

DE IMPACT VAN EMIR

Door Jolanda de Groot

Ondanks de vrijstelling van Nederlandse pensioenfondsen wordt het krachtenveld door EMIR al sterk beïnvloed. In dit stadium is het de vraag of EMIR de uitwerking gaat krijgen die het beoogt. Financial Investigator legde Mirjam Klijnsma, Head of Implementation Services, EMEA bij Russell Investments, een aantal vragen voor.

WAT BEOOGT EMIR TE BEWERKSTELLIGEN?

‘Naar aanleiding van de wereldwijde financiële crisis is tijdens de G20-top in Pittsburgh in 2009 toegezegd om hervormingen door te voeren en transparantie en risicobeperking te bevorderen in de Over The Counter (OTC)-derivatenmarkt. In 2012 werd dit geïmplementeerd via de verordening betreffende de Europese marktinfrastructuur (European Market Infrastructure Regulation, EMIR). EMIR geldt rechtstreeks voor alle partijen in de EU-lidstaten die handelen in derivaten. De verordening geldt indirect voor betrokken partijen buiten EU-lidstaten en slechts in zeer geringe mate voor niet-EU tegenpartijen die met elkaar handelen. De EMIR-vereisten omvatten regels voor rapportage, clearing en margining.’

HEBLEN NEDERLANDSE PENSIOENFONDSEN BAAT BIJ DE VRIJSTELLING VAN DE CLEARING VERPLICHTING TOT AUGUSTUS 2018?

‘De manier waarop deze vraag is geformuleerd, veronderstelt impliciet dat clearing ‘negatief’ is en dat een vrijstelling van clearing daarmee expliciet positief is. Hier ben ik het niet helemaal mee eens. De vrijstelling geldt alleen voor OTC-derivaten die ten doel hebben om beleggingsrisico’s te verminderen. Veel pensioenfondsen hebben posities in bilaterale OTC rente- of inflatieswaps met een lange looptijd van soms wel 30 jaar. Deze transacties hebben ten doel het renterisico voor het pensioenfonds (deels) af te dekken. Deze bilaterale swaps brengen

De vrijstelling geldt alleen voor OTC-derivaten die ten doel hebben om beleggingsrisico’s te verminderen.

kredietrisico voor de tegenpartij met zich mee, wat betekent dat een pensioenfonds er (theoretisch) zeker van moet zijn dat deze tegenpartij er lang genoeg zal zijn om 30 jaar lang verplichtingen na te komen.

Zodra een transactie is uitgevoerd, wordt collateral uitgewisseld tussen de twee partijen om markt-bewegingen te reflecteren en elke partij te beschermen. De twee partijen hebben afgesproken welk soort collateral kan worden uitgewisseld en hoe vaak (dagelijks, wekelijks, enzovoort). Historisch gezien is deze variation margin (VM) vaak uitgewisseld in de vorm van obligaties, aangezien pensioenfondsen gewoonlijk een laag kassaldo hebben.

Clearing biedt ook voordelen. Het elimineert het kredietrisico van de bilaterale tegenpartij en vervangt dit door risico voor het clearing house, dat wordt beschouwd als minder riskant. Er is ook een mogelijkheid voor cross-product margining (meerdere transacties die bij een clearing house gecleared worden kunnen elkaar deels opheffen, hetgeen resulteert in een lagere margin-verplichting).

Er is een aantal totaal verschillende regels opgesteld, wat een permanente vrijstelling van clearing onrealistisch maakt. Basel III en EMIR margin-voorschriften voor ongeclearde swaps (Uncleared Swap Margin Rules, UMR) maken dat de kosten hoger kunnen worden. Basel III eist dat door de bank gereguleerde tegenpartijen aanvullende zekerheidsstellingen aanhouden bij het aangaan van bilaterale OTC-transacties. Hoe langer de looptijd van de swap, hoe meer zekerheden moeten worden aangehouden.

Regelgevers creëren een context waarin het potentieel te duur gaat worden om derivaten op een andere manier te verhandelen dan met clearing.

Zeer recent is aangekondigd dat de tijdelijke vrijstelling voor pensioenfondsen is opgeschort tot 2020, maar er zijn andere krachten aan het werk die al eerder een omslagpunt kunnen veroorzaken. Regelgevers creëren een context waarin het potentieel te duur gaat worden om derivaten op een andere manier te verhandelen dan met clearing. Kosten van bilaterale OTC-transacties lijken hoger te gaan worden door de wettelijke vereisten voor banken om extra collateral aan te houden. Dat brengt meer kosten met zich mee, die doorberekend zullen worden in de transacties. Dit zal mogelijk het gevolg hebben dat pensioenfondsen central clearing sneller gaan implementeren, wellicht zelfs voor het einde van de vrijstellingsperiode.'

WORDT DOOR DE INTRODUCTIE VAN CENTRAL CLEARING HET SYSTEEMRISICO GROTER OF KLEINER?

'Dat is niet geheel duidelijk. Er zijn duidelijke voordelen van central clearing die het systeemrisico verminderen, met name het vervangen van het bilaterale tegenpartij-kredietrisico door clearing house risico. Een tegenargument is dat we de risico's afwentelen op de centrale clearing houses en deze daardoor 'too big to fail' kunnen worden. Het is nu nog te vroeg om het definitieve resultaat te kunnen beoordelen.'

LEIDT CENTRAL CLEARING TOT DE NODZAAK OM MEER LIQUIDE ACTIVA AAN TE HOUDEN, WAARDOOR DE RENDEMENTEN VAN PENSIOENFONDSEN ONDER DRUK KOMEN TE STAAN?

'Dit is helaas zo. De Europese Commissie publiceerde in 2015 een rapport met daarin de voorspelling dat pensioenfondsen meer liquiditeiten zouden moeten aanhouden om aan de marginverplichtingen te kunnen voldoen. Met de huidige geldmarktrente wordt op deze cashpositie weinig tot geen rendement gemaakt, en in sommige gevallen zelfs een negatief rendement. Pensioenfondsen kunnen geholpen worden om het negatieve effect van grotere cashposities enigszins teniet te doen door de implementatie van een derivaten-overlay, waarbij bijvoorbeeld met behulp van aandelenindexfutures toch een rendement behaald kan worden op deze cashpositie.'

HOE KUNNEN PENSIOENFONDSEN ZICH HET BESTE VOORBEREIDEN?

'Pensioenfondsen die momenteel nog geen collateral uitwisselen ten behoeve van variation margin, raden wij aan om zo snel mogelijk in de materie van alle nieuwe vereisten te duiken en eventueel een specialistische overlay manager in te huren. Een dergelijke overlay manager heeft de expertise in huis om op basis van de bestaande posities een aanbeveling te doen over de hoogte van het bedrag dat voor variation margin gereserveerd moet worden. Tevens kan deze manager adviseren over mogelijke overlayoplossingen die uitkomst kunnen bieden in bepaalde situaties, zoals bijvoorbeeld op de hogere cashpositie zoals eerder genoemd.' «

Foto: Archief Russell Investments



CV

Mirjam Klijnsma is sinds 2016 Head of Implementation Services, EMEA voor Russell Investments in Londen. Haar team helpt institutionele beleggers met implementatiediensten gericht op kosten- en risicominalisatie in beleggingsportefeuilles, zoals transitie-management, derivatenstrategieën, currency overlays en execution services. Voor 2016 was Klijnsma Director Transition Management, EMEA en in die rol verantwoordelijk voor de transitie-management-activiteiten. Daarvoor werkte ze bij NN Investment Partners in Den Haag als Head of Fixed Income & Derivatives Trading.