

NOG NIET ALLE PENSIOENFONDSEN KLAAR VOOR CENTRAL CLEARING

Door Harry Geels

De vrijstelling van 'central clearing' voor pensioenfondsen loopt op 16 augustus 2017 af. Diverse pensioenfondsen hebben zich nog onvoldoende voorbereid op het verdwijnen van de vrijstelling. In dit dubbelinterview over de impact van EMIR gaan Roger Coenen, consultant en Erik-Jan van Dijk van Achmea Investment Management vooral in op de vraag hoe we EMIR goed ingeregeld krijgen.



Foto: Archief RC Consultancy

CV

Roger Coenen is zelfstandig consultant Financiële Regelgeving en Risicomanagement. Hij heeft uiteenlopende ervaring opgedaan in de beleggingsindustrie, van private banking en vermogensbeheer tot aan de operationele kant. Hij is nu onder meer actief betrokken bij projecten zoals EMIR, MiFID2 en MAD/MAR.

PENSIOENFONDSEN ZIJN VOORALSNOG UITGEZONDERD VAN 'CENTRAL CLEARING'. WORDT ER DRUK OP DE FONDSEN UITGEOEFEND OM TOCH AAN CENTRAL CLEARING TE DENKEN?

Erik-Jan van Dijk: 'Pensioenfondsen hebben nu een uitzonderingspositie en ze worden daarom ook niet gedwongen om aan central clearing te doen. De kosten van bilaterale transacties, tussen de pensioenfondsen en zakenbanken, gaan echter omhoog. De vrijheid van pensioenfondsen komt dus met een prijs. Er is formeel geen druk van toezichthouders, maar er is wel druk op pensioenfondsen om zich alvast goed voor te bereiden. Er is een grote uitvraag van DNB geweest, met vragen als hoever het pensioenfonds is met de voorbereiding, welke stresstests worden uitgevoerd, et cetera.'

Roger Coenen: 'Voor alle duidelijkheid: die vrijstelling van centrale clearing gaat verdwijnen. De druk komt meer vanuit de zakenbanken. Er is terughoudendheid – bijvoorbeeld in de prijsvorming (lees: minder gunstige prijzen voor pensioenfondsen) bij het afsluiten van nieuwe swaps. De banken hebben namelijk te maken met extra kapitaalbeslagen vanuit CRD IV op alles dat niet centraal wordt gecleard.'

ZIJN PENSIOENFONDSEN OPERATIONEEL GEZIEN KLAAR VOOR CENTRAL CLEARING?

Van Dijk: 'Onze klanten zijn er klaar voor. Meer in het algemeen denk ik dat veel fondsen er nog niet klaar voor zijn. Diverse pensioenfondsen hebben gedacht

dat de vrijstelling wel zou blijven, of dat die vrijstelling hen in ieder geval in staat zou stellen om een paar jaar de kat uit de boom te kijken. Ze zijn zich er onvoldoende van bewust dat het een langdurig proces is om central clearing ingeregeld te krijgen. Het selecteren van een of enkele clearing members – de banken die toegang bieden tot de centrale tegenpartij – met alles wat er juridisch bij komt kijken, is geen sinecure, vooral voor veel kleine pensioenfondsen.'

Coenen: 'Daar ben ik het mee eens: diverse pensioenfondsen zijn er nog niet klaar voor. Een aantal van hen heeft wel het proces opgestart. Dat is goed, want de doorlooptijden zijn lang. Een pensioenfonds kan natuurlijk altijd bij het kruisje in het contract een krabbel zetten, maar dan zullen de voorwaarden verre van gunstig zijn. Denk dan aan hogere fees, langere doorlooptijden bij het afsluiten van nieuwe swapcontracten, ongunstigere condities voor het collateral, et cetera. De doorlooptijd om central clearing goed ingeregeld te krijgen, bedraagt twaalf tot achttien maanden. Met de verdwijning van de vrijstelling, waarschijnlijk op 16 augustus 2017, zijn pensioenfondsen die nu pas beginnen eigenlijk al te laat. Wat vooral kleinere pensioenfondsen niet zal helpen, is dat een aantal clearing members een minimum vergoeding vraagt, bijvoorbeeld €100.000 per jaar, ongeacht hoeveel swaps er worden gesloten in de toekomst. En dan te bedenken dat EMIR eigenlijk de aanstelling van twee clearing members verlangt, een 'principal' en een 'backup.'

MAAKT EMIR HET LASTIGER VOOR PENSIOENFONDSEN OM RISICO'S AF TE DEKKEN?

Coenen: 'Dat zou niet de essentie van EMIR moeten zijn, maar alles afgewende zou dat best weleens het geval kunnen zijn. Kijk ook naar de eis om variation margin in cash aan te houden. Een pensioenfonds houdt echter weinig tot geen cash aan. Het levert niets op en gezien de grootte van de potentiële bedragen is cash risicovol. Er geldt geen depositogarantiestelsel. Laten we het positief houden: het leidt tot een heroverweging van het inzetten van swaps. Daarentegen krijgen kleinere pensioenfondsen te maken met meer kosten, waarbij uiteindelijk de deelnemer de dupe wordt.'

Van Dijk: 'We zouden zelfs het nut van deze hele wetgeving ter discussie kunnen stellen. Als transparantie het doel van deze wetgeving is, zouden we kunnen volstaan met goede rapportages, waarmee toezichthouders een middel in handen krijgen om te beoordelen waar de risico's in het systeem worden opgebouwd. Central clearing versimpelt de wereld



CV

Erik-Jan van Dijk is sinds maart 2011 in dienst bij Achmea Investment Management, waar hij nu manager Treasury & Derivaten is en verantwoordelijk voor onder andere de uitvoering van en advisering over de uitvoering van afdekkingstrategieën. Hij begon zijn carrière in 1997 bij Rabobank International als quantitative analyst.

natuurlijk wel, maar vooral pensioenfondsen worden opgescheept met nieuwe problemen. En let wel, de risico's bij central clearing verdwijnen niet, maar komen te liggen bij andere partijen, waaronder clearing houses en pensioenfondsen. Maar goed, dat is een gepasseerd station. Pensioenfondsen moeten zich nu zo goed mogelijk voorbereiden op de nieuwe regels.'

HEBLEN PENSIOENFONDSEN EEN ANALYSE GEMAAKT VAN DE BENODIGDE LIQUIDITEIT BIJ EEN STRESS SCENARIO IN DE MARKT?

Van Dijk: 'Ja, en hieruit blijkt dat een gemiddelde klant die 60% van zijn renterisico afdekt, 9% aan cash nodig heeft voor de variation margin om een renteschok van honderd basispunten op te vangen. Daarnaast heeft deze gemiddelde klant meer dan 4% nodig voor de initial margin. De initial margin mag overigens ook in stukken, hoewel sommige clearing members hier minder flexibel in zijn, vooral in stress scenario's. Maar die 9% is al veel. Stel dat een pensioenfonds gemiddeld 7% rendement per jaar maakt, dan betekent dat 63 basispunten per jaar minder rendement, ervan uitgaande dat cash niets

oplevert. Voor de duidelijkheid, dit is een voorbeeld voor het geval het swapboek centraal wordt gecleard. Dit is nog niet meteen vanaf het begin het geval, want bestaande contracten mogen blijven doorlopen totdat ze aflopen of doorgerold moeten worden. Het kan nog wel tien jaar duren voordat het hele boek centraal wordt gecleard. Een pensioenfonds hoeft overigens in zijn beleid niet uit te gaan van een schok van honderd basispunten. Als bijvoorbeeld een deel van de portefeuille snel liquide kan worden gemaakt, kan het ook uitgaan van bijvoorbeeld een schok van veertig basispunten, mits beleidsmatig goed onderbouwd.'

Coenen: 'De boodschap moet hier zijn: ga als pensioenfonds beleid ontwikkelen. Stressmarkten leiden in scenarioanalyses inderdaad tot schrikbarende hoge variation margins. Het kan zijn dat een pensioenfonds in zijn beleid besluit dat er meer moet worden afgedekt als er stress in de markten ontstaat. Dat betekent dus nog hogere variation margins aanhouden, en dat impliceert - zolang er nog geen andere oplossingen zijn - het liquide maken van delen van de portefeuille, met marktversturende effecten tot gevolg. Dat is zorgwekkend.'

WELKE ALTERNATIEVEN HEEFT EEN PENSIOENFONDS OM TE VOORZIEN IN DE LIQUIDITEITSBEHOEFTE ALS HOGERE VARIATION MARGINS HIEROM VRAGEN?

Coenen: 'Er zijn partijen die kredietlijnen hebben bij hun custodians. De repomarkten of securities lending worden ook genoemd als alternatieven. Maar het zijn pleisters. Hetzelfde geldt voor een liquide staatsleningenportefeuille met hoge rating. Het lijkt me niet de bedoeling die te verkopen om aan cash te komen. Dat is het tafelzilver verkopen. Bij stress in de markt zijn er geen alternatieven en zal er pijn worden gevoeld. Overigens hebben clearing houses wel de opdracht gekregen om met een oplossing voor pensioenfondsen te komen. Maar die heb ik nog niet voorbij zien komen.'

Van Dijk: 'Het grote probleem van de alternatieven is dat er meestal in tijden van stress iets moet worden geregeld, of liquide moet worden gemaakt. De vraag is of die liquiditeit er is als die nodig is. Sterker nog: er is allerlei andere wetgeving, zoals het eerder genoemde extra kapitaalbeslag op de handel van diverse instrumenten, die bepaalde markten, zoals de in dit kader veel genoemde repomarkt, doet krimpen. Stel dat een pensioenfonds een dertigjarige swap sluit en repo's gebruikt om in de noodzakelijke liquiditeiten te voorzien. Dat betekent over de hele looptijd van de swap dat de repo's heel vaak moeten worden doorgerold. Als de repomarkt maar één keer op slot

zit, is er een probleem. Als de clearing member dan niet coulant is, wordt de swap beëindigd. Het liquiditeitsrisico wordt zo feitelijk doorgeschoven van bank naar pensioenfondsen. De enige oplossing in een stress scenario is eigenlijk dat de centrale banken liquiditeit verschaffen aan pensioenfondsen. Centrale banken worden dan ook 'lender of last resort' voor pensioenfondsen.'

Coenen: 'Het valt officieel niet binnen het mandaat van de centrale banken, maar er zijn oplossingen, bijvoorbeeld dat centrale banken wel de repo's of staatsleningen opkopen, zodat de markten niet op slot gaan en de liquiditeiten ter beschikking kunnen komen. De Bank of England heeft al aangegeven dat ze als lender of last resort gaat optreden als clearing houses in de problemen komen. Het is dan ook maar een kleine stap naar het eventueel redden van pensioenfondsen. Centrale banken kunnen voor hun interventie mogelijk ook nog boeterentes vragen. Dat zou geen probleem zijn.'

WAAR MOETEN PENSIOENFONDSEN NOG REKENING MEE HOUDEN BIJ HET INGEREGELD KRIJGEN VAN CENTRAL CLEARING?

Van Dijk: 'Pensioenfondsen moeten proberen contractueel zoveel mogelijk tegen te houden, bijvoorbeeld de initial margin 'multiplier' waarbij de clearing member bijvoorbeeld eenzijdig tot soms wel tweemaal zoveel initial margin kan vragen. En als een pensioenfonds dat niet tegen kan houden, is het belangrijk dat er een goede notificatietijd wordt afgesproken zodat het pensioenfonds op tijd stukken kan vrijmaken in de portefeuille. Als het pensioenfonds operationeel en juridisch klaar is om te clearen, is het zaak om stil te staan bij de portefeuille. Kunnen delen van de portefeuille makkelijk liquide worden gemaakt of is het zelfs mogelijk om bepaalde passieve beleggingen te repliceren met een Total Return Swap, zodat de onderliggende cash als liquiditeitsbuffer kan worden ingezet? Ten slotte zullen matchingportefeuilles steeds meer volgens het concept van 'integraal balansmanagement' worden beheerd, waarbij rekening wordt gehouden met de cashbehoefte.'

Coenen: 'Bij dergelijke aanpassingen van de portefeuilles kijken de toezichthouders graag mee, zo is mijn indruk. Als een pensioenfonds bijvoorbeeld ineens in grondstoffenderivaten gaat handelen - vanuit liquiditeitsoogpunt - wil DNB wel graag de beweegredenen kennen. Verder moeten vooral kleinere partijen zich juridisch goed laten adviseren. Denk daarnaast goed na over stressmarkten. Als het een keer misgaat, komen de kleine lettertjes naar boven. Dan moet het allemaal goed geregeld zijn.' «