

VOORZITTER

John van Scheijndel, PGGM Investments

DEELNEMERS

Lucas Bouwhuis, Achmea Investment Management

David van Bragt, Aegon Asset Management

Roger Coenen, RC Consultancy

Eileen Herlihy, J.P. Morgan

Sven te Kaath, BNP Paribas Securities Services

Douwe Schering, MN

Peter van der Spek, Robeco Investment Solutions

Martijn de Vree, Insight Investment (BNY Mellon)

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Achmea Investment Management, Aegon Asset Management, BNP Paribas Securities Services, Insight Investment (BNY Mellon), J.P. Morgan en Robeco Investment Solutions.

Foto's: Ruben Eshuis Fotografie



PENSIOENFONDSEN MOETEN KLAAR ZIJN VOOR CLEARING

Door Hans Amesz

EMIR (European Market Infrastructure Regulation) is op initiatief van de Europese Commissie geïmplementeerd om de handel in OTC (Over The Counter)-derivaten transparanter en veiliger te maken. De nieuwe regelgeving zorgt echter ook voor additionele complexiteit en een vraag naar nieuwe oplossingen.



Waarom zijn verzekeringsmaatschappijen wel klaar om central clearing te implementeren en pensioenfondsen niet?

Lucas Bouwhuis: 'Verzekeringsmaatschappijen hebben, gedwongen door regelgeving, het implementatieproces sneller afgelegd dan pensioenfondsen en zij hebben, in tegenstelling tot pensioenfondsen, nauwelijks gebrek aan cash.'

David van Bragt: 'Een verzekeraar heeft ook een heel groot derivatenboek en het is van wezenlijk belang dat dat onder de nieuwe regelgeving weer kleiner gemaakt wordt. Dat kan efficiënt worden gedaan als alles zo snel mogelijk in de clearing is.'

Welke rol spelen deadlines?

Roger Coenen: 'De toezichthouder zegt: u moet dat en dat doen en wel vóór een bepaalde datum. Bij zo'n proces zijn talloze activiteiten

betrokken zoals legal, operations, front office, treasury management. Dat kost maanden. De impact van de totale operatie is dat de margin-kosten toenemen.'

Douwe Schering: 'Ondanks het korte tijdsbestek van de finale publicatie van EMIR RTS (Regulatory Technical Standards) in de zogenoemde Official Journal en de feitelijke deadline van 1 maart voor onder andere het heronderhandelen van CSA's (Credit Support Annex), zijn wij erin geslaagd om deze deadline te halen. Wij hebben ook positieve ervaringen met de onderhandelingen met banken en zijn in staat geweest afdoende CSA's af te sluiten voor de 1 maart-deadline om zo bilateraal in rente- en valutaderivaten voor onze opdrachtgevers te kunnen blijven handelen.'

Eileen Herlihy: 'Een van de grote uitdagingen van de nieuwe regelgeving is of er dezelfde of de volgende dag collateral geleverd moet worden. Wat vinden de discussiedelnemers daarvan?'

> **John van Scheijndel** is sinds april 2014 werkzaam bij PGGM. Vanaf 1 januari 2016 is hij verantwoordelijk voor Treasury, Trading & Commodities (TTC). Daarvoor was hij Business Information Manager van Vermogensbeheer. TTC is verantwoordelijk voor het beheer van de liquide middelen van de klanten van PGGM, collateral management, securities lending, de handel in financiële instrumenten en voor het beheer van de commodity-beleggingen. In zijn loopbaan is Van Scheijndel tevens verantwoordelijk geweest voor Treasury & Trading bij KAS BANK en voor het vermogensbeheer van het Schilders Pensioenfonds. Aan de UvA studeerde hij macro-economie en monetaire theorie.





> **Lucas Bouwhuis** is sinds november 2014 werkzaam bij Achmea Investment Management als Senior Portfoliomanager. In deze rol is hij verantwoordelijk voor renteportefeuilles van verzekeraars en pensioenfondsen. Bouwhuis startte zijn carrière in 1995 bij Henderson Global Investors. Hij was hier onderdeel van het vastrentende waarden team en onder meer verantwoordelijk voor Europese portefeuilles. Hij heeft daarnaast gewerkt bij Western Asset Management en was Head of Portfolio Management van de LDI-fondsen van Legal & General Investment Management in Londen. Bouwhuis is CFA Charterholder.

Bouwhuis: 'Voor een pensioenfonds is een belangrijk verschil dat er andere kosten zijn, met name de kosten voor het gebruik van een DCM (Direct Clearing Member). Deze clearing-kosten doen er natuurlijk toe. Maar behalve deze kosten zijn er meer issues in termen van transparantie, het gemak van handelen, de toekomstige kosten van bilaterale business, enzovoort.'

Peter van der Spek: 'Pensioenfondsen hebben vooralsnog een vrijstelling voor de clearing via een CCP (Central Counterparty), maar uiteindelijk moeten ook zij aan de EMIR-vereisten voldoen. Het is een kwestie van nu bewegen of later, op basis van een business case die je hebt opgebouwd. Daarin maak je dan onder meer de afweging over de invloed van de cash variation margin ten opzichte van het verschil in transactiekosten tussen bilateraal en cleared. Je moet klaar zijn voor clearing, om flexibel te kunnen zijn. Niet alles hoeft meteen gecleared te worden, maar het is belangrijk dat je in staat bent dat wel te doen.'

Schering: 'Wij ondersteunen het onderliggende doel van EMIR voor het realiseren van een meer stabiele, transparante en efficiënte OTC-derivatenmarkt. Daarentegen vinden wij het wel van belang dat er rekening wordt gehouden met de belangen en karakteristieken van de verschillende participanten, waaronder Nederlandse pensioenfondsen. Een van de belangrijkste

uitdagingen is toegang verkrijgen en behouden tot het clearen van OTC-derivaten. Door het directionele rentederivatenboek van pensioenfondsen, en de verplichting van cash collateral voor variation margin, is het liquiditeitsvraagstuk ook een uitdaging. Je wenst als pensioenfonds in principe zo min mogelijk liquide middelen aan te houden, wat in tijden van marktstress gevolgen kan hebben bij het beantwoorden van margin calls in euro cash. Vragen die hierbij spelen, gaan over het gelopen liquiditeitsrisico: hoeveel kost het een pensioenfonds als je bij liquiditeitsgebrek geen repo kan verhandelen?'

Martijn de Vree: 'Wat je vaak hoort, is zoiets als: clearing is de weg van de toekomst en het huidige model moet maar geaccepteerd worden. Wij vinden dat we met elkaar moeten kijken of er geen betere oplossingen zijn. Dan heb ik het met name over cash-only margin. Wij lobbyen ook bij de toezichthouders om de pensioenregelgeving aan te passen. Immers, de huidige situatie, waarbij cash collateral beter behandeld wordt dan het gebruik van staatsobligaties, is volgens ons opmerkelijk. Pensioenfondsen zouden cash moeten investeren en niet op cash collateral moeten zitten. We moeten er met zijn allen voor lobbyen dat staatsobligaties kunnen dienen als variation margin in directe of indirecte vorm. Als we de handdoek in de ring gooien, eindigen we straks met cash-only zonder robuuste collateral-transformatie en dat kost pensioenfondsen een hoop geld.'

Hertlhy: 'We kunnen niet naar één onderdeel van de regelgeving kijken, want elk onderdeel beïnvloedt het andere. Je kunt een vrijstelling krijgen om aan de rechterkant van de weg te rijden, maar als iedereen aan de linkerkant rijdt, wil je dan echt gebruikmaken van de optie om rechts te rijden?'

Coenen: 'Ik denk dat we hier te maken hebben met een gepasseerd station. Tegen bijvoorbeeld pensioenfondsen wordt door tegenpartijen gezegd dat als zij niet centraal clearen dat extra kosten met zich meebrengt. Met andere woorden: er is geen weg terug.'

Van der Spek: 'Wij nemen hier een pragmatische houding aan. Wellicht kunnen op termijn staatsobligaties gebruikt worden voor variation margin, maar wees voorbereid op de situatie dat dit niet mogelijk is. In antwoord op de vraag of pensioenfondsen nu al moeten beginnen met clearing, is het goed te bedenken dat het



allemaal is begonnen met nadenken over een oplossing voor het credit risk, counterparty risk en systemic risk in de bilaterale markt. Er is een fundamentele beslissing genomen om de OTC-derivatenmarkt verder te reguleren en daarbij is het geloof dat central clearing onderdeel is van een oplossing.'

Leidt clearing tot meer veiligheid?

Sven te Kaath: 'Theoretisch gezien is het inderdaad veiliger: er is minder systemic risk. Er worden mogelijk wel verschillende nieuwe risico's geïntroduceerd, bijvoorbeeld in de vorm van concentratie-risico door het hebben van maar een paar centrale tegenpartijen. In Europa blijven er misschien slechts twee over en na enige tijd ook in de Verenigde Staten. Een ander risico kan optreden wanneer maar een deel van de marktparticipanten uiteindelijk gaat clearen en er een mismatch ontstaat in de uitstaande exposure bij een centrale tegenpartij.'

Het afgelopen jaar vond de Brexit plaats. De dag erna vroeg LCH Clearnet voor miljarden aan cash collateral op. Was dat een systemic risk?

Herlihy: 'Het managen van de treasury function wordt steeds belangrijker. Je moet ervoor zorgen dat je tegen dit soort gebeurtenissen financieel bewapend bent en in staat bent ermee om te gaan.'

Te Kaath: 'Net als banken moeten pensioenfondsen en verzekeraars voortdurend hun liquiditeit plannen. Je kunt je op dit soort gebeurtenissen voorbereiden door scenario's te maken en te stresstesten. De treasury moet ook met onvoorziene liquiditeitsbehoeftes rekening houden.'

Sommige ontwikkelingen zijn niet te voorspellen. Hoe zien jullie worst case scenario's eruit?

Schering: 'Als gezegd, wij begrijpen de uitgangspunten van EMIR, maar eventueel in een worst case scenario posities moeten afbouwen om voldoende cash te hebben om aan je verplichtingen te kunnen voldoen, is niet gewenst. Momenteel kunnen wij namens onze opdrachtgevers staatsobligaties gebruiken als onderpand. De

De impact van de totale operatie is dat de margin-kosten toenemen.

financiële crisis was een zeer spijtige gebeurtenis maar Nederlandse pensioenfondsen mogen hier niet verder de dupe van worden. Zij willen het liefst gebruik kunnen blijven maken van de staatsobligatieportefeuille voor het leveren van collateral. Zo hoeft er geen transformatie plaats te vinden naar cash, wat gezien de huidige Basel III/CRD IV-wetgeving lastig is.'

Er is een klein aantal clearing houses. Worden die langzaam maar zeker naar central clearing gedreven?

De Vree: 'Op dit moment zijn er scenario's waarin cleared trades te prefereren zijn boven bilaterale transacties, maar er zijn ook scenario's waarin dit niet het geval is. De huidige situatie met de optie, maar niet de verplichting om te clearen, is helemaal niet slecht. Integendeel, wij denken juist dat deze optie waarde heeft voor pensioenfondsen. Er is een waarschijnlijk scenario dat marktprijsvorming, en niet zozeer de regelgeving, uiteindelijk partijen zal bewegen om nieuwe derivaten voornamelijk of uiteindelijk alleen maar te clearen. Tegenpartijen dringen ook steeds meer op clearing aan. Wij hebben nog steeds vaak een voorkeur voor bilaterale transacties, maar het is waarschijnlijk dat wij ook steeds meer gaan clearen in de toekomst. Wij denken dat clearing het probleem van systemic risk kan verminderen. Clearing helpt banken om het onderlinge risico te verlagen. Vanuit een systematisch risicoperspectief is clearing een verbetering, maar sommige neveneffecten creëren nieuwe risico's, waardoor het totale risico wordt vergroot in plaats van verkleind, vooral voor pensioenfondsen.'

Herlihy: 'Er is veel discussie over het systemic risk van CCP's. Heeft de balans van een CCP de juiste omvang voor het gerelateerde CCP-risico? Kan de balans van de CCP met non-default verliezen omgaan? Vanuit het perspectief van een clearing member is het problematisch als clearing members onbepaald aansprakelijk zijn als ze lid zijn van een CCP.'

> **David van Bragt** werkt vanaf 2011 als Senior Consultant Investment Solutions bij AEGON Asset Management. Hij is actief op het gebied van ALM, LDI en risicomanagement. Ook volgt hij ontwikkelingen in regelgeving, zoals Solvency II, FTK en EMIR. Van Bragt heeft technische natuurkunde en filosofie gestudeerd. In 1998 is hij (cum laude) gepromoveerd in de natuurkunde. Van 2004 tot 2011 was hij bij Ortec Finance werkzaam als ALM consultant voor verzekeringsmaatschappijen.





> **Roger Coenen** heeft ruime ervaring in de beleggingsindustrie. Sinds enkele jaren is hij actief als zelfstandig consultant financiële regelgeving, werkzaam voor vermogensbeheerders, banken en pensioenfondsen. Coenen heeft opdrachten verricht op Dodd-Frank, AIFMD en EMIR, van de analysefase tot en met de implementatie. Momenteel is zijn focus volledig gericht op de analyse en implementatie van MiFID II. Daarnaast verzorgt hij trainingen op onderwerpen binnen de effectenindustrie. Ook publiceert hij regelmatig over voornoemde onderwerpen.

Van Bragt: 'Central clearing is een antwoord op de financiële crisis in de zin dat het replacement risico wordt verminderd: het clearing house is namelijk zeer goed gekapitaliseerd. Verder gaan er gestandaardiseerde contracten door de clearing, wat een groot voordeel is. In het verleden waren er allerlei waarderingsissues, discussies met tegenpartijen, enzovoort. Deze discussies zijn nu verdwenen door de standaardisatie van de geclearde contracten. Nu hebben we misschien wel een uitdaging qua liquiditeitsmanagement: hoe zorg je ervoor op tijd te zijn voor de variation – maar ook voor de initial – margin calls? De pensioenfondsen moeten daar oplossingen voor zoeken. Voor de kleinere pensioenfondsen zal het aantrekkelijk zijn te kijken naar indirecte clearing via bijvoorbeeld een vermogensbeheerder die alles al in huis heeft voor het clearing proces.'

Schering: 'Het Clearing Addenda bevat een opzegtermijn van korte duur, wat gezien de lange looptijden van rentederivaten van meer dan twintig jaar niet wenselijk is voor een pensioenfonds. Ik zie ook wel de voordelen van clearing, maar het gevoel bij ons is dat wij niet van de muziek houden maar toch moeten dansen.'

Van Bragt: 'Er is eigenlijk geen alternatief, want we willen natuurlijk niet terug naar de oude situatie met bond CSA's (Credit Support Annexes) of bredere CSA's en alle nevelen rond bijvoorbeeld de prijs van het derivaat.'

Coenen: 'Met name kleine pensioenfondsen adviseer ik om al het nodige te doen teneinde de keus te hebben tussen clearing en niet-clearing.'

Is er een kans dat een bank zegt: je bent te klein, we willen geen clearing met je doen?

Hertihy: 'Wij zijn een heel toegewijde clearing broker. We willen graag een goede langetermijnrelatie met een klant hebben en daar zijn we heel open over. Het deelnemen aan een RFP (Request for Proposal) is tijdrovend voor iedere clearing broker. Voor kleinere marktdeelnemers stel ik voor om een meer pragmatische benadering te hanteren om het huidige biedproces meer efficiënt en minder omslachtig voor de clearing broker te maken.'

Te Kaath: 'Wij kijken naar een meer geïntegreerde oplossing voor bijvoorbeeld kleinere en middelgrote pensioenfondsen. We doen niet alleen clearing, maar ook collateral management, collateral transformatie en optimalisatie, markttoegang; het hele pakket.'

Schering: 'Gezien onze ervaringen met clearing members begrijpen wij heel goed dat kleinere pensioenfondsen moeilijk toegang krijgen tot clearing of daar in ieder geval extra voor moeten betalen. Het derivatenvraagstuk en het daaropvolgende liquiditeitsvraagstuk vraagt nogal wat van pensioenfondsen.'

Is er genoeg commerciële clearing capaciteit?

Bouwhuis: 'Ja, wij hebben genoeg keus. Maar net zoals met het tegenpartijbeleid voor bilaterale swaps, is het clearingbeleid ook een risicoafweging. Het is bijvoorbeeld niet langer levensvatbaar om maar één of twee clearing members te hebben. Er moeten er meer zijn om je eigen risico te diversificeren; wij hebben er geen twintig nodig, vijf tot zes is meer dan genoeg. Wat betreft Eurex geldt dat het volume op het moment nog aanzienlijk kleiner is dan dat van LCH. Verder, als je kijkt naar het nieuwe Eurex Direct clearing, heb je nog steeds toegang tot een DCM (Direct Clearing Member) nodig, die nog steeds kapitaal moet aanhouden waar kosten aan verbonden zijn.'

Van der Spek: 'De beweging naar central clearing zorgt voor standaardisatie, maar er blijven verschillen tussen de CCP's,



bijvoorbeeld in prijzen. Dus ook in de toekomst blijft toegang tot meerdere CCP's noodzakelijk om best execution te kunnen waarborgen.'

Herlihy: 'Wat vinden jullie van repo clearing? Gaat dat ontwikkeld worden?'

Schering: 'Wij houden nieuwe ontwikkelingen, waaronder repo clearing, natuurlijk in de gaten. Maar gezien de ontwikkelingen rondom onder andere Basel III/CRD IV en Brexit is het voor ons nogal onduidelijk hoe deze markt zich zal ontwikkelen en welke oplossingen het beste bij onze opdrachtgevers passen.'

Coenen: 'In deze aangelegenheid, waar al jaren en jaren over gepraat wordt, hangt de Financial Transaction Tax nog steeds ergens boven onze hoofden.'

Van der Spek: 'De wijze waarop wij er nu tegenaan kijken, is dat je diverse bronnen van liquiditeit moet hebben. Cleared repo zou de kapitaalkosten van banken kunnen verminderen en daardoor mogelijk leiden tot meer liquiditeit in repo.'

Bouwhuis: 'Repo zal de situatie verzachten, maar is niet de enige manier om cash te genereren. Daarom is het ook belangrijk dat een treasury desk steeds meer geïntegreerd wordt in het investeringsproces.'

Als het gaat om het zorgen voor liquiditeit, lijkt het erop dat geen enkele markt op dit moment zo functioneert als je zou willen. Zou het in het kader van liquidity management mogelijk moeten zijn securities ergens in te zetten?

Bouwhuis: 'Als je een uitzondering maakt, bijvoorbeeld voor Europese pensioenfondsen, wordt het een minder gestandaardiseerd product en daar staan wij aarzelend tegenover. In de toekomst wordt het dan wellicht niet meer gedragen door alle marktpartijen waar je mee zou willen handelen.'

Herlihy: 'Als het clearing houses wordt toegestaan securities als variation margins te accepteren, veroorzaakt dat een risico bij de

CCP dat elders gemanaged zou moeten worden. We moeten dat liquiditeitsrisico niet bij onze clearing houses introduceren.'

Het probleem voor pensioenfondsen is dat zij, indien nodig, liquiditeit moeten kunnen vinden. Welke partij moet voor de oplossing zorgen?

Schering: 'De Europese Centrale Bank (ECB) zou voor Nederlandse pensioenfondsen bijvoorbeeld kunnen helpen met het transformatieproces, de aangehouden staatsobligaties waar nodig transformeren naar cash (repo). De ECB is de enige instelling die deze faciliteit kan garanderen.'

Coenen: 'Ik denk niet dat de ECB zover wil gaan, wat erg jammer is, met name voor de pensioenwereld.'

De Vree: 'Ik zou graag zien dat de centrale bank expliciet collateral transformation of liquiditeit biedt in directe of indirecte vorm aan pensioenfondsen in extreme stress-situaties.'

Te Kaath: 'Er moet inderdaad voor pensioenfondsen naar een oplossing worden gezocht voor de transformatie van non-cash naar cash. Als custodian hebben we veel cash beschikbaar voor bijvoorbeeld kredietfaciliteiten. We hebben bilaterale -, cleared -, en FX/ Rates-contingent repo's (opties op repo's). Je kunt ook doen aan collateral upgrades door bijvoorbeeld gebruik te maken van securities lending. Er zijn verschillende bronnen om liquiditeit te krijgen. Al met al zijn er genoeg mogelijkheden om vooruit te komen.'

Moet clearing beschouwd worden als een not-for-profit business omdat het om een veilige financiële structuur gaat?

Coenen: 'Ik denk niet dat dat voor elkaar te krijgen is, want we leven niet in een risicoloze wereld. Je kunt het risico niet wegblazen, op het einde van de dag blijft iemand ermee zitten. Het is net als een blikje steeds vooruitschoppen, op een gegeven moment kom je een muur tegen en kun je niet meer verder. De overheid zou eventueel kunnen optreden, maar een regering is geen bankier, dus zij zou er weer uit moeten stappen en het moeten overlaten aan de financiële wereld.'

> **Eileen Herlihy** is verantwoordelijk voor Derivatives Clearing Sales binnen Europa en het Midden-Oosten voor J.P. Morgan. Haar team is verantwoordelijk voor de Sales en Marketing van Futures en Options Clearing, OTC Clearing en FX Prime Brokerage aan asset managers, pensioenfondsen, verzekeraars, banken en broker dealers. Herlihy is sinds 2003 werkzaam bij J.P. Morgan; voordat zij in 2012 de overstap maakte naar J.P. Morgan's Clearing heeft zij verschillende functies bekleed binnen het Interest Rate Derivatives team, waaronder sales en trading. Herlihy is cum laude afgestudeerd aan de University of Cambridge in natuurwetenschappen en management studies.





> **Sven te Kaath** is sinds 2016 hoofd Risk & Performance bij BNP Paribas Securities Services Nederland. Hij is onder andere verantwoordelijk voor het ontwikkelen van integrale EMIR-oplossingen voor Nederlandse klanten. Daarvoor is hij ruim 5 jaar werkzaam geweest bij KAS BANK als risicomangement-adviseur gespecialiseerd in afdekkingsstrategieën, collateral- en liquiditeitsmanagement. Hij heeft Finance gestudeerd aan de Vrije Universiteit Amsterdam en is gecertificeerd beleggingsanalist (RBA).

Van der Spek: 'Regeringen of centrale banken zullen ervoor passen proactief in te stappen om het proces van innovatie niet te stoppen. Een voorbeeld is de uncleared margin deadline van 1 maart. Er is uitstel verleend, maar pas op de laatste dag van februari. Dat was verstandig, want anders waren de betrokkenen achterover gaan leunen en zouden ze hebben gezegd: daar wordt wel voor gezorgd.'

Herlihy: 'Er bestaat meer innovatie in de beursgenoteerde wereld. Er wordt holistisch naar beide werelden gekeken. Dit betekent dat er ook meer innovatie plaatsvindt op het gebied van OTC.'

De Vree: 'Wat we nu zien in de markt is dat er veel geld op tafel ligt tussen cash-beleggers en repo-gebruikers. Deze enorme hoeveelheid cash nodigt tot innovatie uit. Wij werken nu bijvoorbeeld samen met LCH met een directe repo-lijn tussen LCH en onze pensioenfondsklanten.'

De Vree: 'Bilaterale transitie kunnen lastig zijn in de context van transitie of innovaties. Ik denk dat clearing een aantal veelbelovende elementen omvat, zoals bijvoorbeeld gemak van transitie en close-out.'

Van Bragt: 'Het belangrijkste voor een klant is de verzekering dat de transitie zonder fouten in één dag kan worden gedaan.'

Hoe staat het met FX-swaps door clearing?

Herlihy: 'NDF (non-deliverable forward) clearing zal dit jaar tot ontwikkeling komen. Naar verwachting zal het FX-landscape groeien.'

Wordt collateral management voor pensioenfondsen duurder?

Te Kaath: 'Dat hangt ervan af. Sommige onderdelen van collateral management zullen zeker duurder worden, maar er kan veel bespaard worden door het goed te organiseren. Het wordt steeds meer een front office functie, een portfolio management functie, het efficiënt alloceren van liquiditeit.'

Bouwhuis: 'Met een bredere range van collateral heb je meer keuze, dus kun je gebruikmaken van het meest optimale collateral dat

beschikbaar is. Aan de andere kant is dat operationeel gezien wel duurder omdat er meer werkzaamheden moeten worden verricht.'

Wat kan van innovatie in collateral management verwacht worden?

De Vree: 'Het is belangrijk onderscheid te maken tussen business as usual en business in buitengewone omstandigheden. In het eerste geval werkt innovatie, bijvoorbeeld alternatieve vormen van repo die de kosten van collateral management verlagen. In extreme situaties zijn andere innovaties nodig. Stel dat er ineens heel veel cash collateral nodig is, dan kan je worden gedwongen om assets in de uitverkoop te doen als er bijvoorbeeld geen gegarandeerde toegang tot repo is. Dat soort scenario's kan tot heel hoge kosten leiden.'

Van Bragt: 'Voor ons, als fondsbeheerder, is het ook van groot belang om een goede grip te hebben op de initial margin vereisten. We moeten de initial margin modellen van de clearing houses goed in de vingers hebben. Wat is het gevolg van een verandering van de initial margin? Bij de laatste veranderingen hebben we bijvoorbeeld de leverage in ons LDI (liability driven investment)-fonds verminderd om altijd aan de initial margin vereisten te kunnen voldoen.'

Heeft de ontheffing voor pensioenfondsen iets van een toegevoegde waarde?

Coenen: 'Het is alleen maar uitstel van iets dat toch gaat gebeuren, dus daar zie ik geen waarde. Als gezegd, er zijn prijsverschillen in de markt tussen bilateraal en cleared, soms word je vrijwel gedwongen tot central clearing, daarin zie ik ook geen enkele toegevoegde waarde. De Engelse uitdrukking luidt: 'It's just kicking the can down the road.'

Van der Spek: 'Alleen een vrijstelling voor clearing onder EMIR is maar van beperkte waarde indien de banken waarmee je handelt nog steeds hogere kapitaalkosten hebben voor bilaterale transacties. De hogere transactiekosten die daarmee gepaard gaan, dwingen pensioenfondsen dan nog steeds te gaan clearen. Een ontheffing voor die banken, specifiek voor de handel met pensioenfondsen, is vreemd en lastig. Zou dit bijvoorbeeld uit concurrentieoogpunt dan niet ook moeten gelden voor de handel met verzekeraars die pensioenproducten aanbieden?'

> **Douwe Schering** is, naast de dagelijkse werkzaamheden als Collateral & Securities Lending Manager, een van de teamleden verantwoordelijk voor de implementatie van EMIR bij MN. Een van de verantwoordelijkheden was een leidende rol in het onderhandelen met clearing members en de implementatie van de EMIR RTS voor non-cleared derivaten bij MN. Ook het adviseren van de opdrachtgevers van MN met betrekking tot het derivatenvraagstuk behoort tot zijn verantwoordelijkheden.



Schering: 'Het geeft ons nog steeds de mogelijkheid rentederivaten bilateraal te blijven verhandelen, wat voor onze opdrachtgevers zeer belangrijk is. Momenteel is het clearen van rentederivaten minder aantrekkelijk ten opzichte van de bilaterale OTC-derivatenmarkt.'

Van Bragt: 'Ik weet niet of de ontheffing een voordeel is. Je ziet in ieder geval dat de markt wel de richting opgaat van clearing.'

De Vree: 'Ja, de ontheffing heeft zeker waarde. Bij de beslissing om al dan niet te clearen, spelen heel veel factoren een rol, ook de mogelijke exit-kosten voor bilaterale transacties. Dat maakt de keuze om al dan niet te clearen erg complex en er kan veel waarde verkregen worden door de juiste afwegingen te maken. Onze klanten kunnen ons expliciet vertellen wat zij willen of de beslissing door ons laten nemen, gebaseerd op onze expertise.'

Bouwhuis: 'Tot voor kort was het nog mogelijk om bilateraal en gecleared tegen ongeveer gelijke kosten te handelen. Nu zien we dat er ten eerste minder partijen zijn die bilateraal willen handelen, en ten tweede dat de kosten van het tegensluiten van bilaterale swaps hoog en niet transparant zijn. De totale kosten voor het aangaan van een bilaterale swap zijn niet langer laag en niet langer duidelijk bij het aangaan van de positie.'

Hoever zijn de pensioenfondsen met het opzetten van clearing?

Van der Spek: 'Dat pensioenfondsen vooralsnog ontheffing hebben gekregen, helpt ze in termen van flexibiliteit. Ze hebben meer tijd

om zich voor te bereiden, maar uitstel leidt er ook toe dat ze achterover kunnen leunen omdat ze denken dat er nog een hele tijd te gaan is. Dat is gevaarlijk, want de bilaterale markt droogt op. Als de pensioenfondsen er nu niet aan gaan werken, ben ik er niet zeker van of ze op tijd klaar zijn voor clearing.'

Herlihy: 'Vermogensbeheerders en verzekeraars zijn reeds enige tijd actief met clearing, echter voor de meeste pensioenfondsen is het vrij nieuw omdat er nog geen verplichting tot clearing van toepassing is voor hen. Hoewel deze pensioenfondsen klaar zijn om te clearen vanuit een documentatieperspectief, moeten ze nog veel ervaring opdoen in relatie tot de operationele processen.'

Coenen: 'Bij de kleinere pensioenfondsen duurt het minstens zes maanden voordat ze aan alle eisen ten aanzien van clearing voldoen. Je moet steeds bedenken dat de assets eigenlijk je collateral zijn. Die behoren aan mensen die in de nabije toekomst een pensioen willen hebben. Ik heb de indruk dat er nogal wat partijen zijn die clearing onderschatten, zoiets van: we bellen vandaag een clearing member en de volgende dag is alles in orde.'

Van Bragt: 'Het aantal pensioenfondsen in Nederland neemt sterk af en dus neemt de omvang van het gemiddelde pensioenfonds toe. Veel pensioengeld gaat ook van de ene naar de andere manager, of van de ene entiteit naar de andere. Denk bijvoorbeeld aan de nieuwe Algemene Pensioenfondsen (APF-en). In de discussies hierover en in de voorstellen die worden gedaan, is clearing altijd een belangrijk onderwerp. Met name in de afgelopen zes tot twaalf maanden is er sprake van veel activiteit op dit gebied.'

> **Peter van der Spek** is portefeuillemanager Fixed Income bij Robeco. Hij richt zich op het beheer van Liability Driven Investment portefeuilles en de ontwikkeling van investment solutions voor institutionele beleggers. Van der Spek werkt bij Robeco sinds 2003, waar hij eerder rollen vervulde binnen alternative investments en structured investments. Hij is afgestudeerd in de economie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.





> **Martijn de Vree** kwam bij Insight Investment (BNY Mellon) in januari 2013 en is een Senior Solutions Specialist in de Client Solutions Group. Hij werkt aan het ontwerpen en leveren van investeringsoplossingen die op maat gemaakt zijn voor de specifieke risico- en rendementsdoelstellingen van de cliënten van Insight. De Vree werkte hiervoor zeven jaar als Investment Consultant bij Towers Watson. Hij heeft een BSc in Business and Economics en een LLM in Financial Law van de Erasmus Universiteit Rotterdam en een MSc in Economics van de National University of Singapore. Hij is een CFA Charterholder en Fellow van het Institute and Faculty of Actuaries.

Zijn er nog dingen die gezegd moeten worden?

Schering: 'Het derivatenvraagstuk is voor pensioenfondsen aanzienlijk veranderd. Een aantal jaren geleden was er sprake van één type juridisch contract waaronder OTC-derivaten werden verhandeld. Momenteel heeft een pensioenfonds al snel drie verschillende juridische contracten om OTC-derivaten te verhandelen, exclusief zogenoemde legacy juridische contracten waar ook een collateralproces aan is gekoppeld. Dit staat nog los van het liquiditeitsvraagstuk. Dit maakt het voor pensioenfondsen uitdagender, zeker voor de kleinere.'

De Vree: 'In de eerste plaats adviseer ik pensioenfondsen ervoor te zorgen dat zij klaar zijn om te clearen. Ten tweede kan er meer efficiënt gehandeld worden door economies of scale bij het toepassen van de nieuwe regelgeving. En in de derde plaats zouden wij met zijn allen moeten werken met regelgevers, clearing houses en centrale banken en moeten lobbyen om clearing oplossingen te verbeteren.'

Coenen: 'Alle regelgeving leidt ertoe dat er op een efficiëntere manier gekeken wordt naar bijvoorbeeld interne procedures, systemen en processen als collateral management. Maar uiteindelijk pakt het allemaal duurder uit, met name voor pensioenfondsen.'

Van der Spek: 'De nieuwe regelgeving is bedoeld om de OTC-derivatenmarkt veiliger te maken. Het zorgt echter ook voor additionele complexiteit en een vraag naar nieuwe oplossingen. Als reactie zien we nu ook weer veel innovatie in de sector. Het is goed om daarover met andere marktpartijen van gedachten te wisselen.'

Bouwhuis: 'Nieuwe regelgeving is niet te stoppen en de mogelijkheden om op die regelgeving invloed uit te oefenen zijn beperkt. Vermogensbeheerders helpen pensioenfondsen om hier zo goed mogelijk mee om te gaan.'

Te Kaath: 'We kunnen regelgeving als EMIR of Basel III niet stopzetten, daarom moeten we – buy-side en sell-side – elkaar helpen. Voor het vinden van passende oplossingen is innovatie van wezenlijk belang.'

Van Bragt: 'Het beste wat pensioenfondsen kunnen doen, is zich voorbereiden op zowel permanent uitstel als gedwongen clearing. Een pensioenfonds moet voorkomen dat het alleen overblijft in de bilaterale wereld terwijl alle andere fondsen al bezig zijn met central clearing.'

CONCLUSIE

Verzekeringsmaatschappijen zijn klaar om central clearing te implementeren. Pensioenfondsen hebben voornamelijk een vrijstelling voor de clearing via een CCP, maar uiteindelijk moeten zij ook aan de EMIR-vereisten voldoen. Door de verplichting van cash collateral voor variation margin is het liquiditeitsvraagstuk een uitdaging voor pensioenfondsen, want die willen in principe zo min mogelijk liquide middelen aanhouden. De hoop is dat op termijn staatsobligaties gebruikt kunnen worden voor variation margin, maar pensioenfondsen moeten zich erop voorbereiden dat dit niet mogelijk is. Er moet hoe

dan ook voor pensioenfondsen naar een oplossing worden gezocht voor de transformatie van non-cash naar cash. De Europese Centrale Bank zou daarbij kunnen helpen. De pensioenfondsen hebben voornamelijk ontheffing gekregen, wat ze helpt in termen van flexibiliteit. Ze hebben meer tijd om zich voor te bereiden, maar uitstel leidt er ook toe dat ze achterover kunnen leunen omdat ze denken dat er nog een hele tijd te gaan is. Dat is gevaarlijk, want de bilaterale markt droogt op. Het beste wat pensioenfondsen waarschijnlijk kunnen doen, is zich voorbereiden op zowel permanent uitstel als gedwongen clearing.