wijze wordt omgegaan met stresssituaties en het opdrogen van liquiditeit in de markt;
4. inventariseer de implicaties van EMIR op de bedrijfsvoering (beleggingsbeleid, derivatenstrategie, processen en systemen) van het pensioenfonds en bespreek dit, indien van toepassing, met de vermogensbeheerder;

Pensioenfondsen moeten er rekening mee houden dat een CCP margins kan opleggen, kan verzoeken om margins bij te storten of margins kan innen

5. onderzoek of delen van de portefeuille snel en goedkoop liquide kunnen worden gemaakt;
6. bestudeer voor het aangaan van nieuwe clearingovereenkomsten met een clearing member nauwkeurig de voorwaarden. Weet wat de gevolgen zijn

in geval van verzuim van het pensioenfonds. Kan de clearing member meer onderpand opvragen dan volgens de CCP nodig is? Kan het contract bij verzuim eenzijdig worden opgezegd, waardoor de CCP-transacties vervallen of worden gehedged? Kan een clearing member schadevergoeding eisen als blijkt dat mitigatietechnieken geen soelaas bieden? Kortom, laat je als pensioenfonds juridisch goed adviseren;

7. onderzoek alternatieven voor derivaten op de eigen balans;
8. onderzoek welke manier van aansluiting (direct of indirect) op een CCP het beste past.

■ NU STARTEN MET DE VOORBEREIDING

Pensioenfondsen zullen over niet al te lange tijd echt aan de clearingplicht moeten voldoen. Uit recent onderzoek van DNB blijkt dat pensioenfondsen nog onvoldoende kasgeld op de balans hebben staan om op 17 augustus 2017 EMIR-compliant te zijn. Gezien de doorlooptijden zullen pensioenfondsen nu van start moeten gaan met het berekenen van de benodigde liquiditeit en het opstellen van een gedegen raamwerk voor het managen van liquiditeitsrisico's. Daarbij zullen ze zich goed moeten laten adviseren ten aanzien van het aangaan van nieuwe clearingovereenkomsten; diverse zaken zijn onderhandelbaar en het is zaak om goed te letten op 'de kleine lettertjes'.

Kort en goed luidt de boodschap: inventariseer de implicaties van EMIR op de bedrijfsvoering (beleggingsbeleid, derivatenstrategie, processen en systemen) en start tijdig met de benodigde implementatie. Voordat je het weet is het 17 augustus 2017! ●

SOCIAAL MEMO OUDEREN 2016

Eikelboom & De Bondt (red.)

Sociaal Memo Ouderen 2016 beschrijft op kernpunten alle belangrijke bepalingen uit wet- en regelgeving over sociale zekerheid in Nederland die betrekking hebben op het thema Ouderen. Aan bod komen onder andere:

- pensioen (pensioenstelsel, nettopensioen, Pensioenwet, pensioenverevening)
- AOW (verzekering, recht, hoogte, verplichtingen)
- sociale voorzieningen (Participatiewet, IOAW, IOAZ, IOW, schuldhulpverlening)
- toeslagen (huurtoeslag, zorgtoeslag)
- zorg (Zorgverzekeringswet, Wet langdurige zorg, Wmo)
- arbeid (minimumloon, zorgverlof, premieheffing en financiering)

Om het bronnenonderzoek te vergemakkelijken, verwijst Sociaal Memo Ouderen 2016 regelmatig naar wetteksten en uitvoeringsvoorschriften. In alle gevallen is de stand van wet- en regelgeving per 1 juli 2016 weergegeven.

Kluwer, Deventer 2016

Omvang: ca. 410 pag.'s

Prijs € 42 (incl. btw), abt. € 37,80 (incl. btw)

ISBN 9789013136654

