

De CCP als spil in het financieel systeem

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

© september 2018, De Nederlandsche Bank

Eindredactie:

Menno Broos, Christina Haseth en Annemarie Hondius

Auteurs:

Menno Broos, Jeannette Capel, Christina Haseth, Annemarie Hondius,
Anneke Kosse, Els de Vogel

Aan deze brochure werkten verder mee:

Mark Admiraal, Ron Berndsen, Bouke Buitenkamp, Malou Dirks, Lars Groenhuijse,
Ronald Heins, Laura Izquierdo Rios, Marijn de Jong, Lars Luijten, Christa Verhoek,
Wouter Vinken, Mieke Wennekes.

Inhoud

Samenvatting	4
Inleiding	5
1. De rol van een CCP in de financiële markten	6
2. Werkzaamheden van een CCP	8
3. Ontwikkelingen in de derivatenmarkt	10
4. CCP's in Nederland en daarbuiten	14
5. Risico's en risicomanagement	16
6. Het wettelijk kader en toezicht op CCP's	20
7. Herstel en resolutie	23
8. Clearing members en toezichteisen	26
Literatuurlijst	28
Lijst met afkortingen	29

Samenvatting

4

Ter bevordering van de stabiliteit en transparantie van het financieel systeem worden effecten- en derivatentransacties steeds vaker centraal afgewikkeld. Een centrale tegenpartij (CCP) plaatst zich tussen koper en verkoper en neemt hun verplichtingen over om de tegenpartijrisico's voor deze partijen te verminderen. De CCP vraagt hiervoor zekerheden in de vorm van onderpand. Daarnaast neemt door multilaterale nettering de totale openstaande positie in de markt af, wat veelal efficiënter en veiliger is.

CCP's nemen een steeds belangrijker positie in als spil in het financieel systeem. Meer dan de helft van alle derivaten die wereldwijd worden verhandeld wordt centraal gecleard, mede vanwege de oproep van de G-20 om meer gebruik te maken van CCP's. Ook Nederlandse banken, pensioenfondsen en verzekeraars wikkelen steeds vaker hun transacties af bij een CCP. In de meeste gevallen gebeurt dat bij buitenlandse CCP's zoals LCH, ICE Clear Europe en Eurex. Voor aandelen transacties kunnen zij

terecht bij het in Nederland gevestigde EuroCCP, een internationaal opererende CCP voor aandelen. CCP's zijn op zichzelf niet risicovrij; het tegenpartijrisico concentreert zich bij de CCP en haar clearing members. Wet- en regelgeving, zoals EMIR, stelt daarom strenge eisen aan de CCP en haar risicomanagement. Zo moet de CCP voorkomen dat verliezen overslaan en de financiële stabiliteit in gevaar wordt gebracht.

Vanwege de belangrijke functie die CCP's vervullen staan zij onder toezicht. DNB is, samen met de AFM, de toezichthouder op Nederlandse CCP's. Daarnaast wordt via toezichtcolleges veel samengewerkt met andere Europese toezichthouders, ESMA en de ECB. In Europees verband wordt bovendien gewerkt aan een verordening voor herstel en resolutie van CCP's, voor het extreme geval dat het toch een keer misgaat en een CCP dreigt om te vallen. In Nederland zal DNB naar verwachting worden aangewezen als resolutieautoriteit voor CCP's, zoals dat ook voor banken het geval is.

Inleiding

Waar partijen handelen en niet direct betalen, ontstaan vorderingen. Op de financiële markten zijn deze vorderingen vaak langlopend, zoals wanneer partij A over de komende tien jaar een vaste rente aan partij B betaalt in ruil voor de variabele marktrente. Bij het einde van een contract is er bovendien het risico dat partijen niet 'tegelijk oversteken'.

In plaats van verschillende bilaterale relaties tussen financiële partijen worden transacties steeds vaker bij één enkele instelling afgewikkeld door een centrale tegenpartij (*central counterparty* of CCP). Deze CCP plaatst zichzelf in het midden van de transactie en wordt zowel koper als verkoper. Dat is veiliger en efficiënter. Andere zijde van de medaille is wel dat de CCP zelf zo'n belangrijk onderdeel van de financiële infrastructuur is geworden, dat streng toezicht nodig is. DNB houdt, samen met de AFM, toezicht op Nederlandse CCP's.

DNB is ook actief betrokken bij de internationale beleidsdiscussies rondom CCP's, bijvoorbeeld over de uitleg van wet- en regelgeving, toezicht en resolutie. Op deze manier doet DNB kennis op, stemt de invoering van maatregelen af en kunnen de speciale belangen van Nederlandse partijen, zoals pensioenfondsen, behartigd worden. DNB is daarnaast een dienstverlener: via een rekening bij DNB hebben CCP's toegang tot afwikkeling in centralebankgeld in euro's.

Juist vanwege die belangrijke functie van CCP's in het financieel systeem is het doel van deze uitgave om meer inzicht te geven in de wereld van CCP's en de rol van DNB daarin. Op die manier probeert DNB een onderwerp dat zich voornamelijk achter de schermen afspeelt meer voor het voetlicht te brengen. Dit past in het streven van DNB naar transparantie in en over het betalingsverkeer. Zo hoopt DNB bij te dragen aan haar overkoepelende missie: werken aan vertrouwen.

1 De rol van een CCP in de financiële markten

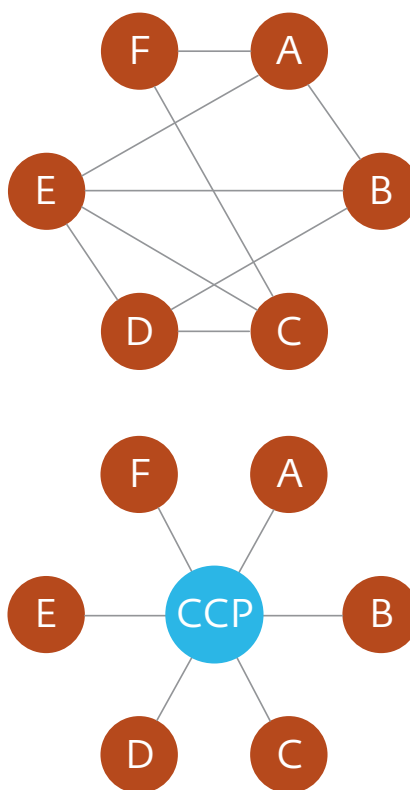
6

Ter bevordering van de stabiliteit en transparantie van het financieel systeem worden effecten- en derivatentransacties steeds vaker centraal afgewikkeld. Een centrale tegenpartij (CCP) plaatst zich tussen koper en verkoper om het tegenpartijrisico's voor hen te verminderen. Bovendien kan door netting de totale openstaande positie in de markt afnemen.

Een CCP is een instelling die veelal door de markt is opgezet om het tegenpartijrisico te verlagen van financiële partijen die met elkaar handelen. Effecten- en derivatentransacties hebben vaak als kenmerk dat de verplichtingen op een later tijdstip worden afgewikkeld dan dat de handelstransactie plaatsvindt. In de tussentijdse periode bestaat de kans dat één van beide partijen zijn verplichting niet kan nakomen, waardoor de andere partij ook in de problemen kan komen. Om dit tegenpartijrisico te verminderen plaatst een CCP zich tussen de koper en de verkoper. De CCP wordt zo de nieuwe tegenpartij van de koper en van de verkoper, met als gevolg dat er geen directe financiële relatie meer bestaat tussen de twee oorspronkelijk handelende partijen.

Veel effecten- en gestandaardiseerde derivaten-transacties worden verplicht centraal afgewikkeld, waardoor CCP's een belangrijke rol hebben in de financiële markten. Waar centrale clearing niet verplicht is, kunnen de koper en verkoper er ook voor kiezen om transacties onderling af te wikkelen,

Figuur 1 Bilaterale versus CCP-clearing



zonder tussenkomst van een CCP. Er is dan sprake van bilaterale afwikkeling of bilaterale clearing. De partijen administreren de transactie zelf en wikkelen deze onderling af. Bij bilaterale clearing is er een groter risico dat de tegenpartij haar verplichting niet nakomt. Centrale clearing maakt de markt juist overzichtelijker doordat over het algemeen het totaal aan onderlinge openstaande posities wordt verkleind.

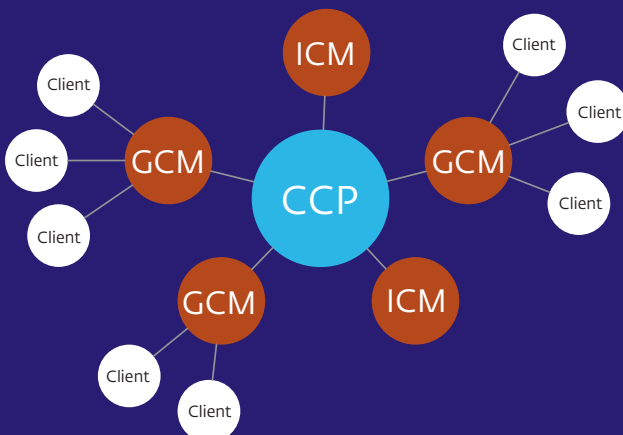
Box 1: CCP's en clearing members

CCP's zijn financiële instellingen met een specifieke functie: risico's herverdelen. Ze lenen geen geld uit en je kan er ook niet zomaar een rekening openen. Het zijn dan ook geen banken (hoewel in sommige landen CCP's een bankvergunning dienen te hebben). De clearing members die zijn aangesloten bij een CCP zijn wel vaak banken maar kunnen ook andere instellingen zijn.

CCP's onderscheiden twee typen clearing members: een individual clearing member (ICM) kan alleen transacties voor haar eigen rekening clearen. Een general clearing member (GCM) kan naast haar eigen transacties ook haar klanten indirecte toegang tot de CCP bieden. Eindbeleggers, zoals pensioenfondsen, die onder andere vanwege hoge kosten voor aansluiting vaak geen rechtstreekse toegang hebben tot een CCP zullen zich middels *client clearing* bij een GCM moeten aansluiten.

Iedere CCP hanteert een eigen set van criteria om een aansluiting te krijgen. De toezichthouder toetst of deze voldoet aan het principe van 'fair and open access'. Dit betekent dat een CCP een clearing member alleen mag afwijzen als zij deze partij te risicovol vindt, dit met objectieve criteria kan onderbouwen en ook transparant communiceert. Veel gebruikte toegangscriteria zijn een minimumeis aan de rating of kredietwaardigheid van de clearing member, een minimaal eigen vermogen en de mate van risicomanagement dat bij de clearing member plaatsvindt. Clearing members zijn naast klant vaak ook dienstverlener aan een CCP, bijvoorbeeld in het bieden van kredietlijnen of liquiditeit of bewaarneming van onderpand.

Figuur 2 Client clearing via general clearing members



2 Werkzaamheden van een CCP

8

Na een transactie kan de handelende partij niet direct over de effecten, de onderliggende waarde van een derivaat of het geld beschikken. Alle activiteiten die in de tussentijd worden uitgevoerd vormen onderdeel van het clearingproces. Een CCP is verantwoordelijk voor het uitvoeren van dit clearingproces, dat bestaat uit administreren, garanderen en netteren. Doordat een CCP transacties garandeert en netteert, wordt de afwikkeling van effecten- en derivatentransacties veiliger en efficiënter.

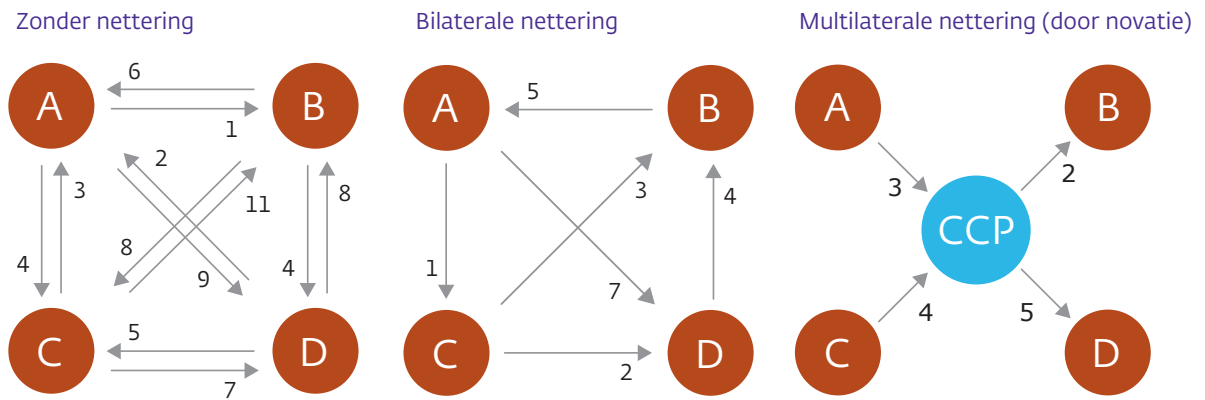
Zodra de CCP de transacties heeft geaccepteerd, *administreert* de CCP de transacties in haar systeem en *garandeert* de afwikkeling ervan. Om dit te kunnen doen plaatst de CCP zich juridisch tussen de koper en de verkoper, zodat er geen directe relatie meer tussen hen bestaat. Op het moment dat de CCP de gegevens van een transactie accepteert wordt de oorspronkelijke bilaterale overeenkomst tussen de koper en de verkoper ontbonden en vervangen door twee nieuwe contracten: één tussen de verkoper en de CCP en één tussen de CCP en de koper. Dit wordt *novatie* genoemd. *Netteren* is het met instemming van betrokken marktpartijen salderen van tegengestelde posities in hetzelfde effect totdat één netto positie resteert, de zogenoemde open positie. Als bij het netteren de transacties van meerdere marktpartijen meegenomen worden spreekt men van multilaterale nettering. Multilaterale nettering zorgt in de meeste gevallen voor een kleinere openstaande positie dan bilaterale nettering (zie figuur 3).

Voordelen van het gebruik van een CCP

Het gebruik van een CCP biedt marktpartijen een aantal potentiële voordelen:

- *Verkleining van de risico's*: Een CCP verkleint het tegenpartijrisico voor haar deelnemers en garandeert de continuïteit van geclearde transacties op basis van hoge kwaliteit onderpand en goed risicomanagement. Bovendien daalt het operationeel risico doordat door de nettering het aantal af te wikkelen transacties doorgaans vele malen kleiner is dan het aantal uitgevoerde transacties.
- *Efficiëntie*: Het gebruik van een CCP leidt vaak tot standaardisatie en volledige automatisering van het clearingproces. Ook wordt het risicomanagement van handelende partijen efficiënter. Zij hoeven alleen maar de kredietwaardigheid van en het risico op de CCP te monitoren in plaats van die van al hun tegenpartijen.
- *Kostenbesparing*: Door multilaterale nettering daalt doorgaans het risico voor clearing members, waardoor zij minder onderpand hoeven aan te houden. Ook leidt multilaterale nettering tot een daling van het aantal af te wikkelen transacties waarmee marktpartijen een besparing op de kosten voor het afwikkelen van de transacties kunnen realiseren.
- *Anonimiteit*: Tot slot noemen marktpartijen vaak anonimiteit als voordeel van een CCP. Anonieme handel is alleen mogelijk op een handelsplatform met tussenkomst van een CCP.
- *Hogere liquiditeit in effectenmarkten*: doordat nettering bij een aandelen-CCP de openstaande positie van handelaren verkleint, kunnen ze meer handelen binnen hun handelslimiet, wat zorgt voor meer liquiditeit in de markt. Als een markt meer liquide wordt verkleint het verschil tussen de aan- en verkoopprijs.

Figuur 3



3 Ontwikkelingen in de derivatenmarkt

10

Met name tijdens de crisis hebben CCP's op verschillende financiële markten hun nut bewezen. In 2008 werden diverse marktpartijen afgeschermd van het faillissement van Lehman Brothers door tussenkomst van CCP's. De G-20 besloot dan ook in 2009 dat derivatencontracten zoveel mogelijk gestandaardiseerd moesten worden en waar mogelijk afgewikkeld via een CCP. In de Europese Unie is deze aanbeveling geïmplementeerd met de EMIR-verordening. Inmiddels wordt een groot deel van alle derivaten centraal afgewikkeld.

CCP's vinden hun oorsprong bij de afwikkeling van termijncontracten. Termijncontracten (*futures*) zijn overeenkomsten om op een vastgesteld moment in de toekomst een bepaalde hoeveelheid goederen of financiële waarden te kopen of te verkopen tegen een prijs die bij het afsluiten van het contract wordt vastgelegd. Om de risico's die met dit soort transacties gepaard gaan beter in de hand te houden en de liquiditeit op de markt te bevorderen, zetten de graanhandelaren aan de beurs van Minneapolis in 1891 een aparte entiteit op om de afwikkeling van transacties te verzorgen. Deze Chamber of Commerce Clearing Association was daarmee de eerste CCP in de wereld. Pas later zijn CCP's ontstaan voor andere derivaten en effecten. De bedrijfsmodellen van een derivaten-CCP en een effecten-CCP verschillen op een aantal cruciale onderdelen: zo hebben derivatencontracten een langere looptijd (tot wel enkele jaren) terwijl

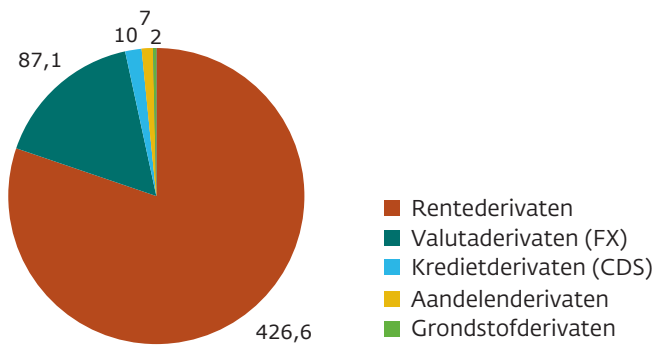
de settlement van effecten in Europa na twee werkdagen gebeurt. Ook is de waarde van derivatenposities vaak volatieler dan die van effectenposities. Een effecten-CCP heeft over het algemeen dan ook een eenvoudiger bedrijfsmodel dan een CCP die actief is in de derivatenmarkt.

De derivatenmarkt

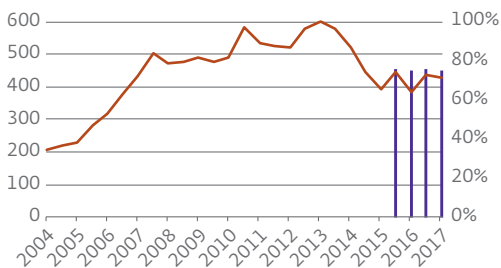
Er zijn verschillende redenen waarom partijen gebruik maken van derivaten, zoals het risico van een beleggingsportefeuille verkleinen, speculeren of een andere beleggingsportefeuille reconstrueren. Zo maken veel pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen gebruik van derivaten om het renterisico op hun langlopende verplichtingen te verkleinen. Speculatie vergroot vaak juist het risico van een portefeuille met als doel om van een bepaalde verwachte marktbeving te profiteren. Het is ook mogelijk om met een mix van derivaten een denkbeeldige portefeuille van aandelen of obligaties te reconstrueren (ook wel een synthetische portefeuille genoemd). Het leeuwendeel van de financiële derivaten wordt niet op een beurs verhandeld, maar tussen financiële partijen onderling, de zogenoemde *over the counter* derivaten (OTC-derivaten). Van de totale derivatenmarkt bestaat ongeveer negentig procent uit OTC-derivaten en slechts tien procent wordt verhandeld op een handelsplatform. Volgens de Bank for International Settlements (BIS) had de OTC-derivatenmarkt eind 2017 een omvang van USD 532 biljoen in termen van onderliggende waarde. De onderliggende waarde representeert het risico waartegen de derivaten dekking bieden

Figuur 4 Uitstaande OTC-derivaten wereldwijd

(naar omvang onderliggende waarde in USD biljoen)



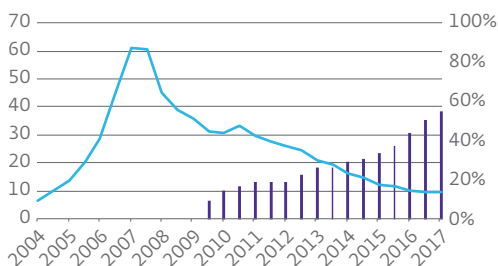
Rentederivaten



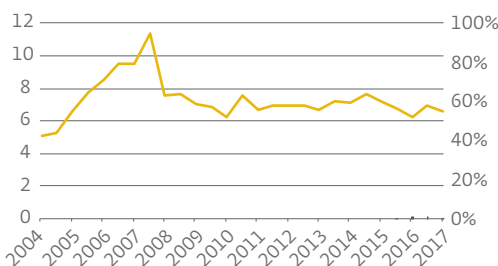
Valutaderivaten



Kredietderivaten



Aandelenderivaten



— Totaal onderliggende waarde uitstaande derivaten
 ■ Deel centraal gecleard (rechter-as)

Bron: BIS derivatenstatistiek. De cijfers in het taartdiagram zijn per ultimo 2017. Het aandeel centraal geclearde derivaten is berekend als de omvang van de contracten vis-à-vis CCP's als aandeel van het totaal aan uitstaande contracten in onderliggende waarde. Voor kredietderivaten is deze informatie sinds medio 2009 beschikbaar, voor de overige derivaten slechts per 2015.

en is geen maatstaf voor de marktwaarde van de derivaten, die USD 11 biljoen bedroeg. De meeste OTC-derivaten bieden dekking tegen renterisico's, op grote afstand gevolgd door valutaderivaten en credit default swaps (een verzekering tegen het faillissement van een partij). De mate waarin deze centraal geclareed worden verschilt per categorie, in het geval van rentederivaten is dat meer dan drie kwart van alle uitstaande contracten. Ook kredietderivaten worden steeds meer centraal geclareed, valuta- en aandelerivaten nog nauwelijks.

Roep om CCP's voor OTC-derivaten

De ongebreidelde ontwikkeling van de OTC-derivatenmarkt in de jaren voorafgaand aan de financiële crisis vormde één van de oorzaken van de crisis. Zo werden onder andere zeer complexe credit default swaps ontwikkeld. Het risicomangement van deze complexe OTC-derivaten schoot ernstig tekort. Diverse autoriteiten moesten ingrijpen om een besmetting via deze markt te voorkomen, zoals bij de overname van de Amerikaanse verzekeraar AIG door de overheid. Daar bovenop bleek dat de OTC-derivatenmarkt niet transparant was. De handel in deze derivaten geschiedde buiten een handelsplatform om en de transacties werden in de regel bilateraal geclareed. Hierdoor ontbrak een totaaloverzicht van de posities van de kopers en verkopers in OTC-derivaten, wat het erg moeilijk maakte voor die marktpartijen en de verantwoordelijke autoriteiten om alle risico's in

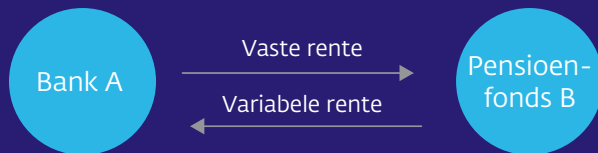
te schatten, te beprijzen, te monitoren en adequate beheersmaatregelen te nemen.

Met deze ontwikkelingen in het achterhoofd riep in 2009 de G-20 op om de OTC-derivatenmarkt transparanter en veiliger maken. Dit moest gerealiseerd worden door waar mogelijk OTC-derivaten te standaardiseren en te verhandelen op handelsplatformen en af te wikkelen bij CCP's. Ook werd opgeroepen tot registratie van alle derivatencontracten in transactieregisters (*trade repositories*). Derivatencontracten die niet gestandaardiseerd zijn of waarin te weinig wordt gehandeld worden niet afgewikkeld via een CCP: voor deze nog steeds bilateraal geclarede derivatenposities werd voorgesteld om de kapitaaleisen te verhogen. Tevens werd besloten de risicomitigerende maatregelen, zoals het storten van onderpand, voor bilaterale derivaten strenger te maken. Het doel van het hele pakket maatregelen is te voorkomen dat risico's zich in de toekomst weer kunnen concentreren bij partijen die ze niet kunnen dragen. In Europa is de clearing- en rapportageplicht verankerd in Europese regelgeving, de European Market Infrastructure Regulation (EMIR). De EMIR-verordening trad in 2012 in werking, de bijbehorende technische standaarden vanaf 2013. Naast de clearing- en rapportageplicht regelt EMIR overigens ook het toezicht op CCP's door de nationale autoriteiten (zie hoofdstuk 6).

Box 2: Voorbeeld van een rentederivaat

Een voorbeeld van een typische derivatentransactie die gecleard wordt door een CCP is een '50 miljoen 10-jaars renteswap': bank A betaalt aan pensioenfonds B gedurende de komende 10 jaar een vaste rente over een bedrag van 50 miljoen euro, pensioenfonds B betaalt aan A een variabele rente (bijvoorbeeld de 6-maands Euribor). Mocht de marktrente dalen, dan ontvangt partij A dus een lagere rente van partij B. Partij B heeft zich daarmee ingedekt tegen een rentedaling over de periode dat het contract loopt. Als de marktrente stijgt, moet partij B een hogere rente aan partij A betalen.

Figuur 5 Onderliggende transactie rentederivaat



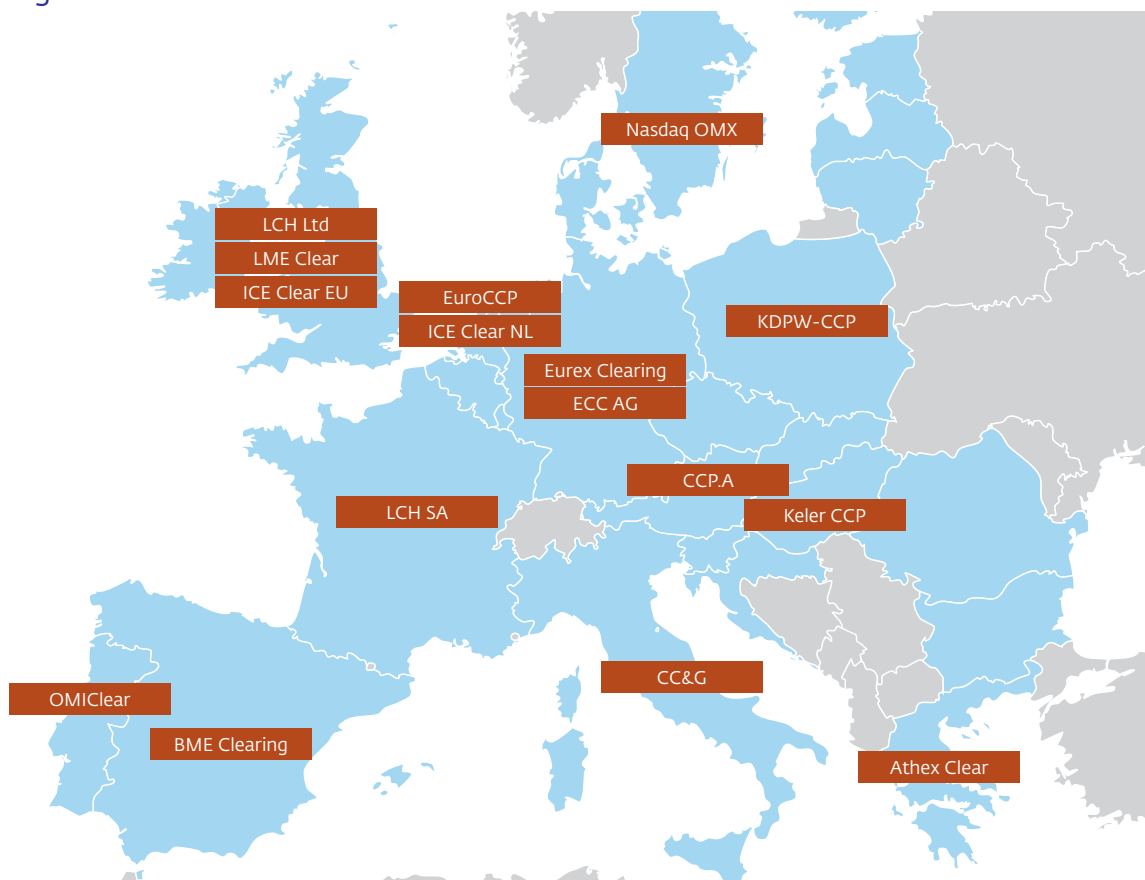
4 CCP's in Nederland en daarbuiten

14

Nederlandse banken, verzekeraars en pensioenfondsen wikkelen steeds meer transacties af bij een CCP. In de meeste gevallen gebeurt dat bij buitenlandse CCP's zoals LCH, ICE Clear Europe en

Eurex. Voor bepaalde aandelentransacties kunnen zij terecht bij het in Nederland gevestigde EuroCCP, één van de grootste aandelen-CCP's in de wereld.

Figuur 6



Het internationale landschap van CCP's kent een grote verscheidenheid. Op mondiaal niveau zijn grote CCP's de Amerikaanse partijen CME en ICE (inclusief Britse vestiging ICE Clear Europe), het Duitse Eurex, en LCH met vestigingen in Londen en Parijs. Deze CCP's vormen ook de belangrijkste centrale tegenpartijen van de Nederlandse banken, verzekeraars en pensioenfondsen.

In Nederland zijn twee CCP's gevestigd, EuroCCP en ICE Clear Netherlands. Op grond van hun Europese EMIR-vergunning kunnen zij hun diensten binnen de hele EU leveren. In totaal zijn er 16 CCP's in de EU gevestigd (zie figuur 6).

EuroCCP is in 2013 ontstaan uit de fusie van het Britse EuroCCP Ltd en het Nederlandse EMCF. EuroCCP cleart de effectentransacties die uitgevoerd zijn op effectenbeurzen in Scandinavië en op een aantal Europese en Amerikaanse handelsplatformen. EuroCCP staat onder toezicht van DNB en de AFM. Ook heeft het via DNB toegang tot centralebankfaciliteiten.

ICE Clear Netherlands is in 2015 ontstaan nadat Intercontinental Exchange Group (ICE) de Nederlandse CCP Holland Clearing House overnam. Het is een CCP voor de clearing van OTC en beursgenoteerde aandelerivatencontracten. Ook ICE Clear NL staat onder toezicht van DNB en de AFM en heeft toegang tot centralebankfaciliteiten

via DNB. **ICE Clear Europe** maakt met ICE Clear NL deel uit van de Intercontinental Exchange Group en biedt clearing en riskmanagement diensten voor een grote range van derivatenproducten, zoals voor rente-, aandelen-, landbouw- en energiederivaten en Europese credit default swaps (CDS).

LCH SA in Parijs en **LCH Ltd** in Londen maken beide deel uit van de LCH Group. De Parijse tak is met name de CCP voor de effectentransacties van de Europese effecten- en derivatenbeurzen van Euronext, dat actief is in Amsterdam, Brussel, Parijs, Lissabon en Londen. De Londense tak is de CCP van de London Stock Exchange en biedt een breed scala aan clearing diensten voor effecten en derivaten. Voor het clearen van rentederivaten is LCH momenteel de belangrijkste CCP voor institutionele beleggers in het Eurogebied die veelal indirect (via bijvoorbeeld een investment bank als JP Morgan) bij de CCP aangesloten zijn.

Eurex Clearing is gevestigd in Duitsland en is onderdeel van de Deutsche Börse Group. Eurex cleart effecten- en derivatenproducten die binnen deze beurgroep tot stand zijn gekomen. Binnen de groep is ook de effectenbewaarinstelling (CSD) Clearstream actief. Eurex heeft een bankvergunning en staat onder gezamenlijk toezicht van de Bafin en Bundesbank.

5 Risico's en risicomanagement

16

CCP's zijn op zichzelf niet risicovrij; het tegenpartijrisico concentreert zich bij de CCP en haar clearing members. Voorkomen moet worden dat verliezen overslaan op andere partijen en de CCP zelf een besmettingskanaal wordt. Internationale standaarden (de Principles for Financial Market Infrastructures) stellen dan ook strenge eisen aan de CCP en haar risicomanagement. Het 'rulebook' van de CCP beschrijft hoe risico's worden beheerst en eventuele verliezen worden verdeeld tussen de gebruikers. Maar ook met risico's die niet met het faillissement van een clearing member te maken hebben, zogenoemde non-default losses, moet een CCP kunnen omgaan.

CCP's zijn niet risicovrij: in hun dagelijkse werkzaamheden hebben ze onder andere te maken met tegenpartijrisico, liquiditeitsrisico en operationeel risico. Risico's die individuele instellingen zouden lopen, hoewel kleiner dan in de oorspronkelijke situatie, concentreren zich nu bij de CCP. Alle partijen in de markt zijn van het goed functioneren van de CCP afhankelijk: de CCP is daarmee systeemrelevant geworden. Overigens is er niet alleen sprake van concentratie bij CCP's, maar ook bij haar clearing members. Vooral in de derivatenmarkt heeft een aantal grote mondiale banken een dominante positie als clearing member opgebouwd. Deze concentratie is de afgelopen jaren toegenomen en daarmee zijn de CCP en clearing members een potentieel besmettingskanaal geworden.

Ook heeft een CCP grote invloed op de liquiditeit in de markt en draagt een CCP een zekere mate van liquiditeitsrisico's met zich mee. Liquiditeitsrisico is het risico dat onvoldoende liquide middelen beschikbaar zijn voor het tijdig nakomen van betalingsverplichtingen. Een CCP kan bijvoorbeeld liquiditeitsproblemen bij haar clearing members veroorzaken door (onverwachts) onderpandeisen aan te scherpen, waardoor marktpartijen meer of ander onderpand bij de CCP moeten stallen. Een dergelijke *margin call* vond bijvoorbeeld op grote schaal plaats in juni 2016 nadat de uitslag van het Brexit-referendum veel volatiliteit bracht in de koers van het Britse pond.

Principles for Financial Market Infrastructures (PFMI)

Centrale banken wereldwijd, verzameld in het Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI), en toezichthouders in de effectenmarkt van de International Organization of Securities Commissions (IOSCO), hebben internationale standaarden ontwikkeld voor het risicomanagement van financiële instellingen zoals CCP's. Deze Principles for Financial Market Infrastructures (PFMI) bevatten 22 standaarden die een raamwerk bieden voor CCP's zelf en hun toezichthouders, bijvoorbeeld met betrekking tot de bedrijfsvoering, operationele risico's en onderpand. De PFMI zijn standaarden en daarmee 'principle-based': het zijn geen regels die alles precies voorschrijven. Een CCP kan dus op meerdere manieren aan een standaard voldoen. De standaarden geven bovendien een minimum waaraan de CCP moet voldoen, maar zij mag er ook voor kiezen om er ruimer aan te voldoen.

Risicomanagement van een CCP en het 'rulebook'

Een belangrijk aspect van het risicomanagement van een CCP is dat zij altijd een 'matched book' houdt en in principe zelf geen marktrisico loopt: voor iedere vordering op de CCP bestaat een identieke vordering op een andere clearing member. Daarnaast storten clearing members onderpand voor het tegenpartijrisico dat de CCP op hen loopt: de initial margin. Ter berekening van de initial margin maakt de CCP per clearing member een inschatting van het potentiële toekomstige verlies. In het geval van heftige marktschommelingen kan dit leiden tot hogere eisen en daarmee tot *margin calls*. Een andere bijstortingsverplichting voor clearing members is de variation margin, die waardedaling dekt ontstaan door prijschommelingen in normale marktomstandigheden. Deze variation margin wordt meestal meerdere keren per dag berekend en direct overgemaakt aan de marktpartijen die door diezelfde marktomstandigheden winst hebben gemaakt. Op die manier wordt de waarde van de portefeuille van een clearing member, en het mogelijke risico, continu geijkt.

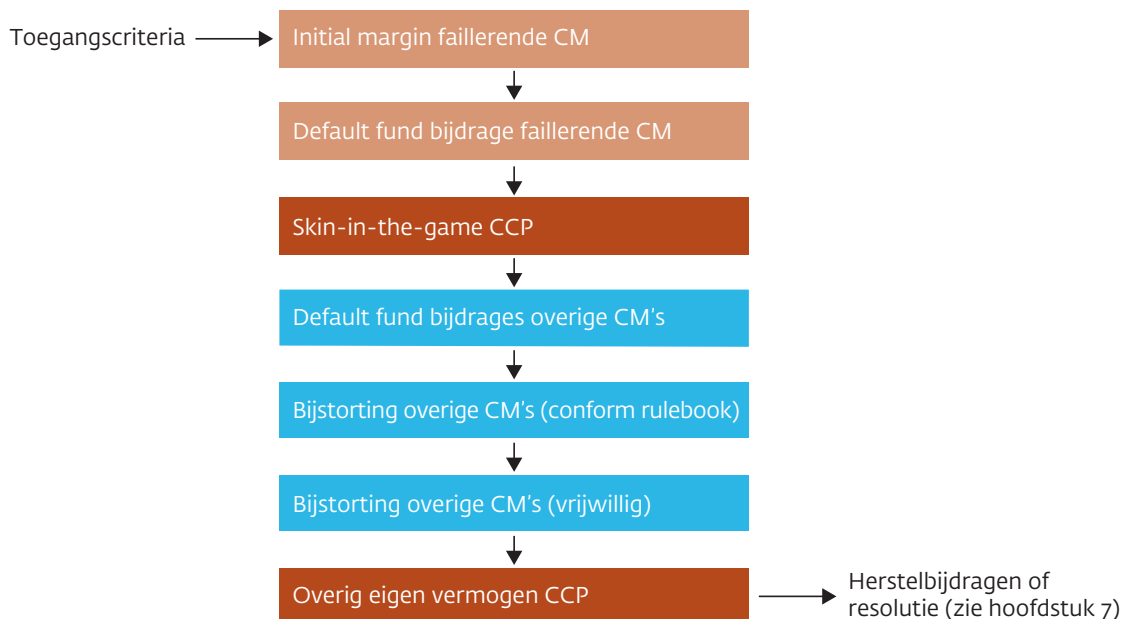
Het 'rulebook' van een CCP beschrijft hoe haar risicobeheersing is geregeld en welke maatregelen genomen kunnen worden wanneer de risico's zich voordoen. De twee belangrijkste risico's die een CCP dient te beheersen zijn aan de ene kant faillissementsverliezen die ontstaan wanneer clearing members niet meer aan hun verplichtingen kunnen voldoen, ook wel default losses genoemd, en aan de andere kant verliezen die niet met het faillissement van een van de clearing members te maken hebben, de non-default losses.

Risicomanagement voor default losses

Een standaard onderdeel van het 'rulebook' van de CCP is een uiteenzetting van de verdedigingslijnes in het geval van een faillissementsverlies. Als één laag onvoldoende blijkt om het faillissement op te vangen wordt de volgende linie in stelling gebracht. Vandaar dat men spreekt over de risicowaterval (Figuur 7). Het onderpand dat een in de problemen geraakte instelling heeft gedeponerd als initial margin wordt als eerste aangesproken in het geval van verliezen. (De variation margin maakt geen onderdeel uit van de risicowaterval.)

Als na het faillissement van een clearing member zijn gestorte initial margin niet voldoende blijkt te zijn om de verliezen te dekken, kan de CCP het zogeheten default fund aanspreken. Alle in een CCP participerende clearing members dragen bij aan dit fonds. Als eerste wordt de bijdrage van de faillerende partij gebruikt. Daarna brengt de CCP zelf eventueel eigen middelen in (*skin-in-the-game*). De gedachte hierachter is dat een CCP er zelf dan meer belang bij heeft bescherming te bieden tegen het faillissement van een clearing member. Pas als dat alles niet voldoende is zal een beroep worden gedaan op het resterende default fund en daarmee dus de bijdrage van de overige clearing members. Volgens EMIR moet het totale default fund van een CCP groot genoeg zijn om het een faillissement van de grootste twee clearing members op te vangen. Na deze trede in de waterval kan het rulebook aanvullende (soms vrijwillige) bijdragen van de clearing members vragen. Aan het einde van de waterval staat het overige eigen vermogen van de CCP.

Figuur 7 Risicowaterval van een CCP



Risicomanagement voor non-default losses

Er bestaan drie categorieën van non-default losses: operationele risico's (inclusief cyberrisico's), beleggingsrisico's en bewaarnemingsrisico's (het risico van verlies van in bewaring genomen activa). Over operationeel risico schrijven de PFMI's voor dat een CCP voldoende liquide activa moet aanhouden, gefinancierd door het eigen vermogen, zodat de CCP haar activiteiten en diensten kan voortzetten na een bedrijfsverlies. Operationele verliezen moeten de exclusieve verantwoordelijkheid van de CCP zijn, omdat het de CCP zelf is die beslissingen neemt die eventueel tot bedrijfs- en operationele storingen leiden.

Voor bewaarnemings- en beleggingsrisico stelt aanvullende uitleg van de PFMI's dat een CCP een bepaalde hoeveelheid eigen middelen moet reserveren voor dekking van eventuele verliezen. Daarnaast kan van clearing members verwacht worden dat zij aan deze risico's meebetalen. De bijdrage van clearing members aan deze verliezen moet hoger zijn naarmate zij meer invloed uitoefenen op het beleid, bijvoorbeeld bij het nemen van de feitelijke investeringsbeslissingen.

Box 3: Interoperabiliteit

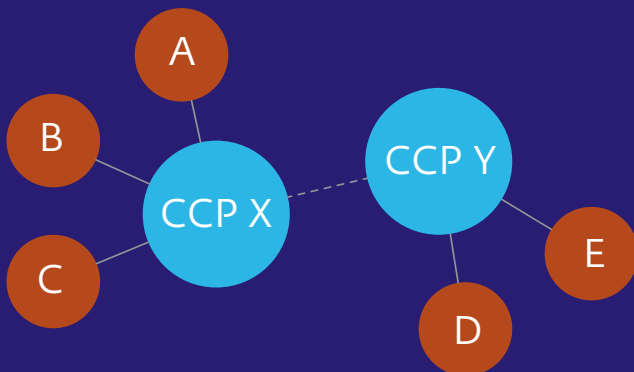
CCP's kunnen met elkaar een regeling aangaan waardoor de twee groepen clearing members onderling kunnen clearen. Dit heet interoperabiliteit. De twee CCP's vereffenen de tegengestelde positie waaraan zij zijn blootgesteld door hun clearing member. Een CCP wordt als het ware deelnemer van een andere CCP en zij zijn beide in staat de transacties van hetzelfde handelsplatform te clearen. Voor marktpartijen biedt het verschillende voordelen. Zij hoeven zich nog maar via één clearing member bij één gelinkte CCP aan te sluiten. De netting is bovendien efficiënter en leidt tot een lagere open positie.

Maar de links tussen CCP's brengen ook nieuwe risico's met zich mee. De CCP's lopen onder andere tegenpartijrisico op elkaar, naast het tegenpartijrisico dat zij lopen op hun clearing members. De risicowaterval van gelinkte CCP's moet daarop ingericht zijn. CCP's storten bovendien initial margins bij elkaar, afhankelijk van hun onderlinge positie.

Het Nederlandse EuroCCP is bijvoorbeeld interoperabel met het Zwitserse SIX x-clear en het Britse LCH Ltd voor de clearing van aandelen. Ook het Franse LCH SA en het Italiaanse CC&G, die beide onderdeel van de London Stock Exchange Group, zijn interoperabel.

Figuur 8 Interoperabiliteit

Omdat de beide CCP's X en Y interoperabel met elkaar zijn, kan een transactie tussen clearing members A en E via beide CCP's worden afgewikkeld.



6 Het wettelijk kader en toezicht op CCP's

20

EMIR stelt wettelijke eisen aan het risicomanagement van CCP's in Europa. Vanwege de belangrijke functie die CCP's vervullen staan zij bovendien onder toezicht. DNB is, samen met de AFM, de toezichthouder op Nederlandse CCP's. Daarnaast wordt via Europese toezichtcolleges veel samengewerkt met andere Europese toezichthouders, ESMA en de ECB.

European Market Infrastructure Regulation (EMIR)

Sinds 2012 is de Europese EMIR-verordening inzake OTC-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters van kracht. EMIR verankert de standaarden van de PFMI's in regelgeving voor alle CCP's in de Europese Unie:

- **Kapitaal:** het geplaatste aandelenkapitaal van een CCP moet in verhouding staan tot de risico's die een CCP loopt en minimaal EUR 7,5 miljoen bedragen. Daarnaast moet het kapitaal voldoende groot zijn om de activiteiten in geval van liquidatie of reorganisatie nog minimaal zes maanden voort te zetten.
- **Bedrijfsvoering en toegang:** de CCP moet een heldere en robuuste governancestructuur hebben met een betrouwbaar en ervaren bestuur. De toelatingscriteria voor deelname aan de CCP dienen niet-discriminerend, transparant en objectief te zijn.
- **Risicomanagement:** de CCP meet en beoordeelt het liquiditeits- en kredietrisico dat zij loopt op elke clearing member en EMIR geeft aan hoe zij deze risico's moet beperken. Dit kan

onder andere via het deponeren van kwalitatief goed onderpand en het regelmatig testen van risicomodellen. Bovenop de margins moet een CCP zelf voldoende liquiditeit hebben om haar diensten en activiteiten te verrichten. En CCP's moeten zelf ook een bijdrage leveren aan de risicowaterval (skin-in-the-game).

- **Segregatie en portabiliteit:** de CCP moet ervoor zorgen dat het gestorte onderpand en de geclearde posities apart worden aangehouden en overdraagbaar zijn, ook wel segregatie en portabiliteit genoemd. Deze scheiding geldt zowel voor clearing members onderling, als voor clearing members en haar klanten. Ook moet de CCP ondersteunen dat binnen de rekening van een clearing member het onderpand en de posities van de afzonderlijke cliënten van de clearing member gescheiden zijn. De scheiding van posities van individuele klanten heet individual segregated accounts (ISA) in tegenstelling tot omnibus segregated accounts (OSA) waar de klanten van een GCM niet individueel worden onderscheiden door de CCP. Doel van segregatie en portabiliteit is dat cliënten indien nodig hun onderpand en positie kunnen overbrengen naar een andere clearing member.

In mei 2017 heeft de Europese Commissie een voorstel gedaan voor het aanpassen van EMIR met een aantal relevante wijzigingen voor CCP's. Zo moeten CCP's hun clearing members een simulatiemodel ter beschikking stellen waarmee zij de door hen te deponeren initial margin kunnen berekenen. Naast CCP's krijgen ook clearing members de verplichting te zorgen voor open en

eerlijke toegang. Bovendien geeft de wetgever CCP's de opdracht om de mogelijkheid te onderzoeken om variation margin in effecten te voldoen in plaats van in contanten. Dat zou afwikkeling via een CCP voor pensioenfondsen aantrekkelijker maken omdat zij relatief weinig liquide middelen aanhouden (maar wel veel onderpand). Voorlopig zijn pensioenfondsen vrijgesteld van de clearingplicht voor standaard OTC-derivaten. Indien deze uitzondering vervalt, zullen pensioenfondsen ten behoeve van de variation margin via repo-markten aan contanten dienen te komen of meer liquide middelen moeten aanhouden.

Naast EMIR is ook de in januari 2018 van kracht zijnde verordening Markets in Financial Instruments Regulation (MiFIR) van belang voor de bedrijfsvoering van CCP's. De regels zijn erop gericht beleggers beter te beschermen, een gelijk speelveld binnen Europa te waarborgen en financiële stabiliteit te versterken. Een belangrijke pijler is non-discriminatoire toegang, ofwel handelsplatformen moeten vrije toegang verlenen voor onder andere CCP's en vice versa.

Toezicht op CCP's

Goed toezicht op CCP's draagt bij aan een veilig en efficiënt betalings- en effectenverkeer. In Europa zijn per land verschillende instellingen belast met het toezicht op CCP's, zoals centrale banken, bank- en markttoezichthouders. In Nederland houden DNB en de AFM gezamenlijk toezicht op de in Nederland gevestigde CCP's. Daarbij is DNB verantwoordelijk voor het dagelijks toezicht en heeft de AFM, naast haar eigen bevoegdheden, een

adviesrol bij onder andere zaken die betrekking hebben op de bedrijfsvoering van een CCP, uitbreiding van diensten en op intrekking van bestaande vergunningen. Het Besluit uitvoering EU-verordeningen financiële markten legt deze taakverdeling tussen DNB en de AFM vast. Belangrijke toezichtbesluiten zoals wijzigingen in de vergunning en beoordeling van risicomodellen worden ook voorgelegd aan het toezichtcollege van de CCP, waarin toezichthouders deelnemen uit de jurisdicties waar de CCP een belangrijke positie inneemt. Deze colleges bestaan naast de 'home' toezichthouder uit de Europese autoriteit voor de effectenmarkten ESMA, de ECB, de relevante nationale centrale banken, toezichthouders van de grootste drie clearing members van die CCP en toezichthouders van relevante handelsplatformen en effectenbewaarinstanties. DNB coördineert als nationale competente autoriteit het toezichtcollege van EuroCCP en ICE Clear Netherlands, waarin ook de AFM is vertegenwoordigd. Daarnaast zijn DNB en de AFM lid van de colleges van toezichthouders van het Britse LCH Ltd, LME Clear en ICE Clear Europe, het Duitse Eurex en ECC, en het Franse LCH SA.

Europees toezicht en Brexit

Mede met het oog op Brexit, heeft de Europese Commissie in juni 2017 een voorstel gedaan tot versterking en centralisatie van CCP-toezicht op Europees niveau. Het gaat om een voorstel voor het toezicht op CCP's van buiten en binnen de EU. Na Brexit vallen LCH Ltd, ICE Clear Europe en LME Clear immers niet meer onder EMIR-toezicht en daarmee vervalt de mogelijkheid van EU-autoriteiten om

22

via de EMIR-colleges toezicht te houden op deze CCP's. Derde-landen CCP's van buiten de EU mogen momenteel onverminderd hun diensten in de EU aanbieden, als zij daartoe geautoriseerd zijn door ESMA.

Volgens het nieuwe Commissievoorstel zouden systeemrelevante derde-landen CCP's pas in de EU erkend kunnen worden als zij aan alle relevante EMIR-vereisten voldoen. Bovendien zou de CCP gevraagd kunnen worden haar diensten naar de EU te verhuizen in het geval dat dit nodig wordt

geacht om de risico's voor financiële stabiliteit te beteugelen. Dit laatste wordt ook wel locatiebeleid genoemd en is een uiterste redmiddel omdat het tot marktfragmentatie leidt en hogere clearingkosten door afgenomen netteringsmogelijkheden. Daarom moet een eventueel besluit tot locatiebeleid met de grootst mogelijke zorgvuldigheid genomen worden. De voornoemde voorstellen bevatten ook een grotere rol voor Europese autoriteiten in het toezicht op CCP's die in de EU zijn gevestigd, maar daarover is vooralsnog geen akkoord bereikt.

7 Herstel en resolutie

In extreme gevallen is het denkbaar dat een CCP toch in de problemen komt en verliezen niet langer kan dragen. Herstelplannen beschrijven instrumenten die een CCP kan inzetten in een dergelijke situatie. Internationale standaarden schrijven ook voor dat autoriteiten bereid moeten zijn tot afwikkeling over te gaan. In Europees verband wordt gewerkt aan een verordening voor herstel en resolutie van CCP's, voor het geval een CCP dreigt om te vallen. DNB zal naar verwachting worden aangewezen als resolutieautoriteit voor Nederlandse CCP's, zoals dat ook voor banken het geval is.

Vooropgesteld dient te worden dat er strenge eisen worden gesteld aan het risicomanagement van een CCP, waaronder het kunnen incasseren van het faillissement van haar twee grootste clearing members. Het is echter niet ondenkbaar dat in een diepe financiële crisis de totale verliezen zo oplopen dat deze niet meer gedekt kunnen worden met de middelen van de risicowaterval. Of de CCP kan zo'n grote schade lijden door algemene bedrijfsrisico's, dat het beschikbare kapitaal ontoereikend is.

Herstelplannen

De in 2012 gepubliceerde PFMI's vereisen dan ook dat CCP's voor dergelijke situaties een herstelplan ('recovery plan') opstellen. De in 2014 gepubliceerde (en in 2017 herziene) aanvullende aanbevelingen van CPMI-IOSCO over het herstel van financiële marktinfrastructuren gaan nader in op het proces van herstelplanning. Landen die bij het CPMI en/

of IOSCO zijn aangesloten, waaronder Nederland, worden geacht zich aan deze internationale standaarden te houden.

Met een herstelplan bereidt een CCP zich voor op extreme maar plausibele negatieve scenario's en regelt zij dat zij daarvoor instrumenten ter beschikking heeft. Het herstelplan moet op de eerste plaats 'comprehensive' zijn in de zin dat met de in te zetten instrumenten alle denkbare verliezen in die scenario's kunnen worden opgevangen. Het herstelplan moet daarnaast helder zijn over de aan deelnemers gevraagde maximale bijdrage, zodat zij in staat zijn de risico's hiervan te kwantificeren. De maatregelen uit het herstelplan staan dan ook in het 'rulebook'.

Wanneer het faillissement van meerdere deelnemers tot zulke grote verliezen leidt dat de middelen van de risicowaterval tekort schieten, kan de CCP met haar clearing members afspreken dat zij een extra bijdrage storten of dat een deel van hun winsten op de geclearde verplichtingen worden afgeroomd. Dit laatste staat bekend als 'variation margin haircutting' (VMH), omdat het erop neer komt dat de CCP een deel van de ontvangen variation margin gebruikt om verliezen mee te dekken in plaats van, zoals in normale omstandigheden gebeurt, deze margin te vergoeden aan de partij die winst op de positie heeft gemaakt.

Ook moet bij het faillissement van een deelnemer de CCP over instrumenten beschikken om openstaande posities te kunnen sluiten. Bij een faillissement wordt de CCP blootgesteld aan de verplichtingen van de faillierende partij, bijvoorbeeld bestaande uit een portefeuille aan derivaten. Om deze blootstelling ongedaan te

maken kan de CCP middels een veiling de open posities aan haar clearing members overdragen. Als een veiling niet succesvol is (onvoldoende clearing members bieden op de open positie), kunnen openstaande verplichtingen met andere clearing members worden 'doorgescheurd' om de blootstelling van de CCP te neutraliseren, wat een tear-up wordt genoemd. Veilingen en tear-ups gebeuren in de regel tegen de geboden prijs of de geschatte marktprijs, zodat de betrokken clearing members geen extra verliezen lijden. Wel verandert het risicoprofiel van hun aangehouden derivatenportefeuille.

In het herstelplan moet een CCP daarnaast aangeven welke instrumenten zij gaat inzetten in het geval van liquiditeitstekorten, bijvoorbeeld door kredietlijnen af te sluiten. Ook moet worden aangegeven hoe eventuele non-default verliezen te boven worden gekomen, zoals het aantrekken van nieuw kapitaal of het sluiten van verzekeringen vooraf. Tot slot moet een CCP van tevoren hebben nagedacht hoe de tijdens stress gebruikte financiële middelen worden aangevuld zodat de CCP weer voldoende veerkracht heeft om potentiële toekomstige stress te doorstaan.

Resolutie

Wanneer in het zeer uitzonderlijke geval blijkt dat de maatregelen uit het herstelplan ontoereikend zijn of om andere redenen niet kunnen worden ingezet kan besloten worden over te gaan tot resolutie. Dit betekent dat een resolutieautoriteit het resolutieplan in werking laat treden en de CCP afwikkelt.

In juli 2017 heeft de Financial Stability Board (FSB) richtlijnen gepubliceerd voor de ontwikkeling van

een CCP-resolutieregime. Dit kader stelt dat CCP-resolutie tot doel moet hebben kritieke functies van een CCP voort te zetten, zonder dat daarbij de financiële stabiliteit in gevaar komt en zonder dat de belastingbetaler uiteindelijk voor de kosten opdraait. De FSB-richtlijnen gaan onder meer in op de instrumenten die de resolutieautoriteit tot haar beschikking moet hebben. Dit zijn grosso modo dezelfde maatregelen als in het herstelplan. Wel heeft de resolutieautoriteit enige discretie in de toepassing en volgorde van haar instrumentarium. Daarnaast kan de resolutieautoriteit volgens de FSB-richtlijnen als uiterste redmiddel de initial margins van deelnemers aanspreken. Dit is echter een controversieel instrument, omdat dit onderpand hiervoor niet is bedoeld en dit de 'gezonde' deelnemers schaadt en mogelijk in de problemen brengt. Het succes van CCP-resolutie hangt sterk af van het moment van ingrijpen. Dit is wanneer de resolutieautoriteit in nauwe samenwerking met de toezichthouder vaststelt dat de CCP 'failing or likely to fail' (FOLTF) is, wanneer met andere woorden een faillissement onvermijdelijk lijkt. Net als de herstelplannen van de CCP zelf, moet de resolutieautoriteit met zogenoemde resolutieplannen voorbereid zijn op verschillende crisisscenario's. Daarnaast wordt van resolutieautoriteiten verwacht dat zij door middel van 'resolvability assessments' ervoor zorgen dat eventuele operationele en financiële belemmeringen voor de afwikkelbaarheid van de CCP in kaart worden gebracht en weggenomen, zodat het resolutieplan snel kan worden ingezet.

Vanwege het grensoverschrijdende karakter van CCP's is samenwerking met andere resolutieautoriteiten en toezichthouders van cruciaal belang. Daarom stelt de FSB dat resolutieautoriteiten een Crisis Management Group (CMG) moeten oprichten voor iedere CCP die systeemrelevant is in meer dan één land. Het doel van de CMG is het samenbrengen van de autoriteiten die belangrijk zijn voor de resolutie van de CCP, zoals centrale banken, toezichthouders en resolutieautoriteiten, en het onderling delen van informatie. Bovendien dient de CMG nauw betrokken te zijn bij de ontwikkeling van de resolutiestrategie en het resolutieplan voor de desbetreffende CCP. De wijze waarop de partijen met elkaar gaan samenwerken, zoals procedures voor het delen van informatie en afspraken over elkaars verantwoordelijkheden, moet worden vastgelegd in een samenwerkingsovereenkomst, een zogenoemde Cooperation Agreement. DNB en de AFM participeren zelf ook in verschillende CMG's.

DNB en CCP-resolutie

In de EU wordt momenteel onderhandeld over een verordening tot invoering van een Europees kader voor herstel en resolutie van CCP's, nauw aansluitend bij de internationale standaarden van de FSB en het CPMI/IOSCO. In dat kader zal DNB naar verwachting worden aangewezen als resolutieautoriteit van Nederlandse CCP's zodra de verordening van kracht wordt. DNB is begonnen met de voorbereidingen voor die rol op basis van de FSB-richtlijnen.

8 Clearing members en toezichteisen

26

Clearing members zijn over het algemeen banken en dat betekent dat zij, net als CCP's, ook aan bepaalde toezichteisen moeten voldoen. Veel van die toezichteisen worden in internationaal verband binnen het Bazels Comité voor Banktoezicht (*Basel Committee on Banking Supervision* of BCBS) overeengekomen. In de Europese Unie zijn deze eisen opgenomen in wetgeving middels de *Capital Requirements Directive IV (CRD IV)* en de *Capital Requirements Regulation (CRR)*. Ook vanuit EMIR worden via de regelgeving voor CCP's indirect verplichtingen aan clearing members opgelegd.

Kapitaaleisen

In lijn met het Bazelse raamwerk zijn de kapitaaleisen voor posities van Europese banken op (EMIR-kwalificerende) CCP's tweeledig. Ten eerste moet de blootstelling van de handelsposities op CCP's voor beursgenoteerde- en OTC-derivaten ('*exposure at default*'), waaronder de gestorte initial margin, met een risicogewicht van 2% meetellen in de risicogewogen activa. Het lage risicogewicht weerspiegelt hoe klein de kans wordt geacht dat een CCP haar verplichtingen niet na kan komen. Ter vergelijking: posities op een andere bank hebben een risicogewicht van minimaal 20%, uitgaande van het standaardmodel voor tegenpartijkredietrisico in de CRR. Voor CCP's die effecten clearen is het risicogewicht 0%, omdat effectentransacties doorgaans na twee handelsdagen worden afgewikkeld, met een laag tegenpartijrisico tot gevolg. Ten tweede bevat het raamwerk een

kapitaaleis die gerelateerd is aan de bijdrage van de bank aan het default fund van een CCP, die een risicoweging heeft van minimaal 2% (bij een onder EMIR erkende CCP) maar afhankelijk van het risicoprofiel van een CCP ook hoger kan zijn. Wanneer een CCP niet erkend is onder EMIR stijgt het gewicht naar 1250%.

Het raamwerk voorziet in zwaardere kapitaaleisen voor bilaterale clearing om banken een prikkel te geven om bij de afwikkeling van OTC-derivaten meer gebruik te maken van CCP's. De additionele kapitaaleis ter dekking van het tegenpartijrisico voor bilateraal geclearde derivaten wordt *Credit Value Adjustment (CVA)* genoemd. Het in december 2017 gepubliceerde voorstel introduceert een nieuw CVA-raamwerk. De hoogte van de CVA wordt per tegenpartij berekend en is afhankelijk van de kredietwaardigheid van de betreffende tegenpartij en de looptijd van het afgesloten derivatencontract. De CVA geldt voor alle bilateraal verhandelde OTC-derivaten, behalve voor credit default swaps die afgesloten zijn om het tegenpartijrisico van de portefeuille te verlagen. Om het gebruik van bilateraal geclearde derivaten verder te ontmoedigen zijn er ook margin vereisten voor niet-centraal geclearde derivaten geïntroduceerd die zwaarder zijn dan de vereisten voor centraal geclearde derivaten. Deze zijn onder andere vastgelegd in EMIR.

Regeling voor grote posities

In de huidige regeling voor grote posities geldt nog steeds een uitzondering voor posities op CCP's, omdat het tegenpartijrisico uiterst klein is en prioriteit wordt gegeven aan het bevorderen van centrale clearing.

Leverage ratio

De leverage ratio is een eenvoudige maatstaf voor de solvabiliteit van banken en wordt gedefinieerd als de totale blootstellingen binnen en buiten de balans ten opzichte van het kernkapitaal (tier 1-kapitaal) van de bank. Deze ratio moet minimaal 3% zijn. Omdat de leverage ratio niet risico-gebaseerd is, kan deze maatregel het verlenen van clearingdiensten aan klanten ontmoedigen; door posities voor klanten te clearen kan de potentiële blootstelling (exposure) van de bank namelijk flink toenemen en moet zij meer kapitaal aanhouden om aan de leverage ratio te voldoen. In Bazel is er momenteel een discussie gaande of een clearing member de initial margin van de klanten in mindering mag brengen op de berekende totale exposure. Bij de publicatie van de voltooiing van Bazel III in december 2017 heeft het Bazels Comité toegezegd binnen twee jaar deze effecten te zullen onderzoeken.

Liquiditeitsraamwerk

CCP's kunnen een grote invloed hebben op het liquiditeitsmanagement van een bank (als clearing member).

Het liquiditeitsraamwerk voor banken kent twee maatstaven: de liquidity coverage ratio (LCR) en de net stable funding ratio (NSFR). Beide maatstaven kennen geen specifieke behandeling van de verplichtingen aan een CCP, banken moeten ze gewoon meetellen in de liquiditeitseisen.

Huidig onderzoek naar prikkels voor centrale clearing

De FSB, BCBS, CPMI en IOSCO doen als internationale 'standard setters' met enige regelmaat onderzoek naar het totale effect van nieuwe wet- en regelgeving op het gebruik van centrale clearing voor OTC-derivaten. De regelgeving tezamen moet centrale clearing stimuleren ten koste van bilaterale clearing. In dat verband wordt er ook gekeken naar de kosten van centrale clearing en met name de kosten van *client clearing*, waar een bank via de CCP waar zij is aangesloten transacties namens haar klanten afwikkelt (zie box 1). Deze klanten storten immers margin bij de bank waarvoor de bank kapitaal moet aanhouden. Sommige partijen geven aan dat *client clearing* hierdoor kostbaar is, vanwege de doorbelaste kosten van de kapitaaleisen en leverage ratio voor de bank. Voorlopig lijken de regels echter voldoende prikkels te geven om gebruik te maken van CCP's en worden aanpassingen aan de verschillende toezichtseisen niet voorzien.

Literatuurlijst

28

Berndsen, R. J., 2017, *Financial Market Infrastructures and Payments – A Warehouse Metaphor Textbook*, version 2017-2018, draft 0.6

Committee on Payment and Settlement Systems and Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, 2012, *"Principles for financial market infrastructures"*

Committee on Payment and Settlement Systems and Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, 2012, *"Recovery and resolution of financial market infrastructures"*

Committee on Payments and Market Infrastructures and the Board of the International Organization of Securities Commissions, 2017, *"Resilience of central counterparties (CCPs): Further guidance on the PFMI"*

Cox, R. and Steigerwald, R., 2017, *"A CCP is a CCP is a CCP"*, Federal Reserve Bank of Chicago

De Nederlandsche Bank, 2013, *"Alle Ins en Outs van CCP's"*

European Association of CCP Clearing Houses, 2014, *"An effective recovery and resolution regime for CCPs"*

Financial Stability Board, 2011, *"Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions"*

Hughes, D. and Manning, M., 2015, *"CCPs and Banks: Different Risks, Different Regulations"*, Reserve Bank of Australia December Quarter Bulletin

Lewis, R. and McPartland, J., 2017, *"Non-default loss allocation at CCPs"*, Federal Reserve Bank of Chicago

Parkinson, P., 2014, *"CCP Liquidity Risk Management and Related Failure Management Issues"*, Remarks delivered to Federal Reserve Bank of Chicago: Annual OTC Derivatives Symposium

Tweede Kamer der Staten-Generaal, 2017, *"Verordening aanpassing van het toezicht op centrale tegenpartijen"*

Wendt, F., 2015, *"Central Counterparties: Addressing their Too Important to Fail Nature"*, IMF Staff working papers

Lijst met afkortingen

AFM	Autoriteit Financiële Markten
BCBS	Bazels Comité voor Banktoezicht
BIS	Bank voor Internationale Betalingen (<i>Bank for International Settlements</i>)
CCP	Centrale tegenpartij (<i>central counterparty</i>)
CMG	Crisis Management Group
CPMI	Committee on Payments and Market Infrastructures
CRD IV	Capital Requirements Directive IV
CRR	Capital Requirements Regulation
CSD	Centrale effectenbewaarinstelling (<i>Central Securities Depository</i>)
CVA	Credit Value Adjustment
DNB	De Nederlandsche Bank
ECB	Europese Centrale Bank
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
ESMA	Europese Autoriteit voor effecten en markten
EU	Europese Unie
FSB	Financial Stability Board
FOLTF	Failing or likely to fail
GCM	General clearing member
ICM	Individual clearing member
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
ISA	Individual segregated accounts
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation
OSA	Omnibus segregated accounts
OTC	Over the counter
PFMI	Principles for Financial Markets Infrastructures
VMH	Variation margin haircutting

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

De Nederlandsche Bank N.V.
Postbus 98, 1000 AB Amsterdam
020 524 91 11
dnb.nl