

# CLEARINGSTRATEGIE ALS RISICOMITIGATIE

Door mr. Berry van de Bunt

**Per invoering van de regelgeving in de Dodd Frank Act en EMIR dienen gebruikers van standaard Over The Counter (OTC) derivaten transacties hun transacties via een centrale tegenpartij (Clearinghuis/Central Counter Party) te laten lopen.**

**D**eze gebruikers staan hierbij per product voor keuzes die invloed hebben op onder andere de risico's en kosten. Bij deze keuzes komen expliciete risicomangement aspecten naar voren met betrekking tot credit risk op tegenpartijen en zekerstelling van verstrekt onderpand via de gekozen accountstructuur. De afweging van de risico's ten opzichte van de verwachte kosten en opbrengsten resulteert in een clearingstrategie.

## REGELGEVING & BETROKKEN PARTIJEN

De uitwerking van de G20 afspraken uit 2009 met betrekking tot OTC-derivaten, zijn in de VS vastgelegd in de Dodd Frank Act en zijn of worden in Europa vastgelegd in EMIR en MIFID 2 (inclusief MIFIR). Het gebruik van een Central Counter Party (CCP) voor partijen die OTC-derivaten gebruiken, wordt verder gestimuleerd via de extra kapitaal-eisen die Basel III stelt aan OTC-derivaten die niet via een CCP lopen.

De partijen die derivaten gebruiken, zijn heel verschillend. Het gaat om Financiële instellingen, zoals banken, verzekeraars en pensioenfondsen. Maar ook om energiemaatschappijen, grote handelsbedrijven, woningstichtingen en zelfs zorgorganisaties. Daarnaast gebruiken zij deze producten om verschillende redenen: indekken van risico's op de standaard bedrijfsactiviteiten (hedging) dan wel speculatie/handel voor eigen rekening.

Er is echter één gemeenschappelijk kenmerk: al deze partijen zoeken een combinatie van zo min mogelijk risico tegen zo laag mogelijke kosten. Een duidelijke clearingstrategie ondersteunt partijen bij het vinden van de voor de betreffende partij geschikte balans per product.

## CLEARINGPROCES KORT TOEGELICHT

In het clearingproces neemt een CCP het tegenpartijrisico van zowel de koop als verkoopkant over. De CCP wordt verkoper tegenover de originele koper en koper tegenover de originele verkoper (binnen bepaalde jurisdicties omschreven als novatie). De CCP krijgt daarmee in beginsel een risico neutrale positie, ervan uitgaande dat beide tegenpartijen aan hun verplichtingen kunnen voldoen.

CCP's hanteren een combinatie van risicomatregelen om situaties te managen, mocht een tegenpartij niet aan zijn verplichtingen voldoen: de risk waterfall.

## CLEARINGSTRATEGIE: CCP OF CLEARING BROKER?

In de clearingstrategie bepalen we in beginsel per product wat de beste keuze is: directe aansluiting bij een CCP of gebruik maken van een Clearing Broker.

Dit vraagstuk start met de vraag of de betreffende partij clearingservices aan derden wil aanbieden (als Clearing Broker) en of dit past in het strategische en risicoprofiel van het bedrijf: een afweging van risico's en potentiële

opbrengsten. Is het antwoord hierop bevestigend, dan is een directe aansluiting noodzakelijk bij de CCP's die clearing aanbieden in de door de klanten verhandelde producten.

Als het antwoord op bovenstaande vraag 'nee' is, dan is er per product de keuze (indien kan worden voldaan aan de lidmaatschapscriteria van de betreffende CCP) om of member te worden van de vereiste CCP of om klant te worden bij een clearingbroker die de vereiste clearing services kan bieden.

Enkele afwegingen bij de keuze voor een directe aansluiting met een CCP of voor een Clearing Broker zijn:

- Tegenpartij credit risk CCP versus tegenpartij credit risk Clearing Broker;
- Beschikbaarheid Clearing Broker die aan eisen voldoet qua risico en services;
- Kosten linken naar CCP's: connectiviteit inclusief vereiste infrastructuur, systemen en operationele inrichting;
- Kosten linken naar CCP's afgezet tegen het volume van transacties;
- Aanwezige back office expertise met betrekking tot clearing- en afwikkelingsprocessen.

## CCP

Het tegenpartij credit risk van een CCP wordt onder andere beïnvloed door de risicomatregelen die de CCP neemt ten opzichte van haar leden. Alhoewel er in grote lijnen veel overeenkomsten zijn, zijn er ook verschillen tussen de CCP's die bij de afwegingen dienen te worden meegenomen.

De clearingstrategie draait om het afwegen van de risico's, kosten en mogelijke opbrengsten.

Componenten die CCP's in hun risk waterfall hanteren:

- Kapitaalseisen aan members (verschillend per product);
- Initial margin voor liquidatierisico en variation margin om de dagelijkse prijsverschillen (de zogenaamde mark-to-market) te mitigeren;
- Default Fund (onderling waarborgfonds);
- Kapitaal CCP;
- Verzekeringen afgesloten door CCP.

Bij een verdere afweging tot de keuze voor een CCP spelen, naast de primaire vraag of bij een bilaterale transactie de tegenpartij ook clearing toegang heeft tot de betreffende CCP, ook factoren als de clearingkosten (lidmaatschapskosten, clearing fees, rentevergoeding op cash collateral) en margin kosten (gezien de eisen aan collateral kan een andere berekeningsmethodiek resulterend in lagere margin eisen de kosten beïnvloeden) een rol. En verder kosten gerelateerd aan buy in procedures en mogelijke boetes bij non-settlements.

#### CLEARING BROKER

De keuze voor een Clearing Broker wordt onder andere bepaald door de volgende factoren:

- Risico (tegenpartij credit risk) dat op de Clearing Broker wordt gelopen: rating Clearing Broker eventueel mede afhankelijk van de rating van de klanten die hij al bedient;
- Vereiste services: clearing van vereiste producten cq. markten, reporting services, financierings

services, collateral services;

- Kosten: clearing kosten, collateral kosten, financieringskosten, eventuele kostenvoordelen door nettingsmogelijkheden van posities in portefeuille.

Een ander punt dat invloed heeft op de kosten en het risico is de gekozen accountstructuur: gescheiden klantaccounts of gedeelde omnibusaccounts. Dit heeft invloed op de afscheiding van zekerheden en de mogelijkheden met betrekking tot het netten van transacties.

Daarnaast is het vanwege continuïteitseisen wenselijk om een back up Clearing Broker te hebben, waar al afspraken mee worden gemaakt met betrekking tot portabiliteit (overzetten van de totale positie inclusief zekerheden naar andere Clearing Broker) bij default (faillissement) van de gebruikte primaire Clearing Broker.

#### ALGEMEEN

Mogelijke nieuwe ontwikkelingen vereisen een flexibele opzet van systemen en organisatie en kunnen aanleiding geven tot een herziening van de clearingstrategie.

#### CONCLUSIE

Zoals blijkt uit het bovenstaande zijn de keuzes die gemaakt worden afhankelijk van het type partij, risico en de kosten afwegingen en strategische afwegingen met betrekking tot het leveren van (clearing)services aan derden.

Foto: Archief Fotostudio Leeman



Berry van de Bunt

Gezien de verschillende producten dienen de afwegingen meerdere malen gemaakt te worden. Afhankelijk van deze keuzes zijn er lidmaatschappen bij CCP's, relaties met Clearing Brokers of een combinatie van beide.

De clearingstrategie draait om het afwegen van de risico's, kosten en mogelijke opbrengsten. Dit geldt natuurlijk niet alleen voor derivaten, maar ook voor andere producten als aandelen, obligaties, repo's etcetera. Door deze keuzes bewust te maken, wordt de bij de betreffende partij best passende situatie gecreëerd. Dit resulteert in mitigatie van risico en optimalisatie van kosten versus opbrengsten. «

Dit artikel is geschreven door Berry van de Bunt, Senior Consultant bij Pragmaat.