

# 'To hedge or not to hedge'; de toekomst van de derivatenmarkt\*

C.H. Schot

## 1 Inleiding

Derivatentransacties zijn tegenwoordig onderwerp van gesprek in de kranten. Op voorpagina's van dagbladen wordt breed uitgemeten dat pensioenfondsen en woningbouwcorporaties risicovolle derivatentransacties zijn aangegaan.<sup>1</sup> Het reilen en zeilen van de derivatenmarkt is de laatste jaren zowel mondiaal als nationaal een van de belangrijke onderwerpen geweest voor de beleidsmakers en de toezichhouders.

Door de bijna-ineenstorting van Bear Stearns in maart 2008, de val van Lehman Brothers in september 2008 en de redding van AIG en de daaropvolgende financiële crisis is de aandacht van beleidsmakers (zowel in Europa als in de Verenigde Staten) sterk gericht op het 'safe' maken van de financiële markten, waaronder ook de derivatenmarkt. Dit heeft geresulteerd in veel nieuwe wetgeving en nog lopende voorstellen ter regulering van de derivatenmarkt. Deze bijdrage bespreekt wat deze 'wetgevingstsunami' voor gevolgen heeft voor ondernemingen, woningbouwcorporaties en pensioenfondsen (veelal de eindgebruikers). Belangrijke vragen zijn wat de (juridische) gevolgen zijn voor deze eindgebruikers, welke keuzes zij kunnen maken en wanneer er over deze keuzes dient te worden nagedacht (snell!).

Het is essentieel om over deze keuzes na te denken omdat:

1. de kosten voor het afsluiten van derivaten als gevolg van de nieuwe regelgeving wellicht verder omhoog zullen gaan en het belangrijk is om inzicht te krijgen in deze kosten;
2. er zeer waarschijnlijk nieuwe overeenkomsten met geheel andere gevolgen en risico's dienen te worden aangegaan;
3. ondernemingen, woningbouwcorporaties en andere (eind)gebruikers moeten gaan voldoen aan rapportageverplichtingen inzake de derivatenpositie en aan risicobeheersingstechnieken; en
4. er wellicht op grotere schaal dan voorheen 'collateral' (zekerheden) dienen te worden afgestort.

\* De tekst van deze bijdrage is afgesloten op 10 maart 2012. Ik dank mijn kantoorgenoot Soeradj Ramsanjhal heel hartelijk voor zijn hulp.

1 Zie bijvoorbeeld de voorpagina van het Financiële Dagblad van dinsdag 20 maart 2012, 'Bestuurders blunderen met complexe derivaten' en de reacties op dit artikel in het Financiële Dagblad van 27 maart, p. 7, 'Een hetze tegen derivaten'.

C.H. Schot

Teneinde de ingrijpende gevolgen van de wetgevingsdrang te begrijpen, wordt hieronder eerst uiteengezet wat de huidige situatie is ten aanzien van de juridische vormgeving (de nulsituatie), vervolgens wat de nieuwe wetsvoorstellen inhouden, en ten slotte de effecten van deze wetgevingsdrang op de eindgebruikers, de (mogelijke) nieuwe eindsituatie en eventuele knelpunten voor ondernemingen en andere eindgebruikers.

Ik richt me in deze bijdrage voornamelijk op de gevolgen voor ondernemingen. Veel van de voorgestelde regelingen zullen echter ook van toepassing zijn op woningbouwcorporaties, pensioenfondsen en andere eindgebruikers. Ik beperk me in deze bijdrage voorts tot *over the counter* (OTC)-derivaten, derivaten die niet via de beurs worden verhandeld.

## 2 Huidige situatie

In de huidige situatie is het gebruikelijk dat een onderneming die een derivaten-transactie wil doen daarvoor een of meer banken benadert. Banken fungeren in deze markt als *swap dealer* en zullen voor deze transactie een prijs afspreken. De dealerbanken zullen deze transacties zelf (gedeeltelijk) weer tegensluiten met een andere wederpartij. Waarom wil een onderneming, pensioenfonds of bijvoorbeeld een woningbouwcorporatie een derivaat afsluiten? De reden daarvoor kan bijvoorbeeld zijn dat de onderneming een lening heeft afgesloten met een variabele rente. Banken zien dan graag dat het variabele renterisico wordt afgedekt en er staat dan vaak een verplichting in de lening om dit risico af te dekken. Kortom, de meest voorkomende redenen voor deze eindgebruikers om derivatentransacties aan te gaan, zijn risicoafdekking en daarnaast wellicht arbitrage, beheer en speculatie. Voor het afsluiten van derivatentransacties is standaarddocumentatie ontwikkeld. Deze standaarddocumentatie is ofwel gebaseerd op de ISDA-documentatie ofwel op een daarvan afgeleid model (de raamovereenkomst voor financiële derivaten; RFD). Persoonlijk raad ik altijd aan om gebruik te maken van de ISDA-standaarddocumentatie en niet van de RFD. De ISDA-documentatie gaat uit van evenwichtige verplichtingen aan beide zijden, de RFD legt de risico's te veel eenzijdig neer aan de zijde van de wederpartij van de bank.

Onder de ISDA-documentatie spreken partijen bilateraal een wederzijdse kredietlijn af. Deze wederzijdse kredietlijn is afhankelijk van het kredietprofiel van partijen. Tussen partijen kan worden afgesproken dat bij het overschrijden van een van tevoren afgesproken drempel er *collateral* (zekerheden) zal worden verstrekt of *collateral upfront*. Indien er *collateral* wordt verstrekt onder een Credit Support Annex (CSA) (zie hieronder, een onderdeel van de ISDA-documentatie) gedurende de looptijd van de transactie, dan is deze *collateral*-storting maatwerk tussen de partijen. In het huidige systeem zal in de praktijk geen initiële *collateral* dienen te worden gestort en afhankelijk van de rating of goedgeheid van de wederpartijen ook geen verdere *collateral*. Zo zullen provincies bijvoorbeeld in het algemeen geen zekerheid hoeven te storten omdat zij dezelfde rating kennen als de staat (AAA) en daarmee als uiterst solide worden beschouwd. Ik zet hieronder uiteen wat de huidige ISDA-standaarddocumentatie inhoudt. Dit is van belang omdat

deze documentatie wellicht nog lang van toepassing zal blijven op de bestaande derivaten van ondernemingen en ook haar waarde wellicht in de toekomst zal bewijzen (zie par. 6).

### 2.1 Hoe werkt de ISDA-documentatie (nulsituatie)?

De standaarddocumentatie voor derivatentransacties (waaronder de renteswaps vallen) is ontworpen door ISDA. ISDA is een handelsorganisatie opgericht in 1985 die alle participanten in deze industrie vertegenwoordigt (circa 800 leden uit 56 landen verspreid over 6 continenten). Onder deze leden bevinden zich grote banken, advocatenfirma's, *private equity firms*, oliemaatschappijen, vermogensbeheerders, enzovoort.<sup>2</sup> Sinds haar start beoogt ISDA om door middel van marktbreed geaccepteerde documentatie de risico's van derivaten te identificeren en te reduceren. De ISDA-documentatie is zeer flexibel, waardoor allerlei typen transacties eronder kunnen worden gebracht.<sup>3</sup> Als voordelen van de ISDA-documentatie kunnen worden genoemd: de vermindering van transactiekosten, zogeheten *netting*-voordelen voor banken<sup>4</sup> en het beperken van het kredietrisico<sup>5</sup> (voor beide partijen).

De belangrijkste documenten van de ISDA-documentatie betreffen, naast de *Master* zelf, het '*Schedule*', de '*Confirmations*' en de '*Definitions*' (zie figuur 1 voor een schematische weergave). Ik duid kort aan wat elk van deze documenten behelst en welke onderlinge hiërarchie zij kennen. Er dient overigens op te worden gewezen dat ISDA ook nog een aantal andere, aanvullende documenten heeft ontwikkeld die deel kunnen uitmaken van de *ISDA Master*,<sup>6</sup> zoals de *Credit Support Documents* om het onderlinge kredietrisico te verkleinen. De ISDA-documentatie bestaat op de eerste plaats uit de *ISDA Master Agreement*. Deze bevat onder andere de bepalingen over (rente)betalingverplichtingen, verklaringen (*reps*), garanties (*covenants*), opschortingsrechten, gronden voor opeising (*events of default*) en afspraken over de schadeberekening. Bij het aangaan van swapposities is het belangrijk om te bedenken dat beide partijen *in or out the money* kunnen zijn gedurende de looptijd van de swap en afhankelijk hiervan een nettobetalder of -ontvanger zijn. Beide partijen geven dan ook dezelfde typen verklaringen af en zijn gehouden aan dezelfde verplichtingen. De ISDA-documentatie is evenwichtig en geeft in principe partijen evenwichtige rechten en verplichtingen. In de *Schedule* wordt dan een aanpassing gemaakt om de economische en juridische realiteit tussen partijen te reflecteren. Ten slotte wordt voor elke derivatentransactie een aparte confirmatie met daarin de voorwaarden voor deze transactie opgesteld, die tezamen met de rest van de documentatie één overeenkomst vormt.

2 Zie voor meer informatie over ISDA de website <[www.isda.org](http://www.isda.org)>.

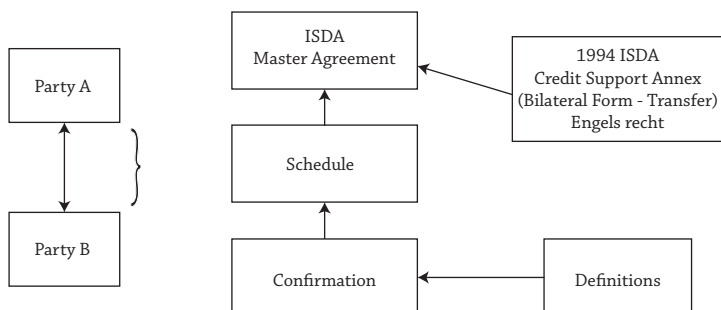
3 Ik noem *swap options*, *forward rate options*, *weather index transactions*, *credit default swaps*, *equity options*, *total return swaps*, *securities lending*, *repurchase transaction*, enz.

4 *Netting* (verrekening) houdt in dat alle rechten en verplichtingen uit de verschillende transacties tegen elkaar worden weggestreep; uiteindelijk blijft één gesaldeerd eindbedrag over.

5 Het kredietrisico is het risico dat de wederpartij, of de bank van de wederpartij, niet aan haar contractuele verplichtingen kan voldoen.

6 Naast de reeds aangeduide categorieën gaat het om de *ISDA Protocols*, de *ISDA Bridges* en de *ISDA User's Guides*.

C.H. Schot

**Figuur 1** De ISDA-architectuur

Er is sprake van een onderlinge hiërarchie, waarbij de *Confirmation* voorrang heeft boven het *Schedule* en het *Schedule* voorgaat op de *Master*. De *ISDA Definitions*, ten slotte, bevatten de definities voor de documentatie van de verschillende derivatentransacties. De definities zijn gestandaardiseerd, afhankelijk van het type product.<sup>7</sup>

Het meest gebruikte zekerheidsdocument in de Nederlandse context is de *Credit Support Annex* (CSA). Op grond van de verplichtingen in de CSA worden door partijen over en weer verplichtingen gesteld om een bepaald type zekerheid (vaak overheidsobligaties of geld) te verstrekken indien een bepaalde drempel wordt overschreden. De verplichting tot het stellen van *collateral* is in principe wederzijds.

In Nederland is zoals hierboven aangehaald een afgeleide vorm van de ISDA-overeenkomst ontwikkeld, namelijk de RFD. Een aantal banken heeft daarop weer een eigen *format* ontwikkeld. De RFD volgt de *ISDA Master Agreement*, al moet gezegd worden dat de Nederlandse overeenkomst niet voldoet aan het basisidee van gelijkwaardigheid en wederkerigheid. Dit lijkt met name te worden veroorzaakt door het feit dat dit type overeenkomsten vooral wordt gebruikt in de relatie bank-kredietnemer, terwijl de *ISDA Master Agreement*, zoals gezegd, in eerste instantie is ontworpen voor gebruik tussen banken onderling. Het kan hierom raadzaam zijn voor de kredietnemer om de RFD op deze aspecten goed te bekijken, alvorens met het gebruik daarvan akkoord te gaan. Ik noem het feit dat de RFD uitgaat van een eenzijdige zekerhedenverstrekking door de kredietnemer en het opnemen van eenzijdige beëindigingsgronden ten gunste van de bank.

<sup>7</sup> O.a. *ISDA Equity Derivatives Definitions*, *ISDA FX and Currency Option Definitions*, *ISDA Commodity Derivatives Definitions* en *ISDA Government Bond Options Definitions and Confirmation*.

### 3 Nieuwe wetgeving

De financiële crisis heeft ertoe geleid dat zowel in Europa als in de Verenigde Staten de aandacht uitgaat naar het versterken van het toezicht op de financiële markten om het risico op herhaling van een dergelijke crisis te voorkomen. De G20-leiders zijn in september 2009 op de top in Pittsburg<sup>8</sup> het volgende overeengekomen:

‘alle gestandaardiseerde documenten moeten op beurzen of, in het voorkomende geval op elektronische handelsplatforms worden verhandeld, en uiterlijk tegen eind 2012 via centrale tegenpartijen gecleared. De otc-derivatencontracten moeten aan transactieregisters worden gerapporteerd. Voor niet-centraal geclearde contracten moet een hogere kapitaaldekking gelden.’

De beleidsmakers in de Verenigde Staten hebben als eerste een wetsvoorstel gepubliceerd, welk voorstel op 21 juli 2010 tot wet is geworden (de Dodd-Frank Act; hierna: DFA<sup>9</sup>). Een onderdeel van deze wet<sup>10</sup> ziet toe op derivaten en schrijft onder meer voor dat derivatentransacties dienen te worden:

1. gerapporteerd aan zogenoemde *trade repositories* (transactieregisters);
2. voor zover mogelijk gecleared door clearinghuizen; en
3. ‘verzekerd’ door de verplichting op te leggen om meer en regelmatig zekerheden door partijen te laten stellen (*margin* en *collateral*).

Daarnaast wordt gesleuteld aan het opschroeven van de kapitaalseisen bij financiële instellingen, zodat het bankwezen robuuster wordt en beter toegerust op het doorstaan van een dergelijke crisis.

Deze regelgeving zal ook gevolgen hebben voor de eindgebruikers van derivaten. Europa volgde een jaar later met een Europees voorstel (hierna: EMIR), dat onder meer dezelfde onderdelen bevat.<sup>11</sup> Het EMIR-voorstel is op 29 maart 2012 aangenomen in het Europees Parlement en zou in werking moeten treden op 1 januari 2013.

Ik merk op dat zowel de EMIR als de DFA kan worden gezien als raamwerkwetgeving. Veel van de bepalingen dienen nader te worden uitgewerkt, door ESMA (de nieuwe Europese toezichthouder, de European Securities and Markets Authority) in het geval van de EMIR en door de Amerikaanse toezichthouders Commodity Futures Trading Commission (CFTC) en Securities and Exchange Commission (SEC) in het geval van de DFA. Deze verdere uitvoeringsregelingen zullen leiden tot een nieuwe stortvloed aan regels. Het is de bedoeling dat de EMIR in 2013 van

8 Leaders’ statement, the Pittsburgh Summit, 24-25 september 2009, <[www.g20.org](http://www.g20.org)>.

9 The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Public Law 111-203, H.R. 4173).

10 Deel 7 van de DFA.

11 Voorstel voor een verordening betreffende OTC-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters. Het voorstel is op de website van de Europese Raad te vinden: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/derivatives/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm).

C.H. Schot

kracht wordt, de DFA is al van kracht. Onder de DFA dienen de Amerikaanse toezichthouders nog wel nadere regels op te stellen.

Op 2 november 2010 zijn regels voorgesteld om bepalingen van de DFA te implementeren. Deze regels hebben betrekking op de verplichte clearing van swaps. Section 723(a)(3) van de DFA bepaalt dat 'it shall be unlawful for any person to engage in a swap unless that person submits such swap for clearing to a derivatives clearing organization (DCO)'. Er geldt een vrijstelling tot aan het moment dat een DCO kan clearen. Het ligt in de verwachting dat de regelgeving ten aanzien van de eerste derivatenklassen in de tweede helft van 2012 van kracht wordt.<sup>12</sup> In het geval van de EMIR dient ESMA nadere uitvoeringsregels vast te stellen in consultatie met de markt. Deze regels dienen op 30 september 2012 gereed te zijn. ESMA heeft aangegeven dat onder deze tijdsdruk de consultatie met de markt ten aanzien van de technische voorschriften in de EMIR in vier weken zal dienen te geschieden en heeft onlangs op 16 februari jl. de *discussion paper* ten aanzien van 'draft technical standards for the regulation on OTC derivatives, CCP's and trade repositories' gepubliceerd.<sup>13</sup> De markt kreeg tot 19 maart 2012 om op dit *discussion paper* te reageren. Veel belangenorganisaties hebben daartegen geprotesteerd en opgemerkt dat deze gehanteerde termijnen niet realistisch zijn.<sup>14</sup> De European Association of Central Counterparty Clearing Houses (hierna: EACH) merkt tevens op dat het mandaat van de G20 (zie hiervoor) erop gericht was om de attractiviteit te verhogen van het clearen van derivaten via clearinghuizen. Het huidige voorstel ondermijnt volgens EACH dit mandaat. Verder merkt EACH op dat dit voorstel eveneens de 'competitiveness' van de Europese clearinghuizen kan ondermijnen en dat het voorstel soms diametraal staat op het doel van de clearinghuizen, te weten het zorgen voor een veilige, stabiele markt. In de Verenigde Staten is vergelijkbare kritiek van de marktpartijen te vernemen. Daarnaast is er een aantal andere wetsvoorstellen die eveneens tot gevolg zullen hebben dat derivatentransacties aan meer regelgeving zullen worden onderworpen en als gevolg daarvan in de markt in het algemeen tot meer kosten zullen leiden. Banken zullen verder onder meer ook te maken krijgen met de nieuwe vereisten uit Basel III,<sup>15</sup> de Capital Requirements Directive IV<sup>16</sup> (die de wijzigingen

12 Zie ook <[www.cftc.gov/ucm/groups/public/@swaps/documents/dfs submission/dfs submission\\_030112\\_1403\\_0.pdf](http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@swaps/documents/dfs submission/dfs submission_030112_1403_0.pdf)>.

13 Zie de website van ESMA <[www.esma.europa.eu/system/files/2012-95.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-95.pdf)>.

14 De reacties staan eveneens op de website van ESMA: <[www.esma.europa.eu/consultation/Consultation-Draft-Technical-Standards-Regulation-OTC-Derivatives-CCPs-and-Trade-Repository#responses](http://www.esma.europa.eu/consultation/Consultation-Draft-Technical-Standards-Regulation-OTC-Derivatives-CCPs-and-Trade-Repository#responses)>.

15 Het Bazels Comité voor Banktoezicht van de Bank voor Internationale Betalingen heeft nieuwe voorstellen gepubliceerd voor het bankwezen. De voorstellen worden aangeduid met de naam Basel III.

16 De Europese Commissie heeft op 20 juli 2011 haar voorstel gepubliceerd: de Richtlijn betreffende de toegang tot de werkzaamheden van kredietinstellingen en het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Richtlijn 2002/87/EG van het Europees Parlement en de Raad betreffende het aanvullende toezicht op kredietinstellingen, verzekeringsondernemingen en beleggingsondernemingen in een financieel conglomeraat, zie <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0453:FIN:NL:PDF>>.

voorgesteld uit Basel III zal opnemen) en MIFID2.<sup>17</sup> Al deze voorstellen gaan leiden tot een majeure wijziging van de derivatenmarkt en – zo is de verwachting – tot hogere kosten en meer administratieve verplichtingen.

Wat zijn de gevolgen van deze nieuwe wetten voor ondernemingen? Voordat ik deze gevolgen in kaart breng, wil ik kort het fenomeen clearing behandelen en uitleggen waarom een Nederlandse onderneming te maken kan krijgen met de vereisten onder zowel de EMIR als de DFA.

## 4 Clearing

### 4.1 *Wat is clearing en waarom is het veiliger?*

Een clearinghuis is een buffer die als centrale tegenpartij optreedt voor marktpartijen (*central counterparty*, ook wel afgekort als CCP). Onder het regime van de EMIR dienen alle derivaten die gestandaardiseerd kunnen worden via een clearinghuis te verlopen. Aan een clearinghuis worden eisen gesteld. Deze eisen betreffen kapitaal-, vergunnings- en risicobeheersingseisen. Deze clearinghuizen zullen gaan werken met een aantal grote 'wederpartijen' (*clearing members*). Aan deze *members* zullen eveneens eisen worden gesteld. Veel transacties worden overigens al vrijwillig via clearingorganisaties geclarend.

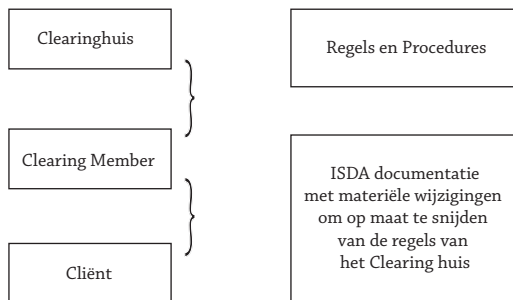
Een clearinghuis zal eisen stellen aan de te storten zekerheden. De centrale gedachte is dat het afsluiten en monitoren van derivaten via een centraal clearinghuis veiliger is dan in de huidige structuur (bilateraal afsluiten van derivaten), aannemende dat de te storten zekerheid in de vorm van *margin* en/of *collateral* voldoende hoog is en de *margin* en/of *collateral* verplicht dagelijks dienen te worden gestort. Bovendien zal het clearinghuis onder toezicht staan. In Europa onder toezicht van ESMA en in de Verenigde Staten van de daar al bestaande toezichthouders CFTC en SEC.

Het huidige systeem, het bilateraal afsluiten tussen partijen van derivatencontracten, wordt namelijk niet transparant geacht en creëert systeemrisico's. De gedachte achter de nieuwe wetgeving is dat het centreren van de transacties bij een clearinghuis, dat eisen zal stellen aan de *clearing members* en aan de te stellen zekerheden, de derivatenmarkt veiliger maakt.

De *clearing members* (de meest logische partijen voor deze rol zullen de huidige *swap dealers* zijn) sluiten vervolgens de transacties met de uiteindelijke eindgebruikers (zie figuur 2). Zoals uit dit figuur blijkt, is dit ten opzichte van de huidige structuur een wijziging. Dit leidt onder meer tot nieuwe documentatie. In het geval van figuur 2 is de structuur gebaseerd op het EMIR-model (en ISDA-based'). De Amerikaanse aanvullende documentatie is gebaseerd op een ander model (zie verder par. 5).

17 Het voorstel voor de Markets In Financial Instruments is op 20 oktober 2011 gepubliceerd op de website van de Europese Unie (<<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0656:FIN:EN:PDF>>).

C.H. Schot

**Figuur 2** *Clearing – client clearing*

Op dit moment zijn er ongeveer twintig clearinghuizen. Deze clearinghuizen dienen een vergunning aan te vragen en komen dan onder toezicht te staan. Er komen overigens nog steeds clearinghuizen bij. Een aantal van deze clearinghuizen handelt maar in één derivatenklasse, bijvoorbeeld LCH SwapClear (alleen interest rate swaps) en ICE Trust (alleen credit default swaps<sup>18</sup>).

#### 4.2 *Waarom is voor een onderneming zowel de DFA als de EMIR van belang?*

De DFA heeft op een aantal punten een extraterritoriale werking. Europese *swap dealers* kunnen onder het toezicht van de Amerikaanse toezichthouders vallen en als gevolg daarvan moeten voldoen aan de regels van zowel de EMIR als de DFA. Zodra bijvoorbeeld een Europese bank als *'swap dealer'* opereert en met enige regelmaat derivatentransacties aangaat met een Amerikaanse tegenpartij, dan zou deze Europese bank binnen het bereik van de DFA kunnen vallen. Helaas zijn de vereisten onder de DFA en de EMIR niet gelijk; de verschillen kunnen inhouden dat aan meerdere vereisten dient te worden voldaan door marktpartijen en eventueel dat partijen aan conflicterende bepalingen moeten voldoen). Hieronder zullen we verplichtingen van belang voor ondernemingen behandelen, zowel uit de DFA als uit de EMIR, en daarna de vrijstellingen.

## 5 Gevolgen voor ondernemingen onder de EMIR en de DFA

Het gevolg van de EMIR en de DFA is dat er voor bepaalde derivatentransacties een clearingplicht gaat ontstaan. Andere derivaten transacties zullen niet hoeven te worden geclarend en worden dan wellicht onder het 'bilaterale systeem' afgehandeld. Het effect is dat er een *'cleared space'* en een *'non-cleared space'* gaat ontstaan.

18 Een credit default swap is een swap tussen partijen waarbij het kredietrisico op een derde partij wordt overgedragen.



### 5.1 De clearingplicht

De EMIR verplicht bepaalde tegenpartijen om derivatencontracten die daartoe zijn aangewezen, te clearen via een vergunninghoudend of erkend clearinghuis. Deze clearingplicht kan per klasse worden opgelegd en zal in de tijd worden uitgefaseerd. De procedure zal in de praktijk wellicht als volgt gaan werken. ESMA selecteert na consultatie met de markt een derivatenklasse en stelt dan een traject naar verplichte clearing op. Echter, er wordt rekening gehouden met het gegeven dat geen enkel clearinghuis kan worden gedwongen om contracten te clearen die het qua risico's niet kan beheersen. De Europese Commissie zal (na advisering door ESMA) bij het besluit om een derivatenklasse verplicht te clearen daarmee rekening houden. De partijen die onder de clearingplicht vallen, zijn onder meer banken, beleggingsondernemingen, verzekeraars en pensioenfondsen.<sup>19</sup> De overige partijen kunnen ook verplicht zijn te clearen indien een nader door de Europese Commissie vast te stellen drempel wordt overschreden. Partijen uit niet-lidstaten vallen waarschijnlijk onder dezelfde indeling. Dit houdt in dat een partij uit een niet-lidstaat die een transactie aangaat met een partij uit een lidstaat ook onder de EMIR-regels zal vallen.

De DFA onderwerpt alle derivaten aan de clearingplicht voor zover er een of meer *derivatives clearing organisations* (hierna: DCO's) zijn die de betreffende swapklasse accepteren voor clearing. Reeds bestaande derivaten zijn uitgezonderd van de clearingplicht onder de DFA. Onder de EMIR is het evenwel mogelijk dat bestaande derivaten aangegaan na inwerkingtreding van de EMIR (beoogd is begin 2013) worden opgenomen in de clearing.

Het bovenstaande houdt in dat een onderneming haar derivatentransactie zal moeten onderbrengen bij een *clearing member*, die dan de transactie cleart via een clearinghuis.

### 5.2 Vrijstellingen van de clearingplicht

Onder de EMIR zullen er vrijstellingen voor niet-financiële instellingen gaan gelden. Niet-financiële instellingen dienen te gaan clearen zodra een nog nader vast te stellen (door ESMA) drempel wordt overschreden. Derivatencontracten afgesloten door een niet-financiële tegenpartij die als objectief meetbaar doel heeft de risico's uit de commerciële of treasuryactiviteiten van de groep te beheersen, behoeven niet te worden meegeteld voor de drempel. Er is nog overleg gaande over de precieze invulling van deze vrijstelling. Er bestaat ook een vrijstelling onder voorwaarden van intragroeptransacties.<sup>20</sup>

Er bestaat geen intragroepvrijstelling onder de DFA. Wel een vrijstelling voor eindgebruikers die de derivaten gebruiken in het kader van het reduceren van

19 Pensioenfondsen zijn gedurende drie jaar, onder de voorwaarden genoemd in art. 89 EMIR, na het in werking treden van de EMIR vrijgesteld van de clearingplicht.

20 ESMA heeft op 16 februari 2012 een consultatiedocument op de website geplaatst met het verzoek om reacties uit de markt. ESMA heeft tot 30 september 2012 de tijd om de definitieve invulling te publiceren.

C.H. Schot

risico's in de normale bedrijfsvoering van de onderneming (tenzij deze derivaten substantiële posities zijn en daarmee in feite een systeemrisico; deze ondernemingen zullen dan aangemerkt worden als *'major swap participant'* en onder de clearingplicht vallen). Ondernemingen die op grond van hun eindgebruikerspositie van de clearingplicht zijn vrijgesteld, dienen dit te melden aan de Amerikaanse toezichthouder. Zij dienen dan aan te geven dat zij de derivaten gebruiken om de commerciële risico's van hun bedrijf af te dekken en hoe zij deze financiële risico's gaan beheersen. Het is nog niet geheel duidelijk hoe deze melding dient te geschieden.

### 5.3 Overige verplichtingen onder de EMIR en de DFA

De overige verplichtingen voor ondernemingen onder de EMIR en de DFA zijn onder meer rapportage-, risicobeheersings- en *margin*-verplichtingen.

- *Risicobeheersingsverplichting*

De EMIR bepaalt dat indien er geen clearingplicht van toepassing is alle tegenpartijen (dus inclusief niet-financiële wederpartijen) een aantal risicobeheersingstechnieken moeten gaan toepassen. Deze risicobeheersingstechnieken zien op (1) tijdige *Confirmations* (waar mogelijk elektronisch) en robuuste en controleerbare processen voor het afstemmen van portefeuilles, (2) het beheersen van verbonden risico's, (3) het vroegtijdig vaststellen en oplossen van geschillen en (4) de controle van de waarde van de uitstaande contracten. Dit houdt in dat partijen in staat moeten zijn om hun portefeuilles dagelijks te waarderen en de nodige procedures moeten ontwikkelen om tijdig *margin* uit te wisselen en afzonderlijk te administreren.

Alle financiële tegenpartijen en clearingdrempeloverschrijdende niet-financiële tegenpartijen zorgen voor dagelijkse waardering van hun uitstaande OTC-derivatentransacties tegen *market to market* (dagelijkse waardering van het contract tegen de marktwaarde).

Financiële tegenpartijen moeten een gepaste hoeveelheid kapitaal stellen tegenover de niet door zekerheden gedekte risico's. Deze bepaling moet waarschijnlijk zo worden geïnterpreteerd dat als een clearingplichtige partij (*clearing member*) een transactie aangaat met een niet-clearingplichtige partij (bijvoorbeeld een onderneming) de *clearing member* extra kapitaal moet aanhouden voor deze transactie. Deze kosten zullen ongetwijfeld worden doorberekend in de prijsstelling van de swap. De nieuwe richtlijn Capital Requirements Directive (CRD) IV brengt overigens ook extra kapitaaleisen mee voor banken met derivatenposities. Het is op dit tijdstip nog niet duidelijk of deze eisen gaan cumuleren.

- *Rapportageplicht onder de EMIR*

Teneinde de toezichthouders zo veel mogelijk informatie en inzicht te bieden ten aanzien van de derivatenmarkt moeten alle tegenpartijen en clearinghuizen de gegevens van elk derivatencontract rapporteren bij een transactieregister (of bij ESMA indien er geen transactieregister beschikbaar is). Deze rapportage dient

uiterlijk op de eerstvolgende dag na het sluiten, wijzigen of beëindigen van het contract te geschieden. De rapportageverplichting mag worden uitbesteed aan derden.

De rapportageverplichting gaat ook gelden voor contracten aangegaan voor de inwerkingtreding van de EMIR (overwogen wordt om een langere overbruggingsperiode in te stellen, zodat partijen de tijd hebben om zich hierop in te stellen).

- *Rapportageplicht onder de DFA*

Zowel reeds bestaande derivatencontracten als toekomstige dienen te worden gerapporteerd aan een vergunninghoudend transactieregister. In het geval dat een van de transactiepartijen een *swap dealer* is, zal deze de rapportageverplichting voor haar rekening nemen. Indien de transactie wordt afgesloten door partijen die beide geen *swap dealer* of *major swap participant* (*major swap parties*) zijn in de DFA gedefinieerd als partijen die in een bepaalde derivatenklasse een substantieel aandeel hebben of een substantiële tegenpartij risico kunnen veroorzaken vanuit het perspectief van het Amerikaanse bankwezen; te denken valt bijvoorbeeld aan bedrijven als Shell of RWE) zijn, dan mag een partij worden aangewezen door beide partijen.

- *Margin-verplichting onder de DFA*

De DFA kent de toezichthouders de bevoegdheid toe om *margin*- en *collateral*-vereisten op te leggen aan derivaten gecleard in de ‘cleared space’ en aan niet-geclearde derivaten, waarbij het uitgangspunt is dat deze vereisten bij geclearde derivaten zwaarder moeten zijn dan bij niet-geclearde derivaten. Deze verplichting wordt in feite opgelegd aan de *swap dealers* en de *major swap participants*. Wederom is het aan deze partijen om deze *margin*-kosten wel of niet door te berekenen aan de onderliggende cliënt. Derivatencontracten die via de clearing verlopen, dienen aan *margin*- en *collateral*-vereisten te voldoen. Het clearinghuis zal *initial margin* vragen (een waarborgsom) bij het aangaan van de transactie en daarna dagelijks de derivatentransactie waarderen tegen de dagwaarde van het contract. Afhankelijk van de dagwaarde dient door een van de partijen (*clearing members*) de *variation margin* te worden bijgestort.

- *Margin-verplichting onder de EMIR*

Het clearinghuis is verplicht onder de EMIR een robuust *margin*- en *collateral*-beleid te voeren en kan dit *margin*-beleid ook aanpassen aan de marktomstandigheden. Een clearinghuis mag alleen zekerheden accepteren die zeer liquide zijn en een klein krediet- en markrisico kennen. Clearinghuizen mogen ook bankgaranties accepteren van niet-financiële tegenpartijen waarvan de begunstigde (en de wederpartij) de bank is die tevens een *clearing member* is.

In beide systemen wordt gewerkt met het storten van *initial margin* en *variation margin*. De schatting is dat deze *initial margin* in de triljarden zal bedragen. Deze *margin* diende voorheen niet te worden gestort en is in die zin nieuw. Het is deze *margin* waar veel marktpartijen moeite mee hebben. De *margin* moet volgens de

C.H. Schot

*draft* EMIR<sup>21</sup> volstaan om de verliezen te dekken die voortvloeien uit 99% van alle bewegingen van uitzettingen over een passende tijdshorizon. Daarnaast dienen zekerheden te worden gestort (cash of overheidsobligaties) om aan de *variation margin*-verplichting te voldoen. De *variation margin* is de berekening van de dagelijkse waardeschommeling van de portefeuille.

De Nederlandse pensioenfondsen hebben berekend dat het clearingregime hun jaarlijks € 1,5 tot 4,5 miljard zal gaan kosten.<sup>22</sup> Ondernemingen zijn weliswaar vrijgesteld, maar zullen toch de kosten merken. Deze route verloopt ofwel via het feit dat hun *clearing member* via de *back to back trade collateral* en *margin* moet storten en deze kosten zal willen doorberekenen, ofwel in zijn geheel via de zogeheten niet-geclearde space. De *clearing members* zullen dan aan zwaardere vereisten onder de EMIR dienen te voldoen, waardoor economisch het resultaat hetzelfde is.

#### 5.4 Documentatiestandaarden onder de DFA en de EMIR

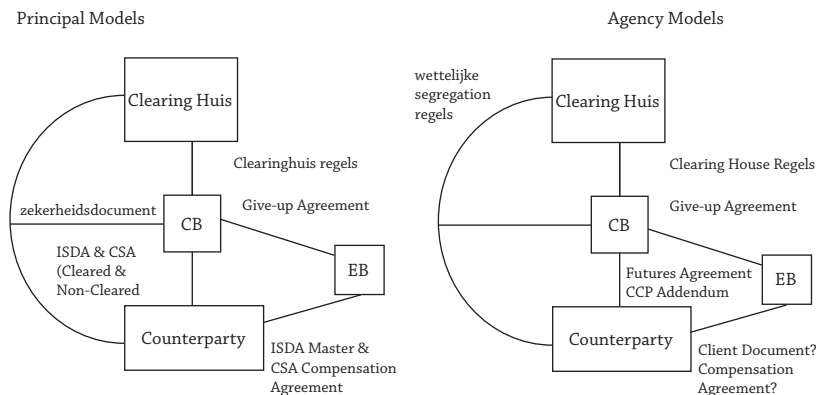
Vanwege het veranderen van de structuur van de derivatenmarkt (niet bilateraal maar via clearing) zullen er andere eisen aan ondernemingen worden gesteld en zijn nieuwe overeenkomsten vereist. Helaas is de standaard voor de documentatie voor deze overeenkomsten onder beide systemen niet gelijk. De DFA gebruikt een zogeheten *agency*-model, de EMIR een zogeheten *principal*-model.

Het *principal*-model is min of meer gebaseerd op de ISDA-standaard. Het DFA-model is gebaseerd op de in de *futures*-markt gebruikte standaard. De gevolgen hiervan zijn – zonder dat ik uitvoerig op de verschillen in de systemen inga – dat de eindgebruiker wellicht aan verschillende eisen moet voldoen en verschillende sets aan documentatie zal gaan gebruiken. Er wordt in de markt op dit moment wel nagedacht over een hybride documentatieset. Vanuit risicobeheersing is het verstandig om met meerdere clearinghuizen te contracteren en derhalve zullen de documentatiesets zich waarschijnlijk verdubbelen. In figuur 3 worden schematisch de verschillen aangegeven. De relevantie van deze figuur is om aan te geven dat de documentatiesets verschillend zullen zijn. Er zijn tussen de twee systemen veel juridische verschillen. Het gaat echter het bestek van deze bijdrage te buiten om hier uitvoerig op in te gaan.

21 Zie art. 41 EMIR.

22 Zie het Financieele Dagblad van 10 november 2010. Ik merk op dat pensioenfondsen voor drie jaar onder voorwaarden een vrijstelling hebben (zie art. 89 EMIR). Deze vrijstelling dient de pensioenfondsen in staat te stellen zich voor de nieuwe vereisten in te richten.

‘To hedge or not to hedge’; de toekomst van de derivatenmarkt

**Figuur 3** *Verskillende modellen van client clearing*

## 6 Conclusie: de gevolgen van de nieuwe wetgeving voor ondernemingen

De conclusie is dat de wetswijzigingen gevolgen zullen hebben voor ondernemingen. De kosten voor het gebruik van derivaten zullen voor ondernemingen de komende jaren waarschijnlijk sterk stijgen, en ondernemingen zullen, zoals hiervoor uitgelegd, te maken krijgen met mogelijk vergaande risicobeheersings- en rapportageverplichtingen.

Vanwege deze gevolgen is het raadzaam om nu alvast een inventarisatie te maken van de bestaande derivatendocumentatie en een voorlopige strategie op te stellen voor toekomstige derivatentransacties.

Bij de inventarisatie van de bestaande documentatie is het waarschijnlijk dat de documentatiesets onder de RFD of andere algemene voorwaarden van banken de *swap dealer* in staat stelt om eenzijdig het hogere kostenniveau voor de bank door te berekenen en eventueel ook om aanvullende zekerheden te vragen. Indien de derivatentransacties onder ISDA zijn gedocumenteerd, is het lastiger voor de bank om de hogere kostenniveaus door te berekenen en om additionele zekerheden te vragen. Deze standaarddocumentatie kent mijns inziens geen mogelijkheid om deze kosten door te berekenen voor de bestaande transacties. Wel is het raadzaam om zorgvuldig elke nieuwe derivatentransactie te (laten) screenen op bepalingen die eenzijdig in het voordeel van de bank werken.

Ik neem aan dat de banken eerdaags met nieuwe documentatiesets voor eindgebruikers op de markt komen (wellicht met zowel een DFA- als een EMIR-versie). Het is aan te bevelen – ter voorkoming van hogere kosten – deze documentatie zorgvuldig te (laten) screenen en na te gaan of er ruimte is om te blijven handelen onder de oude documentatie zonder aanvullende kosten of verdere zekerheidsstelling.

C.H. Schot

Een paar opmerkingen tot slot.

Op een globaler niveau is de vraag wat het gevolg is van het feit dat de markt nu in feite verdeeld raakt in een Europees EMIR-gedeelte, een Amerikaans DFA-gedeelte en de rest van de wereld. Dit leidt tot segregatie, competitie en concurrentie. Zowel de EMIR als de DFA kent een extraterritoriale werking, mede om een *global level playing field* te creëren en risico's komend van 'buiten' uit te sluiten. Deze segregatie heeft gevolgen voor ondernemingen. Ondernemingen dienen wellicht hun derivatencontracten onder DFA-systemen en onder EMIR-systemen aan te gaan. Dit leidt wellicht tot dubbele *collateral*-vereisten en dubbele administratieve verplichtingen.

De hamvraag is of dit systeem niet zoveel nadelen heeft dat het kind met het badwater wordt weggegooid. De bedoeling van de G20-leiders was meer transparantie en een veilig systeem. De vraag is of de kostprijs van dit systeem niet zodanig hoog is, dat het voor de uiteindelijke eindgebruiker (de ondernemingen) lastiger wordt om derivaten te gaan gebruiken.<sup>23</sup> Een verandering is namelijk dat de structuur van de markt door het invoeren van verschillende toezichtsregimes gaat veranderen en daarmee zullen markten gaan verschuiven. Europa is een speler op de derivatenmarkt en heeft in mijn ogen hier een belang te verdedigen. De prijs voor dit nieuwe systeem bestaat ook uit het optuigen en in stand houden van een geheel nieuw toezichtsregime, een naar mijn inschatting aanzienlijke verhoging van de kosten van het gebruik van derivaten door *margin*- en *collateral*-vereisten en veel rapportageverplichtingen opgelegd aan partijen. Bovendien is de vraag of de clearinghuizen wellicht instellingen worden die 'too big to save' worden.<sup>24</sup> Een default van een clearinghuis zal wellicht veel ernstiger gevolgen hebben dan de val van Lehman Brothers.

Een onderneming zal uiteindelijk een afweging moeten maken of het derivaat simpelweg niet te duur wordt (in termen van voldoen aan regelgeving, administratieve verplichtingen en een hogere *pricing* van de derivaten).

De uiteindelijke vraag voor de onderneming zou dan nog wel eens kunnen zijn: *to hedge or not to hedge, that is the question.*

23 Zie ook de conclusie van B.J.A. Zebregs, *Verplichte clearing van OTC-derivaten in Europa*, Tijdschrift voor Financieel Recht 2012-1/2, p. 5 e.v.

24 Zie het artikel in *The Economist* van 7 april 2012, 'Clearing-houses are meant to solve problems in derivatives markets. They create them, too.'