

VOORZITTER

Berry van de Bunt,
BEBUNT Consultancy

DEELNEMERS

Daniel Allingham, ABN Amro Bank
Roger Coenen, Mylette Effecten
Tim Harrold, JP Morgan
Geert Jan Kremer, Kas Bank
Hans van Roekel, CSL Advisory
John Southgate, Northern Trust
Gijs van de Wouw, Holland Van Gijzen Advocaten
en Notarissen LLP

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met JP Morgan, Kas Bank en Northern Trust.

Foto s: Fotopersburo Dijkstra



COLLATERAL MANAGEMENT WORDT VEEL INGEWIKKELDER

Door Hans Amesz

Vooraf door het faillissement van Lehman Brothers en de bijna-ineenstorting van Bear Sterns werden tekortkomingen bij het beheer van het tegenpartijrisico en een gebrek aan transparantie binnen de over the counter (OTC) derivatenmarkt zichtbaar. Om daar verbetering in te brengen is de Europese Market Infrastructure Regulation (EMIR) ontworpen. Financial Investigator organiseerde een rondetafel discussie over Collateral Management, waarbij onder andere aan de orde kwam wat de grootste uitdagingen zijn waarmee banken, verzekeraars en pensioenfondsen worden geconfronteerd en wat de gevolgen van nieuwe regelgeving voor collateral managers zijn. Wat is de optimale structuur voor collateral management, moet het worden uitbesteed?

Door EMIR neemt alleen de transparantie toe?

Hans van Roekel: 'Er zal in zijn totaliteit juist minder transparantie komen.'

Roger Coenen: 'Gaaf het om transparantie van risico of van rapporteren?'

Van Roekel: 'Alleen op het gebied van rapporteren neemt de

transparantie toe, maar niet met betrekking tot de andere grote topics: kosten, risico en stabiliteit in de markt. De kosten gaan niet omlaag, het risico wordt niet kleiner en de stabiliteit niet beter.'

Tim Harrold: 'Het is te vroeg om nu al een voorspelling over de ontwikkeling van de kosten te doen. Duidelijk is dat de collateral-kosten zullen toenemen, maar de vraag is hoeveel daarvan wordt goedge maakt door lagere uitvoeringskosten.'



Geert Jan Kremer: 'Er komen meer transparante platforms waar gehandeld kan worden, waardoor de kosten naar beneden gaan. Toegang tot data is wezenlijk, die moeten niet alleen beschikbaar zijn voor de toezichthouder, maar voor alle betrokkenen.'

Van Roekel: 'Het risico wordt niet verminderd, het verschuift alleen maar. In de toekomst worden de risico's als het ware gebundeld in de CCP (Central Counterparty Clearing) met als gevolg dat je een specifieke tegenpartij niet kunt uitsluiten.'

John Southgate: 'Je tegenpartij is een zwaar gereguleerde en gekapitaliseerde centrale tegenpartij in plaats van een investeringsbank. Dat reduceert het tegenpartijrisico.'

Coenen: 'Risico kan niet worden weggenomen. Aan het eind van de dag komt het ergens terecht, of bij de CCP of bij een individuele tegenpartij. In het eerste geval gaat de concentratie niet noodzakelijkerwijs gepaard met een lager risico,

omdat sommige clearing members een lage credit rating kunnen hebben.'

Kremer: 'De CCP zal maar uit een paar heel grote spelers bestaan. Als er daarvan een in moeilijkheden komt, komt het hele systeem in moeilijkheden. Het concept van een CCP is nogal intrigerend, omdat het totale risico op een of twee plaatsen wordt geconcentreerd. De gevolgen daarvan moeten nog onderzocht worden.'

Wat zijn de grootste uitdagingen waarmee banken, verzekeraars en pensioenfondsen worden geconfronteerd met betrekking tot collateral management?

Harrold: 'Collateral management wordt aanzienlijk gecompliceerder. Er moet een onderscheid worden gemaakt tussen de buy side en de sell side. Sell side organisaties hebben hun collateral altijd gemanaged, misschien niet altijd op de meest

> Berry van de Bunt

is jurist. Van de Bunt is eigenaar van BEBUNT Consultancy en BEBUNT Interim- & Projectmanagement. Hij heeft Front to Back kennis van effectenprocessen. Daarbij een specialisatie in back office processen met een focus op Clearing & Settlement, Collateral Management en Transactieprocessing. Van de Bunt heeft ervaring opgedaan bij Euronext, LCH.Clearnet S.A. (MT lid), ING (projectmanagement ING Wholesale Banking) en Rabobank International (MT lid Securities Operations). Daarnaast is hij een ervaren management consultant en voormalig MT-lid van een financiële dienstverlener.





> **Daniel Allingham**

trad eind 2007 in dienst bij ABN Amro en is sinds 2009 verantwoordelijk voor het Collateral Financing team, bestaande uit specialisten op het gebied van Repo, Tri-Party Repo en Securities Lending. Van 2001 tot 2006 werkte Allingham voor HSBC in Londen als geldmarkthandelaar. Hij heeft een bachelor in Chemistry en Molecular Physics van de Universiteit van Nottingham en is een CFA Charterholder.

De potentiële kosten van het niet meenemen van alle mogelijke gevolgen van EMIR zullen substantieel zijn.

optimale wijze, maar zij weten tenminste wat collateral is. Voor een groot aantal buy side klanten geldt dat zij in het verleden nooit te maken hadden met collateral management en daar nu in toenemende mate wel mee geconfronteerd worden. Als ze niet oppassen, kan dit een blok aan het investeringsbeen worden.'

Van Roekel: 'Nogal wat pensioenfondsen beschikken niet over het juiste systeem om collateral op een dagelijkse basis te managen. Dat wordt een groot probleem, waar ik overigens weinig over lees of hoor.'

Harrold: 'Historisch gezien is vaak voor cash als collateral gekozen, omdat dat operationeel het gemakkelijkst was. Maar cash is niet de goedkoopste optie, en hoe meer collateral geboekt moet worden, hoe meer er naar alternatieven, in de vorm van andere assets, gekeken wordt. Daardoor wordt de zaak extra gecompliceerd.'

Coenen: 'Zonder namen te noemen kan ik bevestigen dat ook relatief grote pensioenfondsen nauwelijks weet hadden of hebben van hoe collateral gemanaged moet worden. Een oplossing is niet binnen een week voor elkaar te krijgen, dat kost veel tijd.'

Southgate: 'De toegenomen complexiteit is een zorg voor cliënten, net als het gebrek aan duidelijkheid rond kosten, tijdlijnen en de uiteindelijke definitie van de regels. We zien een toenemende trend van organisaties die vanwege deze complexiteit hulp zoeken bij het managen van hun collateral.'

Wat zal het gevolg voor collateral management zijn als institutionele beleggers, onder invloed van Europese wetgeving, moeten gaan meedoen aan central clearing? Zullen zij daarmee wachten tot de ontheffingsperiode is afgelopen?

Van Roekel: 'Iedereen is daarmee bezig, maar tot nu toe heb ik nog niet gezien dat er wezenlijke stappen zijn gezet. Aan de ene kant kan men het hele veld niet overzien, aan de andere kant zal men willen afwachten.'

Gijs van de Wouw: 'Een groot aantal kleine pensioenfondsen maakt gebruik van investment managers. Zij zullen er bij hun klanten op aandringen vooruit te kijken en het EMIR-systeem te introduceren met betrekking tot hun clearing of derivaten. Ik denk overigens niet dat er de komende paar maanden iets gebeurt. Niemand wil de eerste zijn, maar later zal iedereen (moeten) meedoen.'

Harrold: 'Veel instellingen zijn gefocust op het clearing-element en negeren de andere verplichtingen die uit de nieuwe wet- en regelgeving voortvloeien. Tot op zekere hoogte begrijp ik dat wel. Er zijn deadlines gedefinieerd met betrekking tot clearing and reporting, maar aan collateral zijn geen deadlines gesteld. Ik denk dat de potentiële kosten van het niet meenemen van alle mogelijke gevolgen van EMIR substantieel zullen zijn. Er moet een onderscheid gemaakt worden tussen de pensioenfondsen die onder EMIR en Dodd-Frank vallen als zij gebruikmaken van externe managers die in de Verenigde Staten zijn gevestigd. Veel van onze klanten zijn druk bezig met interne analyse, maar zijn zich er tevens van bewust dat de omstandigheden voortdurend veranderen. Als zij nu voor een afzonderlijke Clearing Broker kiezen, laten ze de mogelijkheid open om over een tijdje de clearing met andere partijen af te wikkelen. Veel van onze klanten hebben de keuze gemaakt om meer dan één Clearing Broker aan te stellen.'

Wat is de optimale structuur voor collateral management?

Kremer: 'Daar is geen eenduidig antwoord op te geven. Ten slotte is collateral management de resultante van een economische beslissing. We kunnen erover praten tot we een ons wegen, maar uiteindelijk moeten we de kosten van collateral management afwegen tegen de bereikte doelstellingen. Volgens mij kan collateral management nooit een back office activiteit zijn. Dat is het bij veel organisaties wel, maar hoort daar niet thuis, met name vanwege het risico.'

Southgate: 'Bij een grotere organisatie moet collateral management geïntegreerd zijn in het hele bedrijfsproces, dus kijkend naar het collateral van de onderneming als geheel, over alle business linies in plaats van geïsoleerd. Maar we zien ook fondsen met meerdere externe managers, waar het gevaar van inefficiëntie bestaat, die onderzoeken of hun collateral management gecentraliseerd kan worden.'

Van Roekel: 'Ik denk dat iedereen het ermee eens is dat collateral management geen winstbron zou moeten zijn, het gaat erom het risico te verkleinen.'

Kremer: 'Het hangt ervan af waar je in de markt zit. Voor een bank zou collateral management altijd een profit center moeten zijn. Een pensioenfonds kan dat beter vergeten: het is moeilijk winst te maken op je onderpand.'

Van Roekel: 'Je schept nieuw risico.'

Harrold: 'Over collateral management moet meer holistisch worden gedacht, als onderdeel van een groter geheel; daardoor ontstaat efficiency. Dat betekent dat er een optimale infrastructuur voor collateral management is. Zou het dan een profit center moeten zijn? Dat hangt af van de visie op effecten, lenen, repo's; of je van mening bent dat dit profit centers zijn of back office activiteiten. Ik zou denken dat het nu winstbronnen zijn. Je kunt het ene niet los zien van het andere en moet het geheel holistisch bekijken.'

Kremer: 'Het is geen goed idee voor een pensioenfonds om collateral management als een winstbron te beschouwen. Immers, collateral management dient er in de eerste plaats toe de risico's effectief te managen. Daarbij moet natuurlijk rekening gehouden worden met de kosten.'

Van de Wouw: 'In Nederland geldt dat pensioenfondsen een beleggingsbeleid moeten voeren dat in overeenstemming is met de 'prudent-person' regel. Uitgangspunt is dat de waarden uitsluitend worden belegd in het belang van de aanspraak- en pensioengerechtigden. Met behulp van swaps of derivaten winsten maken kan niet het (hoofd)doel zijn van een pensioenfonds. Collateral management betreft inderdaad het beheren



van risico's; het wordt een belangrijk deel van de operationele activiteiten en dus ook voor een groot deel een front office activiteit.'

Harrold: 'swaps, securities lending, repo's, collateral, alles wordt op den duur geïntegreerd. De buy-side partijen in het bijzonder zullen zich moeten afvragen hoe zij de afwisselende margins in cash moeten genereren ten behoeve van de clearing broker. Dat kan in de vorm van een repo of een securities lending transactie. Veel meer opties zijn er niet. Uiteindelijk zijn wij van mening dat portfolio managementstrategieën mede toegepast kunnen worden op collateral en in de toekomst zien wij collateral mogelijk gemanaged als een profit center.'

Coenen: 'Wat wordt bedoeld met profit? Optimaal maken of echt winst maken?'

Daniel Allingham: 'Je zou per definitie collateral management moeten optimaliseren.'

> Roger Coenen

startte zijn carrière bij Tilburg University. Vervolgens maakte hij de overstap naar beleggingsadvisering en private banking bij enkele gerenommeerde Nederlandse financiële instellingen. Vanuit een aantal functies op commercieel- en managementgebied vergaarde Coenen de nodige marktkennis. Vanaf 2007 was hij betrokken bij een opleider in de effectenbranche, uiteindelijk als Directeur. Vorig jaar trad hij in dienst bij Mylette Consultancy als Senior Consultant Risk Management & Investments. Inmiddels is Coenen een ervaren specialist op Financial Regulation, en dan in het bijzonder op: EMIR, Dodd-Frank, Basel, FTT en AIFMD.





> **Tim Harrold**

is in 2010 bij JP Morgan in dienst getreden. Momenteel is hij werkzaam als Executive Director binnen Collateral Management business development en is hij verantwoordelijk voor de Benelux en Scandinavië. Harrold heeft 20 jaar ervaring in de Securities Financing industrie; tot 2003 heeft hij als global head Sales Marketing bij Lehman Brothers Equity Finance Group gewerkt en vervolgens heeft hij verschillende functies vervuld als consultant waarin hij beneficial owners, principal owners, broker dealers en hedge funds heeft geadviseerd over de Securities Financing Industry.

Kremer: 'Hoe vaak beschikken pensioenfondsen, bijvoorbeeld in Nederland, niet over specifiek collateral? Mijn ervaring is dat zij bijna altijd de beschikking over het juiste type collateral hebben. Als het aanwezig is, is het inefficiënt er meer van te genereren. Voor de meeste pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen zal de beschikbaarheid van collateral zelden een issue zijn; wij kunnen bijna altijd aantonen dat ze genoeg hebben. De vraag is of er efficiënt gebruik van wordt gemaakt.'

Van de Wouw: 'Vaak hebben pensioenfondsen voldoende cash of staatsobligaties om aan hun verplichtingen tot het storten van collateral te voldoen, maar dat is niet altijd het geval. Zo moeten pensioenfondsen soms staatsobligaties 'lenen' (securities lending) van beleggingspools waarin zij deelnemers zijn.'

Hoe belangrijk is de kwestie van margin en collateral security?

Southgate: 'Ik denk dat dit een steeds belangrijker onderwerp wordt voor asset owners (pensioenfondsen en dergelijke). Zoals het er nu voorstaat, zijn clearing leden niet verplicht om

collateral voor de initial margin door te schuiven naar de clearinghuizen, tenzij het uit de juridische documentatie weg is onderhandeld. Ze hoeven slechts aan het clearinghuis duidelijk te maken dat ze goed zijn voor de totale margin call. Deze beleggingen kunnen vervolgens hergebruikt en gehypotheciseerd worden. Zelfs daar waar de beleggingen worden doorgeschoven naar het clearinghuis zullen, in het geval van een default, afhankelijk van de rekeningstructuur, de beleggingen worden omgezet naar cash in plaats van dat de beleggingen worden geretourneerd. In het slechtste scenario, bijvoorbeeld bij een nieuw Lehman Brothers event, zou het kunnen dat fondsen beleggingen terug moeten kopen tegen veel hogere koersen en daarmee een performanceklap moeten incasseren. Wij hebben met meerdere clearinghuizen gewerkt en geloven dat het meest zekere model voor klanten een tri or quad party custody account structure is, die ervoor zorgt dat alle in onderpand gegeven assets bij de custodian blijven. Zo is er geen settlement risico, omdat het gewoon om een interne rekeningbeweging gaat en de cliënt behoudt zijn assets in het geval van een mogelijk faillissement.'

Kremer: 'Dit wordt een heel belangrijk issue, niet alleen voor de initial margin, maar ook voor de variation margin. We weten dat een aantal CCP's de ontvangen cash investeert. Zeker, daarvoor bestaan strikte richtlijnen, maar wie is er niet geraakt toen Lehman Brothers failliet ging? Het is dus niet zo zeker dat je altijd je collateral terugkrijgt, je moet zo voorzichtig mogelijk zijn. Het is duidelijk dat de directe link van de CCP via EMIR naar de Europese Centrale Bank (ECB) niet bestaat. We moeten naar een gesegregeerde structuur, waarbij de posities van de cliënt en het collateral op verschillende rekeningen staan.'

Van Roekel: 'Hoe genereert zo'n systeem inkomen?'

Kremer: 'Niet.'

Van Roekel: 'Wie moet dat dan betalen?'

Kremer: 'Het pensioenfonds zou ervoor moeten betalen. De kosten moeten transparant zijn, evenals de CCP, die zo goedkoop mogelijk moet opereren.'



Harrold: 'We zijn het er naar alle waarschijnlijkheid over eens dat een full segregation model het meest attractief is, zowel vanuit het risico- als het collateral security-perspectief. De vraag is dan hoeveel zo'n full segregation model kost. Zolang we het antwoord niet kennen, is het heel moeilijk te voorspellen hoe de markt zo'n model zal opnemen. Als met zoveel in het leven, geldt ook hier dat er een afweging komt tussen absolute veiligheid en kosten.'

Kremer: 'Wat we in 2008 hebben gezien met betrekking tot de securities lending business, met cash collateral dat weer werd geïnvesteerd, was een heel goedkope oplossing voor de klanten. Maar uiteindelijk kwamen zij, doordat de markt inklapte, in heel grote problemen.'

Van de Wouw: 'De ene CCP zal een gesegregeerde rekeningenstructuur gaan gebruiken, de andere niet. De onderhandelingspositie van pensioenfondsen is sterk, waardoor zij een belangrijke rol kunnen spelen bij het afdwingen van een gesegregeerd systeem.'

Van Roekel: 'De pensioenfondsen zullen zeker voor zo'n systeem kiezen.'

Harrold: 'De vraag full segregation of individual segregation is interessant. EMIR schrijft geen full segregation voor, maar sommige CCP's kijken wel degelijk naar een full segregation model. Het volgende probleem is dat elke CCP zijn eigen model kiest, waardoor ze allemaal van elkaar verschillen. Dat maakt het collateral proces nog gecompliceerder.'

Van de Wouw: 'Er blijft sprake van segregatie.'

Harrold: 'Ja, in het geval van individual segregation krijg je bij een faillissement van zowel een GCM (General Clearing Member) als een van haar klanten niet het onderpand terug maar de cashwaarde daarvan. Een CCP heeft de mogelijkheid om 'vergelijkbare' assets te retourneren, maar aangezien dit geen verplichting is, kan een investeerder die ervan uitgaat bepaalde assets in bezit te hebben, worden geconfronteerd met het feit dat dit niet meer van toepassing is aangezien er geld wordt teruggestort. Voor de meeste partijen is dat een risico.'

> Geert Jan Kremer

is in 1996 in de vermogensbeheermarkt gestart bij PVF Pensioenen. Daar heeft hij de Treasury afdeling geprofessionaliseerd. In 2000 maakt Kremer de overstap naar Achmea Holding waar hij verantwoordelijk was voor de treasury activiteiten van Achmea, Achmea Bank en Staalbankiers. Sinds 2008 werkt Kremer bij KAS BANK. In zijn huidige functie als Managing Director van de afdelingen Treasury en Institutional Risk Management is hij onder meer betrokken bij EMIR en MiFID2.

Het concept van een CCP is nogal intrigerend, omdat het totale risico op een of twee plaatsen wordt geconcentreerd.

Van de Wouw: 'We gaan dus mogelijk veel pensioenfondsen zien die een CCP hebben met een gesegregeerd systeem.'

Harrold: 'We hebben uitsluitend op de collateral modellen gefocust, maar we kunnen het feit niet negeren dat de liquiditeit van de afzonderlijke CCP's verschillend is en daarom ook de prijsvorming. De keuze voor een bepaalde CCP hangt af van een combinatie van factoren, niet alleen van collateral security, maar bijvoorbeeld ook van de uitvoeringsprijs.'

Kremer: 'Dan zijn we terug bij de notie dat collateral management onderdeel is van de hele economie van de transactie. Het is een van vele stappen die moeten worden genomen en pensioenfondsen dienen daar heel zorgvuldig naar te kijken. Alleen maar naar de gevolgen van collateral management kijken is te kleingeestig. Uiteindelijk zullen er meer CCP's komen, want de Europese Unie (EU) zal niet accepteren dat er maar één is. Er moet dus een keuze worden gemaakt en ik denk dat pensioenfondsen en verzekeraars dat met behulp van een heel eenvoudige checklist zullen doen.'

Coenen: 'Hoe gaan we dat aan de buy-side klanten vertellen? Hoe krijgen we ze daarvan bewust?'

Van Roekel: 'Een kwestie van opvoeden.'

Kremer: 'De nadruk moet echt op educatie liggen. Als je er van buitenaf naar kijkt, lijkt het een enorm gevaarte om aan te pakken. Als je naar de details kijkt, kan het allemaal vrij makkelijk gemanaged worden: je moet het gevaarte als het ware in stukjes knippen. Er moeten wel een paar heel belangrijke beslissingen worden genomen, bijvoorbeeld die over de al dan niet gesegregeerde rekeningen.'





> Hans van Roekel

startte zijn carrière bij Barclays Bank PLC waar hij verschillende managementfuncties wereldwijd heeft bekleed. In 1998 maakte hij de overstap naar SPF Beheer bv waar hij lid was van het managementteam vermogensbeheer met verantwoordelijkheid voor Operations & Control. Sinds 1 januari 2010 is Van Roekel vroegtijdig gestopt bij SPF Beheer en is nu eigenaar van CSL Advisory, een adviesbureau voor custody en securities lending.

Moet collateral management worden uitbesteed?

Van de Wouw: 'Dat hangt er natuurlijk vanaf. Voor nogal wat partijen is het voordeliger om het uit te besteden. Over de echt grote pensioenfondsen in Nederland, die op reguliere basis worden geadviseerd over EMIR en Dodd-Frank, hoeven we ons geen zorgen te maken. Er zijn echter ook pensioenfondsen die heel veel te beleggen hebben en niet zo professioneel zijn als de eerder genoemde pensioenfondsen.'

Harrold: 'Het is belangrijk dat klanten de flexibiliteit hebben om hun collateral proces optimaal te managen. Op verschillende tijdstippen, afhankelijk van de marktomstandigheden, moeten ze ervoor kunnen kiezen om bijvoorbeeld cash als collateral te plaatsen en geen effecten. Maar dat zou een slechte keuze zijn als de overweging is dat ze alleen cash als collateral kunnen managen. Je moet je afvragen welke infrastructuur je nodig hebt om aan al je toekomstige eisen te kunnen voldoen, ongeacht de soort collateral die je wilt deponeren. Dat is echt heel moeilijk. Makkelijker is om de zaak uit te besteden.'

Kremer: 'Als het contract getekend wordt, moet men weten dat er altijd collateral op het juiste moment zal zijn. Er moeten echter niet te veel keuzes worden geboden, want dan kunnen bijvoorbeeld de Nederlandse pensioenfondsen de komende tien jaar vergaderingen beleggen zonder ooit tot een besluit te komen. Men wil een eenvoudige oplossing.'

Harrold: 'Ik hoorde in dit verband een prachtige uitdrukking: klanten willen een glas melk en niet de hele koe. Maar de melk komt wel van de koe en je wilt weten hoe je bij de koe komt om aan de melk te komen. Het voordeel van uitbesteding is dat je niet de hele koe hoeft te nemen. Er bestaat echter geen standaardoplossing, want verschillende klanten hebben verschillende wensen en daar moet de oplossing op aansluiten.'

Southgate: 'Of fondsen van een bepaalde omvang wel of niet kunnen profiteren van uitbesteding, is niet eenduidig te zeggen. We zien klanten van verschillende omvang die, variërend tussen 10 en 100 CSA's managen en op zoek zijn naar een partij om hun collateral management aan uit te besteden. Het is

vaak kostenefficiënter om te bogen op externe expertise en we zien momenteel klanten die onafhankelijker van hun externe managers willen worden, maar niet de kunde hebben om te gaan met additionele complexiteit.'

Hoe belangrijk is collateral optimization?

Allingham: 'Het is in ieder geval gecompliceerd. De laatste vijf, zes jaar trainen wij onze klanten, vooral diegenen die minder professioneel zijn. Dat werkt goed, je kunt goedkoper, sneller en effectiever optimaliseren.'

Van de Wouw: 'Komt er een run op investment managers, banken of andere tegenpartijen, die goed in staat zijn om pensioenfondsen of andere partijen op dit gebied te adviseren? Ik vraag me af of veel kleinere investment managers de benodigde expertise wel hebben.'

Allingham: 'Ik denk dat de fondsen meer het advies van de custodians zullen zoeken dan van de banken.'

Southgate: 'Optimaliseren is nu een integraal onderdeel van collateral management. In die zin is het belangrijk dat klanten als het ware wakker worden gemaakt voor de noodzaak collateral efficiënt te managen door 'thought-leadership' en educatie. Meer en meer klanten zien dit nu als een fundamentele behoefte.'

Harrold: 'Optimization, voorafgaand aan transformation, wordt van cruciaal belang.'

Kremer: 'Collateral management is er niet om winst te maken. Je moet het simpel houden. Het probleem begint als geprobeerd wordt om op het collateral geld te verdienen, want dan wordt het heel ingewikkeld. Dat zie je in de securities lending business. Als collateral management wel wordt gezien als een winstbron, dan genereer je additioneel risico. De klanten moeten zich altijd afvragen wat zij willen bereiken. Als ze normale risicomanagement posities willen, dan niet op een tripartiete basis.'

Harrold: 'Securities lending is, zolang als ik me kan herinneren, een gereguleerd T+0 marge proces. Daarentegen hanteert de

derivatenmarkt een T+1 marge proces en in de toekomst zal de derivatenwereld dichter naar een T+0 proces bewegen. Als je onderpand wilt afgeven op een T+0 basis buiten een tripartiete platform om, dan is dit heel lastig.'

Van Roekel: 'Na tien jaar onderhandelen en denken is men tot de conclusie gekomen dat het waarschijnlijk niet mogelijk is collateral op T plus zero basis te verpanden.'

Harrold: 'De Bank of England publiceerde onlangs een document waarin geprobeerd wordt te berekenen hoeveel additioneel collateral de industrie nodig heeft. Als collateral effectief gemanaged wordt dan zal dit ter grootte zijn van honderden miljarden en niet van biljarden. Vanuit ons perspectief, als tri-party-agent, zal een tripartiete structuur beslissend zijn voor een efficiënt collateral management proces.'

Kremer: 'Het is essentieel voor een efficiënt proces, maar alleen voor een proces dat deze efficiency nodig heeft. We moeten voorzichtig zijn met het verkopen aan onze klanten van een oplossing voor een probleem dat we zelf geschapen hebben. Tripartiet collateral management is een belangrijk instrument, maar niet altijd.'

Harrold: 'De eenvoudige oplossing is niet altijd de meest kosteneffectieve. Per definitie geldt dat hoe meer flexibiliteit klanten hebben om hun collateral te managen, hoe goedkoper hun collateral wordt.'

Kremer: 'Als de marginale waarde van je collateral nul is, waarom dan optimaliseren?'

Zal er onder EMIR een run op triple A overheidsobligaties ontstaan? Er zijn nog maar elf landen die van de drie belangrijkste credit agencies de AAA-status hebben gekregen.

Van Roekel: 'Ik denk dat we een stap terug moeten doen: van triple A naar double A of misschien wel single A.'

Allingham: 'De manier om de vraag naar triple A of double A te beperken, is de margin op aandelen-collateral te verlagen.'



Aandelen zijn immers een van de grootste asset classes in de wereld. Als dat gebeurt, verdwijnt de stress van het tekort aan geschikt overheidspapier.'

Kremer: 'De CCP's accepteren verschillende soorten collateral. Ik kan niet bedenken waarom we niet naar double A zouden gaan.'

Coenen: 'De vraag is hoeveel de oordelen van de rating agencies waard zijn. Standard & Poor's heeft, voor de eerste keer in de geschiedenis, de kredietstatus van de Verenigde Staten verlaagd van AAA naar AA+. De markt reageerde hier helemaal niet op. Hetzelfde gebeurde met de verlaging van de kredietstatus van Engeland door Moody's, ook hier werd nauwelijks op gereageerd.'

> John Southgate

is binnen Northern Trust verantwoordelijk voor de productontwikkeling rond derivaten en collateral management voor haar corporate en institutionele klanten in EMEA. Sinds zijn start bij Northern Trust in 2011 richt Southgate zich met name op de implementatie van over-the-counter (OTC) central counterparty clearing (CCP) als gevolg van EMIR (European Markets Infrastructure Regulation) en Dodd Frank (Act Title VII). Southgate heeft meer dan 12 jaar ervaring in de bankwereld, voornamelijk bij Investment Banks waaronder Citigroup, Lehman Brothers en Nomura.





> **Gijs van de Wouw**

is sinds 2006 werkzaam op de sectie Bank- en Effectenrecht van Holland Van Gijzen Advocaten en Notarissen LLP. Van de Wouw is gespecialiseerd in transactie- en advieswerk op het gebied van finance & capital markets en houdt zich onder meer bezig met het uitonderhandelen van ISDA documentatie namens pensioenfondsen en het adviseren over financieringen en zekerheden in brede zin.

Kremer: 'Als geïnvesteerd wordt in triple A voor een buy-and-hold strategie en dat papier krijgt een slechtere beoordeling, is dat een enorm risico. We kunnen lang over de betekenis van ratings praten, maar uiteindelijk zijn ze minder relevant wanneer dagelijks de waardeveranderingen van het onderpand worden verrekend dan een buy-long strategie. Ik denk dat er belangrijker zaken zijn om ons zorgen over te maken. Als we van een aantal rating agencies een mindere rating, bijvoorbeeld AA in plaats van AAA, accepteren, voorzie ik op dit moment geen grote problemen, zeker niet als initial margin als extra zekerheid wordt gebruikt.'

Allingham: 'Als er twee verschillende ratings zijn, wint de laagste.'

Kremer: 'Als bank boeken wij de laagste kwaliteit het eerst, wat normaal is. Voor pensioenfondsen zijn er geen redenen andere beslissingen te nemen. Liquiditeitsanalyses van pensioenfondsen wijzen uit dat zij enorme derivatenposities kunnen hebben en toch nog beschikken over genoeg collateral om margin te boeken.'

Harrold: 'We kunnen niet aannemen dat alle partijen hetzelfde zijn; klanten hebben verschillende wensen en eisen. Er is en wordt nog steeds veel onderzoek gedaan of er in de wereld voldoende liquiditeit aan staatsleningen aanwezig is. In de toekomst zal de collateral mix uit meer dan alleen staatsleningen bestaan. Het BCBS/ IOSCO document met betrekking tot margin-vereisten voor non-cleared derivaten vermeldt een bredere mix van geaccepteerd collateral, inclusief bedrijfsleningen met hoge kredietrating en aandelen genoteerd op de meest gangbare effectenbeurzen.'

Van de Wouw: 'Zal er misschien ook een run ontstaan op eersterangs waardepapieren met een kortere looptijd? Na Griekenland en andere landen zijn we onlangs met Cyprus geconfronteerd en we weten niet wat ons nog te wachten staat. Worden niet de schuldpapieren met een korte looptijd, of ze nu de triple A kredietstatus hebben of een wat lagere, de veiligste effecten?'

Van Roekel: 'Dat zou kunnen. De looptijd wordt nu ook al meegenomen in de beoordeling van collateral.'

Wat vinden jullie van collateral transformaties?

Kremer: 'Stel, er ontstaat een enorme schok in de markt. Alle pensioenfondsen en verzekeraars moeten dan in het slechtste geval cash 'ophoesten'. Banken zullen niet in staat zijn die transformatie uit te voeren, hun balansen kunnen dat niet aan, en zij moeten de zaak sluiten. Dat zagen we gebeuren bij Lehman Brothers. Is dit een van de mogelijke gevolgen van wat we nu aan het opzetten zijn? Ik zie dit als het grootste probleem voor de toekomst.'

Allingham: 'De veronderstelling is dat de banken zoveel leveragen als is toegestaan. Banken zullen echter nooit meer



tot pre-crisis niveaus gaan, omdat zij dat eenvoudigweg niet kunnen. Deleveraging is nog steeds de trend in de markt.'

Coenen: 'Er moeten eerst veel vragen worden beantwoord voordat we collateral kunnen omzetten, wat in theorie prachtig is. Wat accepteren we als collateral? Wat zegt de CCP? Wat wil de clearing member? Waar vindt de transformatie plaats? Op CCP - of op clearing member-niveau?'

Kremer: 'Als we afhankelijk zijn van collateral transformation krijgen we te maken met nieuw systematisch risico. Uit de EMIR-discussie moet een model ontstaan dat min of meer transformatie-vrij is.'

Southgate: 'Wij hebben klanten die zich bezorgd maken over de beschikbaarheid van cash voor de variation margin, zelfs als zij een overvloed aan geschikt collateral hebben voor de initial margin.'

Harrold: 'Historisch gezien hebben de banken altijd voor liquiditeit gezorgd. Ik praat met klanten die long cash zitten en de markt van liquiditeit willen voorzien, omdat zij zien dat andere buy-side klanten liquiditeit nodig hebben. Dat is een mogelijkheid. Het gevolg daarvan is dat de repo-markt zal veranderen.'

Southgate: 'Voor custodians is dit een belangrijke ontwikkeling: aan de ene kant staat een cliënt die liquiditeit wil verschaffen en aan de andere kant staat een cliënt die te weinig cash of collateral heeft. De custodian is goed gepositioneerd om beide cliënten te helpen en dit zou ook kunnen leiden tot een gesegregeerd model waar de beleggingen de custodian niet hoeven te verlaten.'

Kremer: 'Dan ontstaan er dus een soort nevenbankactiviteiten tussen de buy-side klanten. Je kunt heel ruwweg, gegeven de mate van hedging, berekenen hoeveel cash de pensioenfondsen moeten deponeren. Ik denk dat het systeem daartoe niet in staat is. Banken zouden daartoe in staat zijn door assets bij de ECB onder te brengen in ruil voor cash. Maar dat staan hun balansen niet toe, er zijn geen buffers in het systeem om dat te managen. Dus elk model met alleen maar cash als variation margin zal grote problemen veroorzaken. Dit punt moet echt opgelost worden. Alleen maar naar de gevolgen van collateral management kijken is te kleingeestig. Uiteindelijk zullen er meer CCP's komen, want de Europese Unie (EU) zal niet accepteren dat er maar één is. Er moet dus een keuze worden gemaakt en ik denk dat pensioenfondsen en verzekeraars dat met behulp van een heel eenvoudige checklist zullen doen.' «



CONCLUSIE

Door nieuwe regelgeving wordt collateral management, dat overigens onderdeel is van de hele economie van de transactie, aanzienlijk gecompliceerder. Omdat er een zwaar gereguleerde en gekapitaliseerde centrale tegenpartij komt, wordt het totale tegenpartijrisico wellicht gereduceerd, maar de precieze gevolgen van het feit dat het totale risico op een of twee plaatsen wordt gereduceerd, moeten nog onderzocht worden. De collateral-kosten nemen toe, maar daar staan lagere uitvoeringskosten tegenover. De kwestie van margin en collateral security wordt een heel belangrijk issue; zowel vanuit

het risico- als het collateral security-perspectief is het full segregation model waarschijnlijk het meest attractief. Optimaliseren is een integraal onderdeel van collateral management. Klanten moeten zich bewust zijn van de noodzaak collateral efficiënt te managen. Collateral transformaties zijn in theorie prachtig, maar voordat collateral kan worden omgezet moeten er nog veel vragen worden beantwoord als: Wat accepteren we als collateral?, Wat zegt de CCP?, Vindt de transformatie plaats op CCP- of clearing member-niveau?