

Collateral & liquiditeitsmanagement: van 2 naar 1

Of het nu gaat om een hypotheeklening, een effectenkrediet of een over-the-counter (OTC) derivaat: onderpand geeft zekerheid indien de tegenpartij niet aan haar betalingsverplichtingen kan voldoen. Onderpand speelt door EMIR-wetgeving een prominenter rol bij het aangaan van OTC-derivaten. Hierdoor is het integraal uitvoeren van collateral & liquiditeitsmanagement essentieel. Marcel Kruse, Senior Balance Sheet Manager bij KAS BANK Risk Solutions, gaat in op een aantal vragen over dit onderwerp.

Waarom moeten partijen onderpand uitwisselen? Wat is er nu anders?

'Na de kredietcrisis van 2008, waarbij het financiële systeemrisico werd getest door het omvallen van meerdere banken, werd nieuwe wetgeving geïntroduceerd, namelijk EMIR: European Markets Infrastructure Regulation. Hierin werd een drietal zaken geregeld, namelijk inzicht in de uitstaande derivaten door verplicht rapporteren aan een trade repository, het verminderen van het tegenpartijrisico door een

verplichtstelling van centraal clearen van derivaten, en het reguleren van de bilaterale derivatenmarkt. Vooral de laatste twee wijzigingen hebben niet alleen invloed op de inrichting en uitvoering van het collateral management, maar ook op de beleggingskeuzes an sich. Daarmee heeft EMIR zowel directe als indirecte effecten op het beleggingsbeleid van institutionele beleggers.'

Wat verandert er precies met EMIR-wetgeving?

'De grootste uitdaging van het centraal clearen van OTC-derivaten is de verplichting om cash onderpand te storten. Dit is ook de reden dat pensioenfondsen nog steeds niet zeker zijn of en wanneer ze centraal moeten clearen. Het reguleren van de bilaterale derivatenmarkt heeft geleid tot nieuwe afspraken over onderpand. Sinds 1 maart 2017 is het bijvoorbeeld verplicht om voor een valutaswap onderpand uit te wisselen. Institutionele beleggers die een valutaswap met een bank willen verhandelen, moeten hiervoor een ISDA-CSA afsluiten. Een ISDA-CSA is een gestandaardiseerd contract waarin bepalingen van het derivaat en het onderpand zijn geregeld. Een belangrijk verschil met het verleden is dat onderpand tweezijdig geregeld moet zijn. Een institutionele belegger is hierdoor verplicht om de uitvoering van het collateral management in te richten.'

Dus door het tekenen van een ISDA-CSA is nog niet voldaan aan EMIR-wetgeving?

'Klopt, nog niet helemaal. Door het ISDA-CSA contract te tekenen, zijn afspraken over onderpand, zoals welk onderpand, de frequentie van uitwisselen en de minimale waarde-uitwisseling van het onderpand, vastgelegd. Wat echter ontbreekt, is de uitvoering van het collateral management.

Een ISDA-CSA is een gestandaardiseerd contract waarin bepalingen van het derivaat en het onderpand zijn geregeld.



MARCEL KRUSE

De keuze om het renterisico van de verplichtingen af te dekken met centraal geclearde renteswaps heeft via het collateral management impact op de liquiditeitspositie van het fonds.

Denk hierbij aan de bepaling van de waarde van het derivaat, het reconciliëren van deze waarde met de tegenpartij en de uitwisseling van het onderpand. Als dit niet geregeld is, kunt u niet voldoen aan EMIR-wetgeving die per 1 maart 2017 van kracht is geworden.

Voor het centraal clearen van derivaten brengt het voldoen aan EMIR-wetgeving een extra complicatie met zich mee, dit komt door het cash onderpand. U moet niet alleen onderpand uitwisselen in de vorm van obligaties, zoals bij bilaterale derivatentransacties, maar u moet Initial Margin storten en cash onderpand kunnen leveren voor de Variation Margin. De voornaamste uitdaging hierbij is: hoe komt u aan cash onderpand? De meeste institutionele beleggers hebben immers geen grote bedragen cash op de balans staan.'

Hoe zorg je voor voldoende cash?

'Efficiënt liquiditeitsmanagement begint met een integraal beleggingsbeleid, waar liquiditeitsbeleid onderdeel van uitmaakt. De keuze om het renterisico van de verplichtingen af te dekken met centraal geclearde renteswaps heeft via het collateral management impact op de liquiditeitspositie van het fonds. Hiermee moet u dus rekening houden bij het nemen van beleggingsbeslissingen.

Er zijn meerdere bronnen van liquiditeit, maar ze zijn niet allemaal voor iedereen beschikbaar. Daarnaast is er een verschil in de mate van liquiditeit in situaties van financiële stress. De belangrijkste liquiditeitsbron is het aanhouden van cash op de balans. Ondanks de hoge kosten is cash onmisbaar in ieder liquiditeitsbeleid. Verder zijn er allerlei liquiditeitsbronnen waarbij cash kan worden verkregen door zekerheden, zoals obligaties, aan de tegenpartij als onderpand te geven. Bekende voorbeelden hiervan zijn repo's (repurchase agreements) en securities lending.'

Wat gebeurt er als je het liquiditeitsmanagement niet goed inricht? Of als je onvoldoende onderpand hebt?

'Een tegenpartij verwacht dat de partij waarmee zij handelt kan voldoen aan een verzoek tot het storten van onderpand. Indien je verzaakt onderpand te leveren, kan dit leiden tot het afwikkelen van de positie. Dit is niet wat je wilt. De positie is vaak ter afdekking van het rente- en/of valutarisico. Door het afwikkelen/sluiten van de positie ontstaat er ongewenst risico.'

Hoe komt het dat EMIR impact heeft op de inrichting van de beleggingsorganisatie als geheel?

'Voorheen werd collateral management separaat aangestuurd. De collateral manager bepaalde het uit te wisselen onderpand en zorgde voor de overboeking naar de onderpandrekening. Deze functie werd vaak in de backoffice uitgevoerd. De cash manager zorgde voor de dagelijkse betalingen en het beheer van de bankrekening. Deze functie werd vaak in de frontoffice uitgevoerd. Dit werkt prima in een omgeving waarbij er voldoende onderpand is. Pensioenfondsen en verzekeraars hadden traditioneel ook voldoende obligaties. Daarnaast had de collateral manager de hele dag de tijd om het onderpand over te maken. Bij centraal geclearde derivaten is cash onderpand nodig. Dit is niet altijd voorradig en er kan wel tot zes keer per dag onderpand worden gevraagd. Deze dynamiek zorgt ervoor dat de collateral manager snel moet kunnen schakelen met zijn liquiditeitsmanager.

Echter, door EMIR is het van belang dat bij de keuze voor een belegging de kosten van het onderpand in de overweging worden meegenomen. Een vraagstuk kan zijn bij welke centrale tegenpartij het fonds de beste netteringsmogelijkheden heeft. Het is daarom belangrijk dat de balansmanager die de transactie uitvoert al voor het uitvoeren van de transactie schakelt met de collateral manager. Indien onvoldoende cash aanwezig is, kan de liquiditeitsmanager een repo afsluiten, tijdelijk krediet opnemen of zelfs overgaan tot het verkopen van stukken in de portefeuille. Hierbij is het vooral van belang om vooraf goed vast te leggen welke liquiditeitsbronnen mogen worden gebruikt en wat de te hanteren volgorde van de verschillende liquiditeitsbronnen is.' «

Door EMIR is het van belang dat bij de keuze voor een belegging de kosten van het onderpand in de overweging worden meegenomen.

EMIR-wetgeving heeft grote impact op het handelen en het collateral management van OTC-derivaten.

Voor het centraal clearen van OTC-derivaten is cash onderpand de grootste uitdaging.

Integraal beheer van collateral management en liquiditeitsmanagement is essentieel.