

# Masterscriptie Financieel Recht



Universiteit Leiden

## Segregatie en portabiliteit: Is de redding van een zinkend schip nabij?

Bieden de regels op het gebied van segregatie en portabiliteit in EMIR een adequaat beschermingsmechanisme aan de end-user van OTC-derivaten in geval van faillissement van een clearing member en hoe zou dat beschermingsmechanisme in het Nederlandse faillissementsrecht kunnen worden ingepast?

**Naam:** Astrid Schouten  
**Datum:** 21 januari 2014  
**Studentnummer:** s1303341  
**Scriptiebegeleider:** Prof. mr. W.A.K. Rank  
**Aantal woorden:** 22.983 (excl. voetnoten)

**Naam:** Astrid Schouten  
**Studentnummer:** s1303341  
**Telefoonnummer:** 0622675337  
**E-mailadres:** [schouten.a1990@gmail.com](mailto:schouten.a1990@gmail.com)  
**Scriptiebegeleider:** Prof. mr. W.A.K. Rank  
**Tweede lezer:** Prof. mr. drs. M. Haentjens  
**Aantal pagina's:** 103

# Inhoudsopgave

<b>1. Inleiding</b>	<b>5</b>
<b>2. Handel in OTC-derivaten</b>	<b>8</b>
2.1 Inleiding	8
2.2 (OTC-)derivaten – definitie ontleed	8
2.3 Basistypen OTC-derivaten	9
2.3.1 Termijncontracten	9
2.3.2 Opties	9
2.3.3 Swaps	10
2.4 Bilateraal gesloten transacties	10
2.4.1 ISDA documentatie	11
2.4.2 Geconstateerde tekortkomingen OTC-derivaten	13
2.4.3 Oplossing: centrale clearing	14
<b>3. Verplichte clearing van OTC-derivaten</b>	<b>16</b>
3.1 Inleiding	16
3.2 Spelers	16
3.2.1 Central Counterparty (CCP)	16
3.2.2 Clearing member	18
3.2.3 End-user	20
3.2.4 European Securities and Markets Authority	20
3.3 Verplicht clearingregime	21
3.3.1 Financiële en niet-financiële tegenpartijen	21
3.3.2 Geschikte OTC-derivaten	23
3.4 SwapClear	26
3.4.1 Principal en agency model	26
3.4.2 Opname van transacties in het SwapClear clearingsysteem	26
3.4.3 Uitwisselen van zekerheden	30
3.5 Settlement	33
<b>4. Default management</b>	<b>35</b>
4.1 Inleiding	35
4.2 Segregatie	36
4.2.1 Regels op het gebied van segregatie in EMIR	36
4.2.2 Aandachtspunten bij de keuze voor omnibus cliëntsegregatie	38
4.2.3 Aandachtspunten bij de keuze voor individuele cliëntsegregatie	40
4.3 Default procedures	41
4.3.1 Regels met betrekking tot default procedures in EMIR	41
4.3.2 Default procedure SwapClear – faillissement van een clearing member	42
<b>5. Bescherming van end-users op basis van EMIR</b>	<b>48</b>
5.1 Inleiding	48
5.2 Toezichtmechanisme voor clearing members	49
5.3 Segregatie	50
5.3.1 Segregatie op het niveau van de clearing member	50
5.3.2 Administratieve segregatie	52
5.4 Portabiliteit	54
5.4.1 Wettelijke grondslag portabiliteit op het niveau van de clearing member	54
5.4.2 Afdwingbaarheid van de overdracht van posities	57
5.4.3 Afdwingbaarheid van de overdracht van zekerheden	63
5.4.4 Praktische uitvoerbaarheid	69
5.4.5 Overige aandachtspunten	71
5.5 Tussenconclusie	72

<b>6. Bescherming van end-users naar Nederlands recht .....</b>	<b>73</b>
6.1 Inleiding .....	73
6.2 Toepasselijk recht.....	74
6.3 Segregatie naar Nederlands recht .....	75
6.3.1 Adequate regelingen ter vrijwaring van eigendomsrechten van cliënten .....	76
6.3.2 Probleem eigendomsbescherming bij derivaten.....	79
6.3.3 Tussenconclusie.....	80
6.4 Portabiliteit naar Nederlands recht.....	81
6.4.1 Overdrachtsregeling in de Wet giraal effectenverkeer.....	81
6.4.2 Bezwaren ten aanzien van de overdrachtsregeling in de Wge.....	82
6.4.3 Tussenconclusie.....	83
6.5 Invloed Nederlands faillissementsrecht op de portabiliteit .....	83
6.5.1 Bestanddelen van de faillissementsboedel .....	84
6.5.2 Ontbinding van rechtswege .....	85
6.5.3 Afkoelingsperiode .....	86
6.6 Voorstel tot aanpassing van de Faillissementswet .....	86
6.6.1 Individuele aanpassing van faillissementsbepalingen.....	87
6.6.2 Collectieve aanpassing van de Faillissementswet.....	88
6.6.3 Aanpassing van artikel 21 van de Faillissementswet.....	89
6.7 Tussenconclusie .....	90
<b>7. Conclusie.....</b>	<b>92</b>
<b>Lijst van verkort aangehaalde literatuur .....</b>	<b>94</b>

## 1. Inleiding

Derivaten maken al sinds lange tijd deel uit van het financiële instrumentarium dat banken en beleggers ten dienste staat. De wereldwijde markt voor derivaten die niet ter beurze worden verhandeld maar *over-the-counter* (OTC) is sterk gegroeid sinds het begin van deze eeuw.<sup>1</sup> Deze financiële instrumenten werden eens door Warren Buffet omschreven als *financial weapons of mass destruction*<sup>2</sup> en zijn een belangrijk onderdeel geworden van de financiële systemen. Dat werd eens temeer benadrukt door de meest recente financiële crisis.

De val van Lehman Brothers Holding Inc. op 15 september 2008 wordt gezien als de officiële start van de financiële crisis. De combinatie van riskant gebruik van derivaten en een ontoereikende solvabiliteit is van invloed geweest op de val van Lehman Brothers.<sup>3</sup> Eén van de dochterondernemingen, Lehman Brothers Special Financing Inc., had een portefeuille rentederivaten met een enorme onderliggende waarde.<sup>4</sup> Vanwege de omvang van de derivatenportefeuille bestond de vrees dat een faillissement de OTC-derivatenmarkt zou doen instorten en de stabiliteit van de financiële markten in gevaar zou brengen. LCH.Clearnet Limited, handelend onder de naam SwapClear, fungeerde destijds als *central counterparty* ten aanzien van de clearing van de derivatenportefeuille en was ten tijde van de val belast met de afwikkeling van deze portefeuille. Clearing is, kort gezegd, het afwickelen van derivatentransacties via een centrale clearingorganisatie (*central counterparty*, hierna: CCP). Een CCP plaatst zich tussen de marktpartijen die een transactie zijn aangegaan. Daarmee garandeert de CCP dat verplichtingen worden nagekomen als een tegenpartij van de CCP failliet gaat. Adequaats risicomanagement is daarbij cruciaal. Door de handelwijze van LCH.Clearnet is voorkomen dat de OTC-derivatenmarkt is ingestort.<sup>5</sup> De wijze waarop SwapClear is omgegaan met het faillissement van Lehman Brothers oogst veel lof en wordt gebruikt als reden om verplichte clearing van OTC-derivatentransacties te verdedigen.<sup>6</sup>

---

<sup>1</sup> In 2012 stond voor ongeveer USD 600.000 miljard aan OTC-derivaten uit, gewaardeerd op basis van de som van de onderliggende waarden. Zie: BIS Quarterly Review, december 2012, p. 19.

<sup>2</sup> Zie voor de volledige context van deze uitspraak: Warren Buffet's letters to Berkshire shareholders 2002, <[www.berkshirehathaway.com](http://www.berkshirehathaway.com)>.

<sup>3</sup> Zie voor een uitgebreide beschrijving van de gebeurtenissen rondom Lehman: Graaf & Stegeman 2011b, paragraaf 3.2.2.

<sup>4</sup> De onderliggende waarde bedroeg circa USD 9.000 miljard. De totale portefeuille bestond uit 66.930 transacties in vijf verschillende valuta. Zie: Valukas Rapport 2010, p. 569.

<sup>5</sup> 'LCH.Clearnet successfully closed out its positions without using all of the margin it had available to support the post-default process. This illustrates the ability of a clearing house to protect market participants from bilateral counterparty risk, even in the event of default of a major participant.' Zie: Bank of England, Financial Stability Report, Issue no. 24, oktober 2008, p. 20.

<sup>6</sup> Monnet 2010, p. 7.

Tot voor kort was er nauwelijks wetgeving specifiek toegesneden op clearing. Met de inwerkingtreding van de *European Markets Infrastructure Regulation* (EMIR)<sup>7</sup> bestaat er binnen de Europese Unie een juridisch kader voor CCP's en clearing in het algemeen en wordt voldaan aan de behoefte aan regulering op de OTC-derivatenmarkten. Achtergrond van deze verordening is dat naar aanleiding van de financiële crisis bepaalde tekortkomingen in het functioneren van OTC-derivatenmarkten aan het licht zijn gekomen. EMIR introduceert een verplicht clearingregime voor OTC-derivaten, strengere eisen voor bilaterale OTC-derivatentransacties die (vooral nog) niet onder het verplichte clearingregime vallen, rapportageverplichtingen en een toezichtraamwerk voor CCP's.

Marktpartijen die onder de clearingverplichting vallen (end-users) hebben over het algemeen geen rechtstreekse toegang tot een CCP maar kunnen die toegang verkrijgen via een clearing member. De invoering van de clearingverplichting heeft een grote impact op end-users door blootstelling aan nieuwe risico's en hoge kosten die clearing met zich meebrengt. Om die reden bevat EMIR enkele bepalingen ter bescherming van CCP's, de stabiliteit van de financiële markten en end-users, met name in geval van faillissement van een clearing member. Deze bepalingen zien op het aanhouden van gescheiden rekeningen voor derivatenposities en zekerheden van end-users (segregatie) en de overdracht van derivatenposities en zekerheden van end-users naar een back-up clearing member (portabiliteit). Het is voor end-users van essentieel belang dat dit beschermingsmechanisme adequaat is en niet stuit op belemmeringen in het nationale faillissementsrecht van de lidstaten. Om die reden vormt de volgende vraag de rode draad in deze scriptie:

*Bieden de regels op het gebied van segregatie en portabiliteit in EMIR een adequaat beschermingsmechanisme aan de end-user van OTC-derivaten in geval van faillissement van een clearing member en hoe zou dat beschermingsmechanisme in het Nederlandse faillissementsrecht kunnen worden ingepast?*

Deze scriptie heeft de volgende opbouw. In het tweede hoofdstuk wordt uitgelegd wat OTC-derivaten zijn, hoe deze tot stand komen en welke tekortkomingen ten aanzien van OTC-derivatenmarkten door de financiële crisis aan het licht zijn gekomen. In het derde hoofdstuk wordt de clearingverplichting nader toegelicht aan de hand van het clearingsysteem van SwapClear. In hoofdstuk 4 worden de eisen op het gebied van segregatie en portabiliteit besproken en toegelicht aan de hand van de default procedures

---

<sup>7</sup> Verordening (EU) Nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters (*PbEU* 2012, L 201/1). EMIR is op 16 augustus 2012 in werking getreden, artikel 91 EMIR.

die SwapClear hanteert bij een defaulting clearing member. Omdat de regels op het gebied van segregatie en portabiliteit mede dienen ter bescherming van de derivatenposities van end-users, wordt in hoofdstuk 5 geanalyseerd of deze regels een daartoe voldoende toereikend beschermingsmechanisme bieden. Tot slot wordt in hoofdstuk 6 geanalyseerd welke belemmeringen het Nederlandse faillissementsrecht opwerpt bij de rechtstreekse werking van EMIR in de Nederlandse rechtsorde. Daaruit volgen tevens enkele aanbevelingen om mogelijke belemmeringen op te heffen.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> In deze scriptie blijven eventuele implicaties die de *Recovery and Resolution Directive* (Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de totstandbrenging van een kader voor het herstel en de afwikkeling van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Richtlijnen 77/91/EEG, 82/891/EG, 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG en 2011/35/EU en Verordening (EU) nr. 1093/2010, COM(2012)280 definitief) met zich meebrengt ten aanzien van de uitvoerbaarheid van de eisen in EMIR op het gebied van portabiliteit buiten beschouwing. De verhouding tussen EMIR enerzijds en de *Markets in Financial Instruments Directive II* (MiFID II: Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende markten voor financiële instrumenten en houdende intrekking van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad, COM(2011)656 definitief) en de *Markets in Financial Instruments Regulation* (MiFIR: Voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende markten in financiële instrumenten en tot wijziging van Verordening [EMIR] betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters, COM(2011)652 definitief) anderzijds valt buiten de reikwijdte van deze scriptie, maar wordt waar nodig kort aangestipt. Zie voor een bespreking van de verhouding tussen EMIR en het MiFIR-voorstel: Barrachdi & Ramsanjhal 2013.

## 2. Handel in OTC-derivaten

### 2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt een beschrijving gegeven van de handel in OTC-derivaten. Een overzicht van de handel in OTC-derivaten vóór de inwerkingtreding van EMIR draagt bij aan een beter begrip van de veranderingen die EMIR meebrengt voor de handel in OTC-derivaten. Er wordt onder andere aandacht besteed aan het begrip 'OTC-derivaten', de basistypen OTC-derivaten, de gang van zaken op de OTC-derivatenmarkten voor de intrede van de financiële crisis en de tekortkomingen van de OTC-derivatenmarkten die aan het licht zijn gekomen door de financiële crisis.

### 2.2 (OTC-)derivaten – definitie ontleed

Een derivaat is een financieel instrument als bedoeld in artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht (Wft).<sup>9</sup> Typerend voor een derivaat is dat de waarde is afgeleid van de koersbeweging van een onderliggende waarde.<sup>10</sup>

Een financieel instrument kan worden beschouwd als een overeenkomst tussen twee partijen. Het is een tool die partijen gebruiken om bepaalde bedrijfsdoelstellingen te realiseren.<sup>11</sup> Derivaten kunnen bijvoorbeeld worden ingezet ter afdekking van bepaalde risico's (*hedging*), verlaging van financieringskosten en verhoging van de opbrengsten (speculatie).<sup>12</sup>

De waarde van een derivaat is afhankelijk van de waarde in geld ten aanzien van één van de partijen in een derivatencontract. De waarde van een derivaat wordt ofwel uitgedrukt in de hoogte van enige betaling (*cash settlement*) die moet worden gedaan indien wordt afgewikkeld, ofwel in de waarde van fysieke producten die moeten worden geleverd (*physical settlement*) door een partij onder de overeenkomst. De partij voor wie het derivaat een positieve marktwaarde heeft (*in-the-money*) ontvangt een betaling of fysieke producten van de partij voor wie het derivaat een negatieve marktwaarde heeft (*out-of-the-money*).<sup>13</sup>

Het belangrijkste kenmerk van een derivaat is dat de waarde altijd is afgeleid van een onderliggende waarde, hetgeen betekent dat de waarde van het derivaat meebeweegt op

---

<sup>9</sup> Zie artikel 1:1 sub d – j Wft.

<sup>10</sup> Lotay 2010, p. 240.

<sup>11</sup> Hudson 2012, p. 15.

<sup>12</sup> Schot 2012, p. 40.

<sup>13</sup> Lotay 2010, p. 241.



de fluctuatie van die onderliggende waarde. Voorbeelden van onderliggende waarden zijn indexen, aandelenkoersen en grondstoffen.<sup>14</sup>

Derivaten kunnen zowel ter beurse als onderhands worden verhandeld.<sup>15</sup> Derivaten die op de onderhandse markt worden verhandeld, worden OTC-derivaten genoemd. Het voordeel van OTC-derivaten is dat de contracten op maat gesneden (*tailor made*) kunnen worden, afhankelijk van de specifieke wensen van de betrokken partijen.<sup>16</sup> OTC-derivaten staan in deze scriptie centraal.

## 2.3 Basistypen OTC-derivaten

Omdat OTC-derivaten veelal bilateraal worden gesloten, kunnen zij allerlei exotische vormen aannemen. In essentie kunnen alle OTC-derivaten echter worden herleid tot de volgende drie basistypen, dan wel tot een combinatie daarvan: termijncontracten, opties en swaps.<sup>17</sup>

### 2.3.1 Termijncontracten

Termijncontracten zijn derivaten die een tijdselement en voor beide partijen rechten én verplichtingen bevatten. Bij een termijncontract heeft de ene partij het recht en de plicht om tegen een vooraf bepaalde prijs op een bepaald tijdstip in de toekomst een bepaald product af te nemen terwijl de andere partij op hetzelfde tijdstip het recht heeft om enige vorm van betaling te ontvangen en de plicht heeft om te leveren tegen de vooraf bepaalde prijs. Termijncontracten worden aangemerkt als derivaten omdat de afwikkelprijs van een termijncontract is gerelateerd aan de marktprijs van het product dat onderwerp is van het termijncontract.<sup>18</sup> Voorbeelden van termijncontracten zijn futures en forwards.<sup>19</sup>

### 2.3.2 Opties

Bij een optiecontract heeft de ene partij – de koper – het recht om op een bepaald moment in de toekomst een bepaalde onderliggende waarde te kopen (*call optie*) of te verkopen (*put optie*) tegen een vooraf bepaalde prijs. De andere partij – de schrijver – heeft de plicht

---

<sup>14</sup> Lotay 2010, p. 241. Dit betreft geen limitatieve opsomming, allerlei onderliggende waarden kunnen onderwerp zijn van een derivatencontract.

<sup>15</sup> OTC-derivaten zijn kwantitatief belangrijker dan beursderivaten. Eind 2012 was het OTC-volume wereldwijd ruim \$ 630 biljoen tegenover \$ 67 biljoen voor beursderivaten. Zie: BIS 2012.

<sup>16</sup> Acharya e.a. 2009, p. 235.

<sup>17</sup> Lotay 2010, p. 241.

<sup>18</sup> Grundmann-van de Krol 2012, p. 71.

<sup>19</sup> Futures worden ter beurse verhandeld en zijn in zekere zin gestandaardiseerd. Forwards worden over the counter verhandeld. Zie: Jarrow & Oldfield 1981, p. 374.

om het onderliggende product op de afgesproken datum te kopen (*put optie*) of te verkopen (*call optie*).<sup>20</sup>

Opties worden met name gebruikt om te speculeren. De koper van een call optie zal er bijvoorbeeld op inzetten dat de koers zal stijgen gedurende de looptijd en zal zijn recht uitoefenen als de marktprijs van het onderliggende product hoger ligt dan de onder het optiecontract afgesproken prijs. De schrijver van de optie zal inzetten op een tegenovergestelde koersbeweging.<sup>21</sup>

### 2.3.3 Swaps

Swaps zijn derivaten waarbij partijen overeenkomen elkaar over en weer betalingen te doen. Met een swap kunnen partijen bijvoorbeeld verschillende valuta of een vaste en variabele rente met elkaar 'ruilen'. Een voorbeeld van een swap is de *interest rate swap* (renteswap), welke kan worden gebruikt om het renterisico af te dekken.<sup>22</sup> Een partij die € 50 miljoen heeft geleend tegen een vast rentepercentage en de verwachting heeft dat de marktrente zal dalen kan bijvoorbeeld een swapovereenkomst aangaan met een andere partij die hetzelfde bedrag heeft geleend tegen een variabele rente en de zekerheid wenst van een vast rentepercentage.<sup>23</sup>

## 2.4 Bilateraal gesloten transacties

OTC-derivatentransacties worden uitsluitend bilateraal gesloten tussen marktpartijen. De totstandkoming van een OTC-derivaat is dus afhankelijk van de ontmoeting tussen twee partijen wiens tegenovergestelde behoeften precies op elkaar aansluiten. De kans dat tegenpartijen met precies tegenovergestelde behoeften elkaar tegenkomen is uiterst gering. Er is echter een aantal internationale banken die bereid is om tegen betaling één kant van het derivaat af te sluiten.<sup>24</sup> Indien het een swap betreft, wordt een dergelijke internationale bank een *swapdealer* genoemd. Een swapdealer houdt de transactie voor

---

<sup>20</sup> Wibier 2011, p. 324.

<sup>21</sup> De koper van een put-optie daarentegen zal er op inzetten dat de koers van de onderliggende waarde zal dalen gedurende de looptijd en zal zijn recht uitoefenen als de marktprijs van de onderliggende waarde lager ligt dan de onder het optiecontract afgesproken prijs.

<sup>22</sup> Als een onderneming een lening heeft afgesloten moet daarover rente worden betaald gedurende de looptijd van die lening. Dat is een vergoeding voor het lenen van het geld. Als de rente stijgt, wordt het bedrag dat de onderneming aan rente moet betalen hoger. Het risico van een stijging van de rente op de lening is het renterisico.

<sup>23</sup> Rank 2009b, p. 111.

<sup>24</sup> Met het afsluiten van één kant van het derivaat wordt bedoeld dat er geen tegengestelde derivatentransactie tegenover staat.

eigen rekening in zijn boeken totdat een spiegelbeeldige swap met een andere tegenpartij wordt gevonden (*warehousing*).<sup>25</sup>

#### 2.4.1 ISDA documentatie

Met name waar partijen van plan zijn meerdere OTC-derivatentransacties met elkaar aan te gaan, zullen zij dat in de regel doen op basis van de documentatie van de International Swaps and Derivatives Association, Inc. (ISDA).<sup>26</sup> ISDA heeft de meest gebruikte standaardovereenkomst voor de OTC-derivatenhandel opgesteld, de ISDA Master Agreement.<sup>27</sup> De ISDA Master Agreement is een raamovereenkomst waarin de standaardvoorwaarden worden vastgelegd waaronder partijen derivatentransacties met elkaar zullen aangaan en bestaat uit twee delen.<sup>28</sup> Ten eerste de Master Agreement, bestaande uit een voorgedrukt deel met juridische en kredietgerelateerde standaardbepalingen die op alle onder de Master Agreement vallende transacties van toepassing zijn. Daarnaast de bijlage (*Schedule*), die partijen in de gelegenheid stelt om de standaardbepalingen aan te passen en/of aan te vullen.<sup>29</sup>

Ten aanzien van elke afzonderlijke transactie worden de economische en juridische voorwaarden vastgelegd in een door partijen opgestelde *Confirmation*. Iedere individuele transactie wordt dus beheerst door de ISDA Master Agreement en door aanvullende voorwaarden in de confirmation, waarin met name voorwaarden als bedragen, looptijden, prijzen en betaaldata zijn opgenomen.<sup>30</sup> In de confirmation worden ook de door ISDA opgestelde productspecifieke standaardvoorwaarden van toepassing verklaard (*ISDA Definitions*).<sup>31</sup>

De geldstromen rond derivatentransacties zijn afhankelijk van de ontwikkelingen van de koersbewegingen van de onderliggende waarden. Als gevolg van grote fluctuaties van de onderliggende waarden kunnen partijen grote kredietrisico's op elkaar lopen.<sup>32</sup> Om die reden worden tijdens de looptijd van een OTC-derivatentransactie over het algemeen zekerheden uitgewisseld ter dekking van de openstaande verplichtingen die zouden

---

<sup>25</sup> Een dergelijke tegenpartij kan eveneens een swapdealer zijn die ten behoeve van zijn cliënt een positie heeft ingenomen. Zie ook: Graaf & Stegeman 2011b, p. 8.

<sup>26</sup> De ISDA is een belangrijke branche-organisatie op het gebied van derivatentransacties. Zij ontwikkelt onder andere standaarddocumentatie en verzamelt juridisch advies over de afdwingbaarheid daarvan in verschillende jurisdicties. De ISDA-documentatie wordt beheerst door Engels of New Yorks recht.

<sup>27</sup> De ISDA Master Agreement is voor zijn gebruik niet beperkt tot swaps, maar is bedoeld als raamovereenkomst waaronder vele typen OTC-derivatentransacties kunnen worden gesloten. Van de ISDA Master Agreement zijn twee versies in omloop, de 1992-versie en de 2002-versie. In deze scriptie wordt de 2002-versie als uitgangspunt genomen.

<sup>28</sup> ISDA Master Agreement 2002, <[www.isda.org](http://www.isda.org)>.

<sup>29</sup> Leeger & Renkens 2003, p. 65.

<sup>30</sup> Leeger & Renkens 2003, p. 65.

<sup>31</sup> Zie bijvoorbeeld de 2006 ISDA Definitions die van toepassing zijn op renteswaps, <[www.isda.org](http://www.isda.org)>.

<sup>32</sup> Leeger & Renkens 2003, p. 65.

ontstaan indien op dat moment zou moeten worden afgerekend. Voor de uitwisseling van zekerheden wordt een financiëlezekerheidsovereenkomst gesloten.<sup>33</sup> Binnen de Europese Unie wordt de *Credit Support Annex* het meest gebruikt.<sup>34</sup> De Credit Support Annex gaat uit van een juridische eigendomsoverdracht van cash of effecten (zekerheden) waarvan de waarde is gerelateerd aan de kredietblootstelling.<sup>35</sup> Een deel van het risico dat partijen op elkaar lopen blijft over het algemeen ongedekt omdat partijen bepaalde *threshold amounts* overeenkomen welke eerst moeten worden overschreden voordat sprake is van een verplichting tot zekerheidstelling.<sup>36</sup>

De filosofie achter de ISDA Master Agreement is dat alle afzonderlijke derivatentransacties die partijen met elkaar aangaan tezamen met de Master Agreement, de Schedule en de Credit Support Annex worden opgevat als zijnde één overeenkomst (*single agreement clause*).<sup>37</sup> De single agreement clause zorgt ervoor dat curatoren bij faillissement van één der partijen niet kunnen *cherry-picken*<sup>38</sup> en dat het kredietrisico dat partijen op elkaar lopen wordt gereduceerd tot een netto blootstelling door verrekening.<sup>39</sup>

Daarnaast is de ISDA Master Agreement zo opgezet dat indien zich bepaalde gebeurtenissen voordoen – *Events of Default* en/of *Termination Events*<sup>40</sup> – de gehele ISDA Master Agreement kan worden beëindigd en de rechten en verplichtingen die partijen uit de verschillende transacties jegens elkaar hebben worden gesaldeerd (*close out netting*), als gevolg waarvan een netto te betalen bedrag resteert (*Close-out Amount*).<sup>41</sup>

---

<sup>33</sup> De financiëlezekerheidsovereenkomst is een overeenkomst waarbij partijen beogen elkaar gedurende een zekere periode te voorzien van geld en/of effecten, artikel 7:51a BW. Zie ook: Peeters 2005, p. 64; en Keijser & Keijser 2008, p. 4. Wetgeving omtrent de totstandkoming van dit soort overeenkomsten, de vestiging van zekerheden op basis daarvan en de uitwinning van dergelijke zekerheden en daarmee ook de erkenning en afdwingbaarheid in de diverse lidstaten is gewaarborgd door de FZO-richtlijn (Richtlijn 2002/47/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 juni 2002 betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten (*PbEG* 2002, L 168/43)).

<sup>34</sup> Rank 2009b, p. 113.

<sup>35</sup> Transfer of title naar Engels recht, section 5 (a) ISDA CSA. Zie ook: Hval 1996.

<sup>36</sup> Rank 2009b, p. 113. Thans is het niet gebruikelijk om dergelijke threshold amounts toe te passen. Voor lopende ISDA Master Agreements is dat echter nog wel het geval: Jacques Sevat (Global Head Collateral Management van ING Bank), 'Hazelhoff Guest Lecture 4: Collateral management: meer of minder risico?', 22 november 2013.

<sup>37</sup> Section 1(c) ISDA Master Agreement 2002.

<sup>38</sup> Cherry-picken is het enkel effectueren van de voor de boedel voordelige transacties. Dat zullen de transacties zijn die voor de failliete partij op dat moment in-the-money zijn. Zie ook: Leeger & Renkens 2003, p. 66.

<sup>39</sup> Voorbeeld: tussen A en B staan twee transacties uit, een swap die 30 in-the-money is voor B en een optie waarbij B optreedt als de schrijver van de optie jegens A. A heeft daartoe een premie betaald. De optie heeft een waarde van 10 voor A (dat betekent dat de waarde -10 is voor B). Het kredietrisico dat B op A loopt is 30 als de transacties afzonderlijk van elkaar worden bezien. De single agreement clause impliceert dat beide transacties een geheel vormen waardoor de waarden bij elkaar kunnen worden opgeteld. In dat geval is het kredietrisico dat B op A loopt  $30 + (-10) = 20$ . Zie ook: Chandu 2007.

<sup>40</sup> Section 5 ISDA Master Agreement. Een Event of Default is verwijtbaar aan één der partijen. Dat is niet het geval bij een Termination Event. Een voorbeeld van een Termination Event is dat de ISDA Master Agreement, zoals partijen deze zijn overeengekomen, door verandering van wetgeving illegaal is geworden. Zie ook section 5(b) ISDA Master Agreement 2002.

<sup>41</sup> Section 6(e) ISDA Master Agreement 2002.

#### 2.4.2 Geconstateerde tekortkomingen OTC-derivaten

In de vorige paragraaf werd een beschrijving gegeven van de bilaterale handel in OTC-derivaten voordat de financiële crisis zijn intrede deed. De ISDA Master Agreement bleek in juridische zin een goed instrument te zijn voor de beheersing van risico's tijdens de crisis.<sup>42</sup> Door turbulente omstandigheden op de financiële markten zijn er echter bepaalde tekortkomingen in het functioneren van de OTC-derivatenmarkt aan het licht gekomen. Deze tekortkomingen kunnen worden samengevat in de volgende drie punten:

- Gebrek aan transparantie. Het gebrek aan transparantie werd met name veroorzaakt doordat de informatie omtrent OTC-derivaten veelal bij de betrokken contractspartijen bleef.<sup>43</sup> Het was noch voor de markt, noch voor de toezichthouders inzichtelijk waar de risico's zich geconcentreerd hadden.<sup>44</sup> Daarnaast was er niets bekend over de mate waarin de verplichtingen onder de OTC-derivatencontracten gedekt waren door zekerheden. Het uitwisselen van zekerheden berustte immers op een afspraak tussen de betrokken contractspartijen.<sup>45</sup> Indien de verplichtingen onder de OTC-derivatencontracten afdoende werden gedekt door zekerheden, zou een contractspartij bij een verzuim van zijn tegenpartij goed uit de strijd komen doordat zij de gestelde zekerheden kon aanspreken.<sup>46</sup>
- Tegenpartijrisico werd onvoldoende gemitigeerd. Het enorm toegenomen gebruik van OTC-derivaten leidde tot een wijd verspreid tegenpartijrisico en creëerde een zekere mate van interconnexiteit tussen de verschillende financiële instellingen die in OTC-derivaten handelden.<sup>47</sup> Daarnaast werden de tegenpartijrisico's onvoldoende gemitigeerd door het stellen en beheren van zekerheden. Er werden ofwel op basis van foutieve inschattingen van de kredietwaardigheid, ofwel op basis van commerciële gronden niet altijd voldoende zekerheden uitgewisseld. In 2009 werd geen enkele vorm van zekerheden uitgewisseld bij 41% van alle OTC-

---

<sup>42</sup> ISDA 2013, p. 9. Zie voor een uitgebreide bespreking: Rank 2009b.

<sup>43</sup> Commission Staff Working Document, 'Impact Assessment: accompanying document to the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC-derivatives, central counterparties and trade repositories', SEC(2010) 1058/2, p. 15.

<sup>44</sup> Dit werd onder andere op pijnlijke wijze duidelijk door de gebeurtenissen rondom AIG. De dochtermaatschappij van AIG (AIG Financial Products) trad op als *protection seller* bij Credit Default Swaps ten aanzien van securitisaties en collateralized debt obligations. Door de wanprestaties onder de Amerikaanse subprime hypotheek zijn veel van deze kredietderivaten voor AIG out-of-the-money geraakt. AIG hoefde onder de overeenkomst geen zekerheden te verstrekken zolang zij een AAA-rating had. Door een *downgrading* konden wederpartijen onder de kredietderivaten aanzienlijke bedragen aan zekerheden vragen waardoor AIG in betalingsmoeilijkheden kwam. Er werd kennelijk blindgestaard op de hoge kredietbeoordeling van AIG. Zie ook: ISDA 2009.

<sup>45</sup> Namelijk, de afspraken die door partijen zijn vastgelegd in de CSA.

<sup>46</sup> Graaf & Stegeman 2011b, p. 43.

<sup>47</sup> Deze interconnexiteit zorgt ervoor dat als één of meerdere financiële instellingen van grote omvang omvallen, dat een domino-effect heeft op alle andere financiële instellingen.

derivatentransacties.<sup>48</sup> Daarnaast werd het tegenpartijrisico niet regelmatig en accuraat gepeild waardoor contractspartijen pas bij hevige prijsbewegingen werden geattendeerd op hun verplichting tot het storten van zekerheden door middel van aanzienlijke margin calls.<sup>49</sup>

- Problemen in de back-office. Veel financiële instellingen bleken zwakke administratieve processen te hebben waardoor de transacties inadequaet werden gedocumenteerd en met vertraging werden verwerkt. Dat leidde tot administraties die achterliepen en uiteindelijk tot een verhoogd tegenpartijrisico. In de OTC-derivatenmarkten is een goede back-office van groot belang. Het grote belang van een goede back-office is gelegen in het feit dat een derivatencontract rechten en verplichtingen creëert en een aantal eenmalige en terugkerende verplichtingen met zich meebrengt. De uitvoering daarvan moet door beide contractspartijen worden beheerd.<sup>50</sup>

### 2.4.3 *Oplossing: centrale clearing*

De geconstateerde tekortkomingen in de OTC-derivatenmarkten leidden tot bezorgdheid onder marktpartijen over het tegenpartijrisico. Marktpartijen werden terughoudend om met elkaar te handelen, wat leidde tot opdroging van de liquiditeit in de markt.<sup>51</sup>

Om de problemen in de OTC-derivatenmarkten het hoofd te bieden zijn vanuit de markt en ISDA door middel van zelfregulering diverse initiatieven opgekomen.<sup>52</sup> Daarnaast waren er al diverse CCP's actief voor het clearen van bepaalde typen OTC-derivaten, waaronder SwapClear, ICE Europe en Eurex.<sup>53</sup> Onder het clearen van OTC-derivaten door een CCP wordt, kort gezegd, verstaan dat contractspartijen hun OTC-derivaten transacties laten afwickelen via een centrale clearingorganisatie, de CCP.<sup>54</sup>

---

<sup>48</sup> ISDA Margin Survey 2010, <[www.isda.org](http://www.isda.org)>.

<sup>49</sup> Graaf & Stegeman 2011b, p. 43.

<sup>50</sup> Na het faillissement van Lehman Brothers is gebleken dat diverse partijen grote moeite hadden om hun totale *exposure* op Lehman in kaart te brengen. Met *exposure* wordt bedoeld het risico dat partijen liepen op Lehman Brothers.

<sup>51</sup> Graaf & Stegeman 2011b, p. 57.

<sup>52</sup> Deze zelfreguleringsinitiatieven bestaan onder andere uit standaardisatie van producten, het opzetten van centrale registers en elektronische confirmatie van transacties. Zie ook: CPSS 2007.

<sup>53</sup> Morrison 2010, p. 26. Clearing is geen nieuw fenomeen. Van rudimentaire vormen van clearing was reeds sprake vanaf de tweede helft van de zeventiende eeuw, het clearen van OTC-derivaten is echter relatief nieuw. Zie voor een beschrijving van de geschiedenis van clearing in Nederland: Zebregs 2013, p. 315 – 334.

<sup>54</sup> Zebregs 2011a, p. 5.

De markt was met de zelfreguleringsinitiatieven op de goede weg maar bleek echter niet voldoende toereikend.<sup>55</sup> Europa heeft met de invoering van EMIR definitief gekozen voor een systeem van verplichte clearing van OTC-derivaten waarmee tevens uitvoering wordt gegeven aan rapporten uitgebracht door het *Committee on Payment and Settlement Systems*<sup>56</sup> en de G20-toezeggingen<sup>57,58</sup>

EMIR is een Europese verordening en heeft tot doel de risico's binnen de OTC-derivatenmarkten te beperken en beoogt de transparantie van derivatencontracten te verbeteren.<sup>59</sup> EMIR introduceert, naast een verplicht clearingregime voor OTC-derivaten, strengere eisen voor bilaterale OTC-derivatentransacties die (vooralsnog) niet onder het verplichte clearingregime vallen, rapportageverplichtingen<sup>60</sup> en een toezichtraamwerk voor CCP's.

---

<sup>55</sup> Zo zijn de prikkels om het gebruik van CCP's te bevorderen niet voldoende toereikend gebleken om ervoor te zorgen dat alle gestandaardiseerde OTC-derivaten daadwerkelijk centraal werden gecleard, overweging 13 van de preambule van EMIR.

<sup>56</sup> CPSS 1998 en CPSS 2007.

<sup>57</sup> *'All standardised OTC-derivatives contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties by end-2012 at latest. OTC derivatives contracts should be reported to trade repositories.'* The G20 Pittsburgh Summit Leaders' Statement (24-25 September 2009), <[www.g20.org](http://www.g20.org)>.

<sup>58</sup> Centrale clearing kan echter niet worden gezien als wondermiddel en heeft naast voordelen ook diverse nadelen, zoals additionele kosten en nieuwe risico's die clearing met zich meebrengt. Zie bijvoorbeeld: Pirrong 2010, p. 3. Pirrong betoogt dat het werkelijke probleem van OTC-derivaten schuilt in de afwikkeling en vervanging van transacties in het geval van faillissement van een clearing member. Dat probleem wordt niet opgelost door verplichte centrale clearing.

<sup>59</sup> Overweging 4 van de preambule van EMIR.

<sup>60</sup> De rapportageverplichting houdt in dat tegenpartijen de informatie van ieder door hen afgesloten derivatencontract moeten rapporteren aan een transactieregister en heeft tot doel de transparantie binnen de derivatenmarkten te vergroten. De rapportageverplichtingen worden in deze scriptie buiten beschouwing gelaten nu dat niet bijdraagt aan de beantwoording van de hoofdvraag.

## 3. Verplichte clearing van OTC-derivaten

### 3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk worden eerst de spelers binnen het clearingsysteem geïntroduceerd. Vervolgens wordt de reikwijdte van de clearingverplichting besproken aan de hand van de in EMIR gestelde regels. De werking van clearing wordt geïllustreerd aan de hand van het clearingsysteem en de bijbehorende documentatie van SwapClear, een clearingdienst van LCH.Clearnet Ltd. (LCH.Clearnet). Het clearingsysteem van SwapClear wordt als voorbeeld gebruikt omdat de meest verhandelde OTC-derivaten renteswaps zijn en 50% daarvan door SwapClear worden gecleared.<sup>61</sup> Tot slot wordt de settlementfase kort toegelicht.

### 3.2 Spelers

#### 3.2.1 Central Counterparty (CCP)

Een CCP is *een rechtspersoon die zichzelf plaatst tussen de tegenpartijen bij contracten die op één of meer financiële markten worden verhandeld en daarbij de koper wordt voor elke verkoper en de verkoper voor elke koper.*<sup>62</sup> Nadat een CCP de nieuwe wederpartij van de koper en de verkoper is geworden, gaat de CCP de transactie 'clearen'. Het clearen door een CCP bestaat, kort gezegd, uit het administreren, salderen en garanderen van derivatenposities. Een CCP specialiseert zich in het beheersen van tegenpartijrisico en wordt geacht een faillissement van één van de betrokken partijen beter op te kunnen vangen dan dat de individuele partijen dat kunnen. Door tussenplaatsing van de CCP concentreren alle risico's zich bij de CCP. Om deze concentratierisico's<sup>63</sup> te minimaliseren introduceert EMIR een vergunningplicht voor CCP's.<sup>64</sup>

Deze vergunningplicht ziet zowel op CCP's die OTC-derivaten clearen als op CCP's die andere derivaten clearen.<sup>65</sup> Wanneer een CCP een vergunning heeft verkregen, geldt deze

---

<sup>61</sup> Stegeman 2012, p. 325.

<sup>62</sup> Artikel 2 onder 1 EMIR.

<sup>63</sup> Door het toenemende gebruik van CCP's voor de afwikkeling van derivaten wordt het tegenpartijrisico geconcentreerd bij de CCP's en de clearing members. Doordat de CCP een centrale positie binnen de markt heeft, vormt zij een cruciale partij binnen het financiële systeem. Een in problemen verkerende CCP kan belangrijke financiële gevolgen hebben voor andere marktpartijen en kan zo een domino-effect tot gevolg hebben. Zie ook: DNB Brochure 2013, p. 23.

<sup>64</sup> Artikel 14 jo. artikel 17 EMIR. Aangezien EMIR een juridische verplichting invoert om voor regelgevingsdoeleinden via specifieke CCP's te clearen, is het essentieel ervoor te zorgen dat deze CCP's veilig en gezond zijn en te allen tijde voldoen aan de strenge organisatorische, bedrijfsvoerings- en prudentiële vereisten die door middel van EMIR worden vastgesteld. Zie overweging 49 van de preambule van EMIR.

<sup>65</sup> Artikel 14 lid 3 EMIR. Zie ook paragraaf 4.3.1 van de memorie van toelichting bij het EMIR Voorstel (Voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters, COM(2010)484 definitief). Hoewel de regels in EMIR ten aanzien van CCP's gelden voor alle CCP's zullen de regels in deze scriptie worden besproken in het kader van OTC-derivaten.



vergunning in de gehele Europese Unie.<sup>66</sup> Er is dus sprake van een Europees paspoort.<sup>67</sup> De vergunning moet worden aangevraagd bij de bevoegde autoriteit van de lidstaat waar de CCP is gevestigd.<sup>68</sup> Iedere lidstaat stelt een bevoegde autoriteit aan voor de vergunningverlening en het daarmee gepaard gaande toezicht.<sup>69</sup> De Nederlandsche Bank (DNB) is in Nederland aangewezen als vergunningverlenende autoriteit. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is aangewezen als bevoegde autoriteit wanneer het gaat om de vraag welke OTC-derivaten door Nederlandse CCP's mogen worden geclarend en de regels omtrent toegang tot CCP's. Daarnaast is de AFM de bevoegde autoriteit voor de gedragsregels, waaronder segregatie en portabiliteit.<sup>70</sup>

De bevoegde autoriteit kan alleen een vergunning aan een CCP verstrekken indien de CCP voldoet aan alle toepasselijke vereisten in EMIR<sup>71</sup> en indien het clearingsysteem van de CCP is aangemerkt als 'systeem'<sup>72</sup> in de zin van de Finaliteitsrichtlijn<sup>73,74</sup>. Bovendien moet er een positieve opinie zijn ontvangen over een door de bevoegde autoriteit opgesteld risicobeheersingsrapport door een college van toezichthouders<sup>75,76</sup>. Als de vergunning

---

<sup>66</sup> Artikel 14 lid 2 EMIR.

<sup>67</sup> Artikel 14 lid 2 jo. artikel 20 lid 7 EMIR. Er is automatisch sprake van een Europees paspoort, er hoeven geen verdere formaliteiten te worden vervuld, in tegenstelling tot het Europees paspoort op basis van MiFID. Zie ook: Zebregs 2013, p. 146. Wel moet de autoriteit die toezicht houdt op de CCP andere toezichthouders in kennis stellen indien de CCP diensten in een andere lidstaat gaat aanbieden, artikel 15 lid 2 EMIR.

<sup>68</sup> Artikel 17 lid 1 EMIR.

<sup>69</sup> Artikel 14 lid 1 jo. artikel 22 lid 1 EMIR. Nationale toezichthouders zijn belast met de vergunningverlening omdat zij het best in staat worden geacht om toezicht op de CCP te houden. Zie overweging 51 en 52 van de preambule van EMIR.

<sup>70</sup> *Kamerstukken II 2011/12*, 33 236, nr. 7, p. 8. DNB en de AFM dienen daarom nauw samen te werken en DNB dient advies te vragen aan de AFM ten aanzien van de onderdelen waarvoor de AFM als bevoegde autoriteit is aangewezen.

<sup>71</sup> Zo is onder meer bepaald dat een CCP moet beschikken over een initieel kapitaal van minimaal 7,5 miljoen euro (artikel 16 lid 1 EMIR) en solide governance systemen (artikel 26 lid 1 EMIR).

<sup>72</sup> Een 'systeem' in de zin van de Finaliteitsrichtlijn is een formele overeenkomst tussen drie of meer deelnemers, niet meegerekend de systeemexploitant, noch in voorkomend geval een afwikkelende instantie, centrale tegenpartij, clearing house of indirecte deelnemer, met gemeenschappelijke regels en standaardprocedures voor de clearing, al dan niet via een centrale tegenpartij, of het uitvoeren van overboekingsopdrachten tussen de deelnemers, artikel 2a, eerste streepje Finaliteitsrichtlijn (zoals gewijzigd bij Richtlijn 2009/44/EG) jo. artikel 212d Faillissementswet. Zie ook: Van Esch 2010, p. 202. Clearingsystemen worden over het algemeen aangemerkt als een 'systeem' in de zin van de Finaliteitsrichtlijn. Zie voor een overzicht van de bij de Europese Commissie aangemelde systemen:

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/settlement/designated\\_systems/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/settlement/designated_systems/index_en.htm).

<sup>73</sup> Richtlijn 98/26/EG van het Europees Parlement en de Raad van 19 mei 1998 betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingssystemen (*PbEG* 1998, L 166/45) zoals gewijzigd bij Richtlijn 2009/44/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 mei 2009 tot wijziging van Richtlijn 98/26/EG (...) en Richtlijn 2002/47/EG betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten wat gekoppelde systemen en kredietvorderingen betreft (*PbEG* 2009, L 147/37). De achtergrond van deze richtlijn is dat het openen van een insolventieprocedure tegen een deelnemer aan een systeem geen gevolgen mag hebben voor transacties die in het systeem zijn ingevoerd vóór de insolventverklaring.

<sup>74</sup> Artikel 17 lid 4 EMIR.

<sup>75</sup> Dat college bestaat onder andere uit ESMA, de lokale toezichthouder zelf en de toezichthouders op de clearing members van de CCP in de drie lidstaten die de grootste bijdrage leveren in het wanbetalingsfonds van de CCP, artikel 18 lid 2 EMIR. Aangezien clearing members van een CCP in verschillende lidstaten kunnen zijn gevestigd en zij als eersten invloed zullen ondervinden van de wanbetaling van een CCP, is het noodzakelijk dat alle relevante bevoegde autoriteiten en ESMA worden betrokken bij het vergunnings- en toezichtsproces (overweging 52 van de preambule van EMIR).

<sup>76</sup> Artikel 19 lid 1 EMIR. De lokale toezichthouder toetst op regelmatige basis de regelingen, strategieën, procedures en mechanismen die CCP's met het oog op EMIR hebben ingevoerd, en evalueert de risico's

eenmaal is verleend, valt de CCP onder doorlopend toezicht, bestaande uit gedragsregels en prudentiële regels die door de CCP moeten worden nageleefd.<sup>77</sup> Het doorlopende toezicht wordt eveneens op nationaal niveau uitgeoefend.<sup>78</sup>

### 3.2.2 Clearing member

Een clearing member is *een onderneming die aan een CCP deelneemt en verantwoordelijk is voor het vervullen van de uit die deelname voortvloeiende financiële verplichtingen*.<sup>79</sup> In EMIR is geen toezichtregime voor clearing members opgenomen. Toezicht op clearing members wordt overgelaten aan bepalingen van nationaal recht.<sup>80</sup>

Nederland kent sinds 1 januari 2007 een specifiek toezichtmechanisme voor clearing members die in de Wft worden aangeduid als clearinginstellingen.<sup>81</sup> Dat betekent dat een clearing member een door DNB verleende vergunning nodig heeft om het bedrijf van clearinginstelling uit te mogen oefenen.<sup>82</sup> Er bestaat een vrijstelling voor deze vergunningplicht voor clearing members met een EU-bankvergunning, waar in de praktijk veelvuldig gebruik van wordt gemaakt.<sup>83</sup> Omdat veelvuldig van deze vrijstelling gebruik wordt gemaakt is het door de AFM en DNB uitgeoefende toezicht geïntegreerd met het bestaande toezicht op deze instellingen.<sup>84</sup> Omdat het toezicht op clearing members niet is gebaseerd op een Europese richtlijn, is geen sprake van een Europees paspoort met betrekking tot de clearingactiviteiten.<sup>85</sup>

---

waaraan CCP's nu of mogelijkere wijs in de toekomst worden blootgesteld. De bedoelde toetsing en evaluatie bestrijken alle voorschriften betreffende CCP's zoals neergelegd in EMIR, artikel 21 lid 2 EMIR.

<sup>77</sup> Titel IV, hoofdstuk 2 en 3 EMIR.

<sup>78</sup> Artikel 21 EMIR.

<sup>79</sup> Artikel 2 onder 14 EMIR.

<sup>80</sup> CPSS – IOSCO 2004, p. 7.

<sup>81</sup> De definitie van clearinginstelling in artikel 1:1 Wft omvat zowel individual clearing members als general clearing members. Dat blijkt uit de zinsnede *'gesloten door derden of door hemzelf'*. De formulering van de definitie van clearinginstelling in huidige vorm heeft echter alleen betrekking op overeenkomsten die zijn gesloten op een handelsplatform. Dat betekent dat clearing members die enkel OTC-derivaten clearen buiten de vergunningplicht lijken te vallen. Dat zal met de invoering van MiFID II en MiFIR veranderen nu daarmee een verplichting tot het verhandelen van OTC-derivaten via georganiseerde handelsplatformen wordt geïntroduceerd, overweging 9 MiFIR-voorstel en artikel 24 jo. artikel 26 MiFIR-voorstel.

<sup>82</sup> Artikel 2:4 lid 1 Wft. Deze verplichting is ook van toepassing op clearing members die hun zetel buiten Nederland hebben en het bedrijf van clearinginstelling uitoefenen vanuit een bijkantoor in Nederland, artikel 2:6 lid 1 Wft.

<sup>83</sup> Artikel 2:4 lid 2 Wft. Zie artikel 2:6 lid 2 Wft voor eenzelfde bepaling ten aanzien van bijkantoren van clearinginstellingen in Nederland. Een andere uitzondering geldt voor clearinginstellingen met hun zetel buiten Nederland die grensoverschrijdend in Nederland het bedrijf van clearinginstelling uitoefenen, mits de notificatieprocedure wordt doorlopen en aan enkele doorlopende prudentiële vereisten wordt voldaan (artikel 2:8 lid 1 Wft). Deze uitzonderingen zijn dusdanig ruim dat op dit moment geen enkele clearing member over een specifieke vergunning voor clearinginstellingen beschikt. Zie ook het DNB register: [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl).

<sup>84</sup> Broekhuizen 2004, p. 3. Het toezicht op clearinginstellingen heeft primair betrekking op de stabiliteit van het financiële stelsel en niet zozeer op de clearinginstellingen zelf. Zie ook: *Kamerstukken II* 2004/05, 29 708, nr. 10, p. 123 – 125.

<sup>85</sup> Indien een clearing member in andere lidstaten actief wil worden, zal zij moeten nagaan of aldaar specifieke lokale vereisten gelden.

Clearing members kunnen worden onderscheiden in *individual clearing members* en *general clearing members*. Individual clearing members kunnen uitsluitend voor rekening en risico van zichzelf transacties sluiten. General clearing members kunnen ook transacties voor rekening en risico van marktpartijen sluiten.<sup>86</sup> In die zin vervullen general clearing members, in tegenstelling tot individual clearing members, ook een intermediairfunctie.<sup>87</sup> Daarnaast vervult een clearing member een garantiefunctie. In een clearing memberstructuur staan clearing members jegens de CCP garant voor de nakoming van de verplichtingen uit hoofde van transacties van hun end-users en van hun eigen transacties. Dat betreft een eenzijdige garantie. Een clearing member garandeert de verplichtingen van end-users jegens de CCP maar niet andersom.<sup>88</sup>

Ondanks het feit dat EMIR geen onderscheid maakt tussen individual clearing members en general clearing members, staat in EMIR wel een aantal specifiek aan general clearing members gerichte bepalingen opgenomen. Zo moeten general clearing members over de nodige aanvullende financiële middelen en operationele capaciteit beschikken, zij moeten de toelatingscriteria die zij vaststellen om end-users toegang te verlenen<sup>89</sup> aan de CCP ter beschikking stellen en zijn verantwoordelijk voor de nakoming van de verplichtingen van hun end-users.<sup>90</sup>

Naast de vergunningplicht in de Wft en de bepalingen in EMIR dienen clearing members te voldoen aan toelatingscriteria, opgesteld door de CCP. Iedere CCP stelt niet-discriminatoire, transparante en objectieve criteria op om een eerlijke en open toegang tot de CCP te garanderen. Deze criteria moeten waarborgen dat de clearing members over voldoende financiële middelen beschikken om hun verplichtingen jegens de CCP na te komen.<sup>91</sup> Toelatingscriteria zijn essentieel voor de stabiliteit van een CCP nu de clearing members de eerste verdedigingslinie vormen.<sup>92</sup> De CCP legt clearing members tevens de verplichting op om naar rato van hun openstaande posities te participeren in het garantiefonds van de CCP.<sup>93</sup> Het garantiefonds is een door clearing members gezamenlijk gecreëerd bufferfonds waarmee clearing members garant staan voor verliezen van andere

---

<sup>86</sup> Zebregs 2010, p. 104.

<sup>87</sup> Zebregs 2013, p. 56.

<sup>88</sup> Dat betekent dat als een CCP haar verplichtingen niet nakomt jegens de clearing member, de end-user niet kan verlangen dat de clearing member deze verplichting uit eigen middelen nakomt.

<sup>89</sup> De toelatingscriteria die een clearing member voor de toelating van end-users hanteert dienen objectief en openbaar te zijn. In beginsel dienen cliënten op gelijke gronden behandeld te worden en mogen end-users enkel op objectieve zakelijke gronden geweigerd worden. Zie ook: Zebregs 2013, p. 172.

<sup>90</sup> Artikel 37 lid 3 EMIR.

<sup>91</sup> Artikel 37 lid 1 EMIR. CCP's kunnen met de door hun opgestelde criteria enkel de toegang van clearing members beperken voor zover het doel daarvan risicobeheersing is. Een CCP mag een clearing member, die aan alle toelatingscriteria voldoet, enkel de toegang weigeren indien dat gerechtvaardigd is op grond van een diepgaande risicobeoordeling, artikel 37 lid 5 EMIR.

<sup>92</sup> Zebregs 2010, p. 109.

<sup>93</sup> Artikel 42 lid 1 en 2 EMIR.

clearing members.<sup>94</sup> Bij de bepaling van de omvang van het garantiefonds wordt aansluiting gezocht bij diverse historische en toekomstige scenario's onder extreme maar plausibele marktomstandigheden.<sup>95</sup>

### 3.2.3 End-user

Een end-user wordt in EMIR gedefinieerd als *een onderneming die een contractuele relatie heeft met een clearing member van een CCP waardoor die onderneming in staat is haar transacties bij die CCP te clearen*.<sup>96</sup> Dat kunnen allerlei soorten ondernemingen zijn, bijvoorbeeld hedge funds, luchtvaartmaatschappijen of multinationals. End-users zijn ondernemingen die met de invoering van EMIR onder de centrale clearingplicht vallen en zelf niet de status hebben van clearing member. End-users hebben om die reden geen directe toegang tot het clearingsysteem van een CCP. Zij kunnen echter wel toegang verkrijgen tot het clearingsysteem via een clearing member.<sup>97</sup>

### 3.2.4 European Securities and Markets Authority

De *European Securities and Markets Authority* (ESMA) maakt onderdeel uit van het *European System of Financial Supervision* (ESFS)<sup>98</sup> en is de Europese toezichthoudende autoriteit ten aanzien van CCP's. ESMA is opgericht bij een separate oprichtingsverordening<sup>99</sup> waarin specifiek is opgenomen dat ESMA gepaste maatregelen neemt op het gebied van clearing, afwikkeling en derivaten.<sup>100</sup>

Ook in EMIR zijn diverse specifieke bevoegdheden aan ESMA toebedeeld, waaronder het aanwijzen van OTC-derivaten voor verplichte centrale clearing en het opstellen van

---

<sup>94</sup> Zebregs 2013, p. 112.

<sup>95</sup> Het garantiefonds moet in ieder geval in staat zijn om het faillissement van de clearing member met de grootste posities te kunnen opvangen. Of, indien hoger, het faillissement van de tweede en derde grootste clearing members tezamen. Zie artikel 42 lid 3 EMIR. Zie artikel 29 – 31 van Gedelegeerde verordening (EU) Nr. 153/2013 van de Commissie van 19 december 2012 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot technische reguleringsnormen inzake vereisten voor centrale tegenpartijen (*PbEU* 2013, L 52/41). (Hierna: Gedelegeerde Verordening 153/2013) voor een nadere interpretatie van extreme, maar plausibele marktomstandigheden.

<sup>96</sup> End-users worden in de EMIR gedefinieerd als 'cliënt', artikel 2 onder 15 EMIR.

<sup>97</sup> Zebregs 2011a, p. 9.

<sup>98</sup> ESMA heeft per 1 januari 2011 CESR (*Committee of European Securities Regulators*) vervangen. Daarnaast is er een Europese banktoezichthouder, de European Banking Authority, en een Europese toezichthouder voor pensioenfondsen en verzekeraars, de European Insurance and Occupational Pensions Authority, opgericht. Zie voor meer informatie over het Europese toezichtsregime: Bikker, Brinkhoff & Wesseling 2011, p. 31 – 46; Arons 2010, p. 65 – 73.

<sup>99</sup> Verordening (EU) nr. 1095/2010 van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot oprichting van een Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Autoriteit voor effecten en markten), tot wijziging van Besluit nr. 716/2009/EG en tot intrekking van Besluit 2009/77/EG van de Commissie (*PbEU* 2010, L 331/84). Hierna: ESMA Verordening.

<sup>100</sup> Artikel 1 lid 3 ESMA Verordening. Zie artikel 1 lid 5 en artikel 8 lid 1 ESMA Verordening voor een volledig overzicht van de taken en bevoegdheden van ESMA.

technische regulerings- en uitvoeringsnormen.<sup>101</sup> De voorstellen voor de technische regulerings- en uitvoeringsnormen uit hoofde van EMIR worden door ESMA bij de Europese Commissie ingediend. De Europese Commissie stelt de technische regulerings- en uitvoeringsnormen van ESMA vast in de vorm van een gedelegeerde verordening. Daarmee neemt de Europese Commissie het uiteindelijke definitieve besluit.<sup>102</sup> Wanneer de technische regulerings- en uitvoeringsnormen definitief zijn werken deze, net als EMIR, rechtstreeks door in de nationale regelgeving.<sup>103</sup> In de praktijk zijn veel belangrijke besluiten echter aan ESMA gedelegeerd waardoor ESMA wel degelijk de bevoegdheid heeft om belangrijke knopen door te hakken.<sup>104</sup> ESMA stelt de technische regulerings- en uitvoeringsnormen in veel gevallen op in samenwerking en/of overleg met de European System of Central Banks (ESCB).<sup>105</sup>

### 3.3 Verplicht clearingregime

EMIR verplicht vrijwel alle financiële instellingen en veel ondernemingen om OTC-derivatentransacties via een CCP af te wikkelen.<sup>106</sup> Centrale clearing is verplicht indien wordt voldaan aan twee voorwaarden:

- Er dient sprake te zijn van een transactie tussen twee financiële ondernemingen (financiële tegenpartijen) en/of bepaalde overige ondernemingen (niet-financiële tegenpartijen);<sup>107</sup>
- Er dient sprake te zijn van OTC-derivaten die tot een bepaalde klasse behoren die geschikt is bevonden voor clearing.<sup>108</sup>

#### 3.3.1 Financiële en niet-financiële tegenpartijen

Financiële tegenpartijen zijn per definitie onderworpen aan centrale clearing.<sup>109</sup> Beleggingsondernemingen, verzekeraars, banken, instellingen voor collectieve

---

<sup>101</sup> Zie artikelen 4-6, 8-11, 18, 25-26, 29, 34, 41-42, 44-47, 49, 56 en 81 EMIR. Zie ook artikel 8 lid 2, 10 en 14 ESMA Verordening. Technische reguleringsnormen zijn van technische aard, houden geen strategische beslissingen of beleidskeuzen in, en zijn inhoudelijk beperkt door de wetgevingshandelingen waarop zij gebaseerd zijn, artikel 10 lid 1 ESMA Verordening.

<sup>102</sup> Wymeersch 2012, p. 251. De Europese Commissie kan alleen besluiten de ontwerpen van technische regulerings- of uitvoeringsnormen van ESMA gedeeltelijk of gewijzigd vast te stellen indien het belang van de Unie dat vereist.

<sup>103</sup> Daarmee wordt de harmonisatie van toezichtsregimes binnen Europa bevorderd.

<sup>104</sup> ESMA publiceert bijvoorbeeld ook Q&A's, waarin zij interpretaties geeft van bepalingen uit EMIR, en technische reguleringsnormen. Grondslag van deze bevoegdheid is artikel 29 lid 2 ESMA Verordening. Zie ook: Zebregs 2013, p. 153. Wel houden het Europees Parlement en de Raad een slag om de arm doordat zij de inwerkingtreding van technische reguleringsnormen kunnen blokkeren nadat de door ESMA opgestelde technische reguleringsnormen door de Commissie zijn vastgesteld.

<sup>105</sup> Zie artikelen 12 lid 15, 16 lid 3, 26 lid 9, 34 lid 3, 41 lid 5, 42 lid 5, 44 lid 2, 44 lid 5, 46 lid 3, 47 lid 8, 49 lid 4, 54 lid 4, 81 lid 5 en 85 lid 5 EMIR.

<sup>106</sup> De clearingverplichting voor OTC-derivaten zal naar verwachting niet eerder dan in het tweede kwartaal van 2014 in werking treden. Zie: EMIR indicative timeline, 7 november 2013, <[www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)>.

<sup>107</sup> Artikel 4 lid 1 onder a EMIR.

<sup>108</sup> Artikel 4 lid 1 EMIR.

beleggingen in effecten (ICBE's), pensioenfondsen en alternative investment funds (AIF's)<sup>110</sup> worden als financiële tegenpartij aangemerkt.<sup>111</sup> Ook ondernemingen, niet zijnde financiële tegenpartijen, vallen in beginsel onder de reikwijdte van EMIR.<sup>112</sup> Niet-financiële tegenpartijen zijn in de Europese Unie gevestigde ondernemingen die geen beleggingsonderneming, bank, verzekeraar, ICBE, AIF of pensioenfonds zijn.<sup>113</sup>

Niet-financiële tegenpartijen zijn vrijgesteld van verplichte centrale clearing voor zover zij de door ESMA vastgestelde clearingdrempel<sup>114</sup> niet overschrijden.<sup>115</sup> Bij het berekenen van de clearingdrempel blijven OTC-derivaten die verband houden met het verminderen van risico's (hedging) buiten beschouwing.<sup>116</sup> Het moet gaan om het verminderen van risico's die rechtstreeks verband houden met hun commerciële bedrijvigheid of met het beheer van kasmiddelen in de onderneming of groep.<sup>117</sup>

Indien een niet-financiële tegenpartij de clearingdrempel bereikt, moet ESMA en de tot toezicht op die clearingdrempels aangewezen autoriteit<sup>118</sup> daarvan onmiddellijk op de

---

<sup>109</sup> Artikel 4 lid 1 EMIR.

<sup>110</sup> Als bedoeld in artikel 4 lid 1 onder a van Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010, *PbEU* 2011, L 174/1 (AIFMD). ICBE's en AIF's hebben over het algemeen (afhankelijk van de gekozen structuur, beleggingsfonds/beleggingsmaatschappij) een beheerder. De ICBE en het AIF zelf worden in de context van EMIR gezien als financiële tegenpartij, niet de beheerder. Zie ook: ESMA Q&A 2013, General Answer 1, p. 8.

<sup>111</sup> Artikel 2 onder 8 EMIR.

<sup>112</sup> Normaal gesproken vallen dergelijke ondernemingen buiten de reikwijdte van het grootste deel van de financiële regelgeving maar doordat zij OTC-derivatencontracten aangaan, worden ook ondernemingen aan de centrale clearingverplichting onderworpen. Dat geldt echter alleen voor ondernemingen die systeemrelevante posities aanhouden. Zie ook: overweging 31 van de preambule van EMIR.

<sup>113</sup> Artikel 2 onder 9 EMIR.

<sup>114</sup> Er is sprake van vijf afzonderlijke clearingdrempels voor verschillende categorieën OTC-derivaten, artikel 10 lid 4 onder b EMIR jo. artikel 11 Gedelegeerde verordening (EU) Nr. 149/2013 van de Commissie van 19 december 2012 tot aanvulling van Verordening (EU) Nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen betreffende indirecte clearingregelingen, de clearingverplichting, het openbaar register, toegang tot een handelsplatform, niet-financiële tegenpartijen, risico-inperkingstechnieken voor niet door een CCP geclearde otc-derivatencontracten (*PbEU* 2013, L 52/11). Hierna: Gedelegeerde verordening Nr. 149/2013. Wanneer één van deze drempels echter wordt overschreden door de niet-financiële tegenpartij, gaat de clearingverplichting gelden voor alle OTC-derivaten van de betreffende onderneming. Zie ook: Zebregs 2013, p. 233.

<sup>115</sup> Artikel 11 Gedelegeerde verordening Nr. 149/2013. De achtergrond van deze vrijstelling is enerzijds dat vrijgestelde tegenpartijen geen systeemrisico's veroorzaken en anderzijds hebben de operationele en economische aspecten van clearing nadelige gevolgen op de mogelijkheden tot *hedging*. Zie: ISDA 2013, p. 11.

<sup>116</sup> Transacties met *hedging* doeleinden vallen buiten de reikwijdte van EMIR omdat deze niet met speculatie verband houden. Zie ook artikel 10 lid 3 EMIR en par. 4.3.2 van de toelichting bij het EMIR Voorstel. In het bijzonder dient te worden bezien of een OTC-derivatencontract uit economisch oogpunt aangewezen is voor het inperken van de risico's bij de bedrijfsvoering en de bedrijfsleiding van een niet-financiële tegenpartij, wanneer de risico's verband houden met schommelingen van rentevoeten, wisselkoersen, inflatiepercentages of grondstoffenprijzen (zie overweging 30 van de preambule van EMIR). In de literatuur worden vraagtekens geplaatst bij deze keuze. Ondernemingen kunnen vrijgesteld zijn ongeacht de hoeveelheid hedging transacties die zij zijn aangegaan. Die kunnen potentieel van grote omvang zijn. Zie ook: Zebregs 2011a, p. 8. Daarnaast zorgen de clearingdrempels thans nog voor de nodige onduidelijkheid in de markt. Wat wordt verstaan onder een 'hedge'? Zie bijvoorbeeld: <<http://regulatoryreform.wordpress.com/2013/08/20/emir-energised/>>.

<sup>117</sup> Artikel 10 lid 4 onder a EMIR jo. artikel 10 Gedelegeerde verordening Nr. 149/2013.

<sup>118</sup> Elke lidstaat is verplicht om een autoriteit aan te wijzen die wordt belast met de verantwoordelijkheid om zorg te dragen voor de naleving van de verplichtingen rondom de clearingdrempel, artikel 10 lid 5 EMIR. De zorg die EMIR oplegt lijkt verder te gaan dan afwachten totdat een niet-financiële tegenpartij meldt de clearingdrempel te hebben bereikt.

hoogte worden gesteld.<sup>119</sup> Indien de gemiddelde lopende positie over een periode van dertig werkdagen boven de clearingdrempel uitkomt, treedt de clearingverplichting in werking.<sup>120</sup>

Financiële tegenpartijen en niet-financiële tegenpartijen waar de clearingplicht op van toepassing is, worden hierna aangeduid als 'end-users'.

### 3.3.2 *Geschikte OTC-derivaten*

Naast de verschillende end-users die aan verplichte centrale clearing zijn onderworpen, is de clearingplicht afhankelijk van onder meer bepaalde klassen OTC-derivaten. De clearingverplichting in EMIR heeft alleen betrekking op OTC-derivaten<sup>121,122</sup> Niet alle OTC-derivaten worden geschikt geacht voor centrale clearing. Enkel OTC-derivaten die een zekere mate van standaardisatie kennen, komen voor verplichte centrale clearing in aanmerking.<sup>123</sup> EMIR kent twee manieren om OTC-derivaten als geschikt voor clearing aan te merken: de *bottom-up procedure* en de *top-down procedure*.<sup>124</sup>

Volgens de bottom-up procedure kunnen CCP's zelf een verzoek indienen bij de bevoegde autoriteit<sup>125</sup> om een bepaalde klasse OTC-derivaten te mogen clearen.<sup>126</sup> Indien de bevoegde autoriteit daar positief op beslist, zal de vergunning van de CCP worden uitgebreid zodat de CCP bevoegd is om de betreffende klasse te mogen clearen. De bevoegde autoriteit stelt ESMA onmiddellijk in kennis van de verleende vergunninguitbreiding.<sup>127</sup> Vervolgens doet ESMA binnen zes maanden een voorstel om

---

<sup>119</sup> Artikel 10 lid 1 sub a EMIR.

<sup>120</sup> Artikel 10 lid 1 en 2 EMIR. Voor niet-financiële tegenpartijen die in de dertig daaropvolgende werkdagen aantonen dat de gemiddelde lopende positie onder de clearingdrempel is gezakt, vervalt de clearingverplichting alsnog.

<sup>121</sup> Een OTC-derivaat wordt in EMIR gedefinieerd als 'een derivatencontract waarvan de uitvoering niet plaatsvindt op een gereglementeerde markt in de zin van artikel 4, lid 1, punt 14, van Richtlijn 2004/39/EG, of op een markt van een derde land die overeenkomstig artikel 19, lid 6, van Richtlijn 2004/39/EG geacht wordt gelijkwaardig te zijn aan een gereglementeerde markt', artikel 2, punt 7 EMIR jo. artikel 4 lid 1 en lid 14 jo. artikel 19 lid 6 MiFID. Hieruit blijkt dat de eigenschappen en kenmerken van het specifieke product, zoals de onderliggende waarde en de wijze van afwikkeling, van belang zijn voor de vraag of sprake is van een derivaat.

<sup>122</sup> Naast bilaterale OTC-derivatentransacties vallen ook OTC-derivatentransacties die op een multilaterale handelsfaciliteit, via systematische internalisering of op een georganiseerde handelsfaciliteit (voor de nabije toekomst: MiFID II/MiFIR) worden verhandeld onder de definitie van OTC-derivaten. Zie ook: Zebregs 2013, p. 223.

<sup>123</sup> Gestandaardiseerde contracten kunnen worden onderworpen aan *netting* waardoor daar contracten met tegenovergestelde rechten en verplichtingen aan kunnen worden gekoppeld. Daarnaast is de complexiteit van het derivaat, de liquiditeit van de markt waarin het derivaat wordt verhandeld en de risicokenmerken (bijvoorbeeld volatiliteit en afhankelijkheden van andere waarden) van het derivaat van belang. Zie: Pirrong 2011, p. 17.

<sup>124</sup> Graaf & Stegeman 2011b, p. 72.

<sup>125</sup> Dat is de toezichthouder in het land van vestiging van de CCP die belast is met het toezicht op de betreffende CCP.

<sup>126</sup> Artikel 15 lid 1 jo. artikel 17 EMIR. Zie ook: ESMA Q&A 2013, CCP answer 6a.

<sup>127</sup> Artikel 5 lid 1 jo. artikel 14 – 15 EMIR.

voor de betreffende OTC-derivatenklasse een clearingverplichting in te stellen, welk voorstel vervolgens door de Europese Commissie moet worden vastgesteld.<sup>128</sup>

Volgens de top-down procedure is ESMA bevoegd om op eigen initiatief bepaalde klassen OTC-derivaten aan te wijzen die voor verplichte clearing in aanmerking komen en waarvoor tot dusver nog geen enkele CCP een vergunning heeft verkregen.<sup>129</sup> ESMA dient een onderzoek in te stellen naar de reden dat geen enkele CCP deze diensten aanbiedt.<sup>130</sup> Zij maakt vervolgens melding van haar bevindingen aan de Europese Commissie en publiceert een oproep tot het ontwikkelen van voorstellen voor de clearing van een bepaalde klasse OTC-derivaten.<sup>131</sup> Een CCP zal niet gedwongen worden om een bepaalde klasse OTC-derivaten te clearen indien zij daartoe niet in staat is.<sup>132</sup> Op dit niveau wordt de desbetreffende derivatenklasse dus nog niet clearingplichtig verklaard. De verplichting tot clearing treedt in werking nadat de bottom-up procedure is gevolgd.<sup>133</sup>

ESMA onderhoudt een openbaar register via haar website waaruit blijkt welke klassen OTC-derivaten onder de centrale clearingplicht vallen.<sup>134</sup> Daarnaast wordt vermeld welke CCP's daarvoor clearingdiensten aanbieden en de datum van inwerkingtreding van de clearingverplichting voor een bepaalde klasse OTC-derivaten.<sup>135</sup>

### *Ongeschikte OTC-derivaten*

End-users die handelen in OTC-derivatencontracten die niet geschikt worden bevonden voor centrale clearing worden onderworpen aan strengere regels om de operationele

---

<sup>128</sup> Artikel 5 lid 2 EMIR. In de vorm van technische reguleringsnormen wordt nadere uitwerking gegeven aan de betreffende OTC-derivatenklasse, de ingangsdatum van de clearingplicht en de minimale resterende looptijd van reeds lopende OTC-derivatencontracten die moeten worden *gefrontload*. Frontloaden is het proces waarbij de clearingplicht alsnog van toepassing wordt verklaard op OTC-derivatencontracten die zijn aangegaan na inwerkingtreding van EMIR.

<sup>129</sup> Artikel 5 lid 3 EMIR. In haar beslissing zal ESMA zich over het algemeen laten leiden door de in artikel 5 lid 4 EMIR neergelegde criteria: a) de mate van standaardisering van de betreffende klasse van OTC-derivaten, b) het volume en de liquiditeit en c) de beschikbaarheid van betrouwbare en algemeen geaccepteerde informatie over de prijsstelling. De *top-down* procedure is vooral bedoeld om de markt te sturen en op die manier invloed uit te oefenen op de OTC-derivatenklassen die voor clearing in aanmerking komen. Zie: ESMA Final Report 2012, p. 10. Daarnaast dient ESMA rekening te houden met de onderlinge verbondenheid tussen tegenpartijen die van de desbetreffende klassen van OTC-derivaten gebruikmaken en de impact van de niveaus van het tegenpartijkredietrisico. Zie ook overweging 17 van de preambule van EMIR.

<sup>130</sup> Overweging 18 van de preambule van EMIR.

<sup>131</sup> Artikel 5 lid 3 EMIR.

<sup>132</sup> Niet duidelijk is op welke wijze ESMA druk op CCP's kan uitoefenen om over te gaan tot clearing van een bepaalde categorie OTC-derivaten indien een CCP niet in staat of niet bereid is tot clearing van een dergelijke categorie over te gaan. ESMA dient in ieder geval rekening te houden met het vermogen van de CCP om een bepaalde categorie te clearen en de risico's die voortvloeien uit de clearing te beheersen, artikel 5 lid 5 onder c EMIR.

<sup>133</sup> ESMA Final Report 2012, p. 10. De betreffende derivatenklasse wordt pas clearingplichtig op het moment dat een CCP een vergunning heeft verkregen voor het clearen van de betreffende derivatenklasse. Dat blijkt mede uit artikel 5 lid 6 EMIR: indien er voor een bepaalde klasse OTC-derivaten geen CCP meer is die over een vergunning beschikt voor het clearen van deze contracten valt deze klasse niet meer onder de clearingverplichting.

<sup>134</sup> Artikel 6 lid 2 onder a jo. artikel 88 lid 1 onder a EMIR.

<sup>135</sup> Artikel 6 EMIR jo. artikel 8 Gedelegeerde verordening Nr. 149/2013.



risico's en tegenpartijrisico's in te perken.<sup>136</sup> EMIR voorziet derhalve in een aantal risicobeperkingstechnieken. Zo moeten de partijen bij een transactie zoveel mogelijk gebruik maken van elektronische confirmatiesystemen en dient de tijd tussen het afsluiten en het bevestigen van een transactie zo kort mogelijk te zijn.<sup>137</sup> Een andere risicobeperkingstechniek is *portfolio reconciliation*, dat dient te verzekeren dat de administratie van tegenpartijen met betrekking tot lopende tussen hen aangegane OTC-derivatentransacties zoveel mogelijk identiek aan elkaar is en dat eventuele wijzigingen op correcte en identieke wijze in de backoffice-systemen van partijen worden verwerkt.<sup>138</sup> Daarnaast is het voor partijen die handelen in OTC-derivaten die niet onder de clearingplicht vallen niet meer mogelijk om deze transacties te sluiten zonder zekerheden uit te wisselen.<sup>139</sup>

Samengevat geldt verplichte clearing indien:

1. financiële tegenpartijen een voor clearing geschikt OTC-derivatencontract met elkaar aangaan;
2. een financiële tegenpartij en een niet-financiële tegenpartij, die de clearingdrempel overschrijdt, een voor clearing geschikt OTC-derivatencontract met elkaar aangaan; en
3. niet-financiële tegenpartijen die met elkaar een voor clearing geschikt OTC-derivatencontract aangaan en beide de clearingdrempel overschrijden.<sup>140</sup>

---

<sup>136</sup> Artikel 11 EMIR. Naast de regels in EMIR worden de eigenvermogensvereisten met betrekking tot bilateraal gesloten OTC-derivaten significant verhoogd als onderdeel van het Bazel III-raamwerk. Zie overweging 81 van de preambule van de *Capital Requirements Regulation* (CRR) (Verordening (EU) Nr. 575/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Verordening (EU) 648/2012 (*PbEU* 2013, L 176/1)). Met de regels in de CRR wordt onder andere voorzien in sterke prikkels om instellingen gebruik te doen maken van CCP's. Zie over de wenselijkheid van deze prikkels: ISDA 2013. In de literatuur wordt betoogd dat OTC-derivaten die buiten de clearingplicht vallen juist zorgen voor grote speculatieve posities en een potentiële bron zijn voor systeemrisico's. Zie: Hull & Rotman 2010, p. 5. De risico-inperkingstechnieken uit artikel 11 EMIR beogen die risico's in te perken en te beheersen.

<sup>137</sup> Artikel 11 lid 1 onder a EMIR jo. artikel 12 Gedelegeerde verordening Nr. 149/2013. ESMA acht het van groot belang dat de in de regel telefonisch aangegane OTC-derivatentransacties zo spoedig mogelijk schriftelijk dan wel elektronisch door partijen worden bevestigd.

<sup>138</sup> Artikel 11 lid 1 onder b EMIR jo. artikel 13 Gedelegeerde verordening Nr. 149/2013. Andere risicobeperkingstechnieken zijn *portfoliocompressie* (dient de totale nominale waarde van een portefeuille derivaten en het totaal aan uitstaande transacties te reduceren zonder afbreuk te doen aan het risicoprofiel van de portefeuille. Bestaande transacties worden vervangen door een kleiner aantal transacties met hetzelfde risicoprofiel en identieke cashflows als onder de bestaande portefeuille, artikel 11 lid 1 onder b EMIR jo. artikel 14 Gedelegeerde verordening Nr. 149/2013) en de dagelijkse waardering van uitstaande posities (artikel 11 lid 2 en 3 EMIR).

<sup>139</sup> The Basel Committee on Banking Supervision en the International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) hebben standaarden gepubliceerd op basis waarvan alle tegenpartijen die handelen in niet-centraal geclearde derivaten verplicht zijn om initial margin en variation margin uit te wisselen. Zie ook: BIS – IOSCO 2013.

<sup>140</sup> Artikel 4 lid 1 onder a EMIR.

## 3.4 SwapClear

Hieronder wordt de werking van het SwapClear clearingsysteem van LCH.Clearnet beschreven aan de hand van de bijbehorende documentatie.

### 3.4.1 *Principal en agency model*

CCP's kunnen voor het clearingproces ofwel een '*principal model*' ofwel een '*agency model*' hanteren. In het principal model hebben end-users geen rechtstreekse contractuele relatie met de CCP maar in beginsel alleen met hun clearing member.<sup>141</sup> De clearing member garandeert als juridisch eigenaar de verplichtingen van haar end-users jegens de CCP. Economisch gezien neemt de clearing member geen posities in. Alle marktrisico's worden gealloceerd aan de achterliggende end-users.<sup>142</sup> Dat wordt over het algemeen gedaan door middel van corresponderende (*back-to-back*) transacties.

In het agency model daarentegen, treedt de clearing member op als vertegenwoordiger die de end-user rechtstreeks in een contractuele relatie brengt met de CCP. De clearing member brengt, in haar hoedanigheid van vertegenwoordiger, transacties tot stand tussen end-users en de CCP. De clearing member staat ook in dit model garant voor nakoming door de end-user.<sup>143</sup> Indien de end-user zijn verplichtingen niet nakomt, zal de CCP de clearing member daarop aanspreken. Om die reden kan niet worden gezegd dat een clearing member slechts als vertegenwoordiger optreedt. End-users kunnen in beginsel de CCP ook niet rechtstreeks contractueel aanspreken, behoudens in geval van faillissement van de clearing member.<sup>144</sup>

LCH.Clearnet hanteert een operationeel systeem waarmee harmonisatie tussen deze twee modellen wordt bewerkstelligd. Opgemerkt zij dat het geen juridische harmonisatie betreft. Het systeem is op dusdanige wijze ingericht dat beide modellen naast elkaar kunnen bestaan. Hierna wordt uitgegaan van clearing onder het principal model.

### 3.4.2 *Opname van transacties in het SwapClear clearingsysteem*

#### *Benodigde documentatie*

Een OTC-derivatentransactie wordt in eerste instantie geïnitieerd door een end-user die bijvoorbeeld een renteswap aangaat met een swapdealer (*execution broker*). De execution broker is in dit voorbeeld tevens een bij LCH.Clearnet aangesloten individual clearing

---

<sup>141</sup> De zinsnede 'in beginsel' ziet op de Deed of Assignment. De Deed of Assignment wordt besproken in paragraaf 3.4.2 en vormt wel een directe relatie tussen de CCP en de end-user.

<sup>142</sup> Zebregs 2013, p. 59.

<sup>143</sup> De CCP verlangt namelijk dat clearing members de verplichtingen van hun end-users jegens de CCP garanderen.

<sup>144</sup> Zebregs 2013, p. 59.

member. De relatie tussen de end-user en de execution broker wordt beheerst door de Execution Standard Terms<sup>145</sup> op grond waarvan de door hun gesloten OTC-derivatentransacties worden beheerst door een veronderstelde ISDA Master Agreement.<sup>146</sup> Het aangaan van een ISDA Master Agreement is om die reden niet nodig. Evenwel kunnen partijen de voorkeur hebben voor een ISDA Master Agreement waarvan zij zelf de voorwaarden hebben bepaald.<sup>147</sup>

Om een transactie ter clearing aan te kunnen bieden, dienen end-users een clearingovereenkomst met een bij LCH.Clearnet aangesloten general clearing member te sluiten.<sup>148</sup> De end-user sluit zowel een ISDA Master Agreement (*Non-Clearing ISDA Master Agreement*) als een Client Clearing Agreement<sup>149</sup> met de betreffende clearing member.

De Client Clearing Agreement incorporeert de Client Clearing Standard Terms<sup>150</sup>, waarin feitelijk de bepalingen staan die de clearingrelatie beheersen.<sup>151</sup> De Client Clearing Agreement bevat tevens een Schedule waarin aanpassingen en/of aanvullingen kunnen worden gemaakt op de Client Clearing Standard Terms. De Client Clearing Standard Terms 'klonen' vervolgens de Non-Clearing ISDA Master Agreement om te komen tot een Clearing ISDA Master Agreement.<sup>152</sup> De Clearing ISDA Master Agreement zal de geclearde transacties tussen de end-user en de clearing member beheersen.<sup>153</sup>

De Credit Support Annex bij de Non-Clearing ISDA Master Agreement wordt niet meegekloond in de Clearing ISDA Master Agreement. In plaats daarvan bevatten de Client Clearing Standard Terms een Credit Support Annex (de Clearing Credit Support Annex) waarin de verplichting tot het stellen van zekerheden is neergelegd.<sup>154</sup> De Deed of Assignment wordt als additioneel zekerheidsdocument bij de Clearing ISDA Master

---

<sup>145</sup> SwapClear Execution Standard Terms for Client Clearing d.d. 25 september 2013, <[www.lchclearnet.com](http://www.lchclearnet.com)>. Hierna: Execution Standard Terms.

<sup>146</sup> Paragraph 1.1 van de Execution Standard Terms. Er moet tevens een ISDA Master Agreement tussen de end-user en de execution broker zijn gesloten omdat deze de transacties beheerst die niet voor clearing worden geaccepteerd.

<sup>147</sup> Stegeman 2012, p. 328.

<sup>148</sup> Zie voor een overzicht van de bij LCH.Clearnet aangesloten clearing members:

<[http://www.lchclearnet.com/membership/ltd/current\\_membership.asp](http://www.lchclearnet.com/membership/ltd/current_membership.asp)>.

<sup>149</sup> SwapClear Client Clearing Agreement d.d. 6 december 2013, <[www.lchclearnet.com](http://www.lchclearnet.com)>. Hierna: Client Clearing Agreement.

<sup>150</sup> SwapClear Client Clearing Standard Terms d.d. 6 december 2013, <[www.lchclearnet.com](http://www.lchclearnet.com)>. Hierna: Client Clearing Standard Terms

<sup>151</sup> Clause 2 van de Client Clearing Agreement.

<sup>152</sup> Clause 2.1 van de Client Clearing Standard Terms. Andere bepalingen in de Client Standard Terms zien op i) de mogelijkheid van verrekening tussen de Non-Clearing ISDA Master Agreement en de Clearing ISDA Master Agreement, ii) de overgang van een transactie van de Non-Clearing ISDA Master Agreement naar de Clearing ISDA Master Agreement, iii) cross-default tussen de Non-Clearing ISDA Master Agreement en de Clearing ISDA Master Agreement, etc. Zie ook clause 3 – 7 van de Client Clearing Standard Terms.

<sup>153</sup> Stegeman 2012, p. 327.

<sup>154</sup> Clause 2.2 jo. Appendix 1 van de Client Clearing Standard Terms.

Agreement aangewezen.<sup>155</sup> Onder de Deed of Assignment draagt de clearing member bepaalde vorderingen op LCH.Clearnet over aan de end-user tot zekerheid van zijn verplichtingen jegens de end-user onder de Clearing ISDA Master Agreement.<sup>156</sup> Kort gezegd, betreffen de vorderingen de teruggave van zekerheden van de end-user op de klantenrekening die de clearing member aanhoudt bij LCH.Clearnet.<sup>157</sup>

### *Substitutiemethode*

Om te bewerkstelligen dat LCH.Clearnet als centrale tegenpartij gaat fungeren zijn er diverse juridische mogelijkheden. Het is van groot belang dat een CCP geen misverstand laat bestaan over de vraag of zij als CCP optreedt, welke substitutiemethode zij gebruikt en vanaf welk moment zij als tegenpartij gaat optreden.<sup>158</sup> In de praktijk wordt door vrijwel alle CCP's gebruik gemaakt van novatie<sup>159</sup> of open offer.<sup>160</sup> LCH.Clearnet maakt gebruik van open offer. Dat werkt als volgt.

Indien de end-user en de execution broker overeenstemming hebben bereikt over de transactie die zij willen aangaan, worden de gegevens van hun transactie zowel door de end-user als door de execution broker bevestigd via een door LCH.Clearnet goedgekeurde elektronische bevestigingsdienst.<sup>161</sup> De gegevens worden vervolgens doorgezonden naar LCH.Clearnet die controleert of de transactie in aanmerking komt voor clearing.<sup>162</sup>

Indien de controle positief uitvalt, wordt daarvan een bevestiging verstuurd naar dezelfde elektronische bevestigingsdienst en stuurt LCH.Clearnet een bericht naar de door de end-user aangewezen clearing member met de vraag of deze de transactie wil accepteren voor clearing.<sup>163</sup> De clearing member kan i) de transactie weigeren, ii) nalaten tijdig te reageren en iii) de transactie accepteren. LCH.Clearnet gaat vervolgens over tot registratie van de transactie door een bevestiging van weigering of acceptatie van een transactie door een clearing member te sturen naar de elektronische bevestigingsdienst. De betrokken

---

<sup>155</sup> Appendix 2C.I SwapClear Procedures d.d. 31 december 2013 (hierna: SwapClear Procedures), <[www.lchclearnet.com](http://www.lchclearnet.com)>.

<sup>156</sup> Clause 2.3 van de Client Clearing Standard Terms jo. clause 3 van de Deed of Assignment.

<sup>157</sup> Clause 3 van de Deed of Assignment.

<sup>158</sup> Chamorro 2011, p. 8.

<sup>159</sup> Novatie geschiedt in twee stappen. Eerst komt een verbintenis tot stand tussen de twee clearing members van end-users. Vervolgens gaat de overeenkomst tussen de twee clearing members teniet en wordt deze vervangen door twee nieuwe verbintenissen. Eén tussen de eerste clearing member en de CCP en één tussen de CCP en de tweede clearing member. Novatie blijft in deze scriptie verder buiten beschouwing. Zie ook: Silverentand & Heemskerk, p. 243.

<sup>160</sup> Zebregs 2013, p. 48.

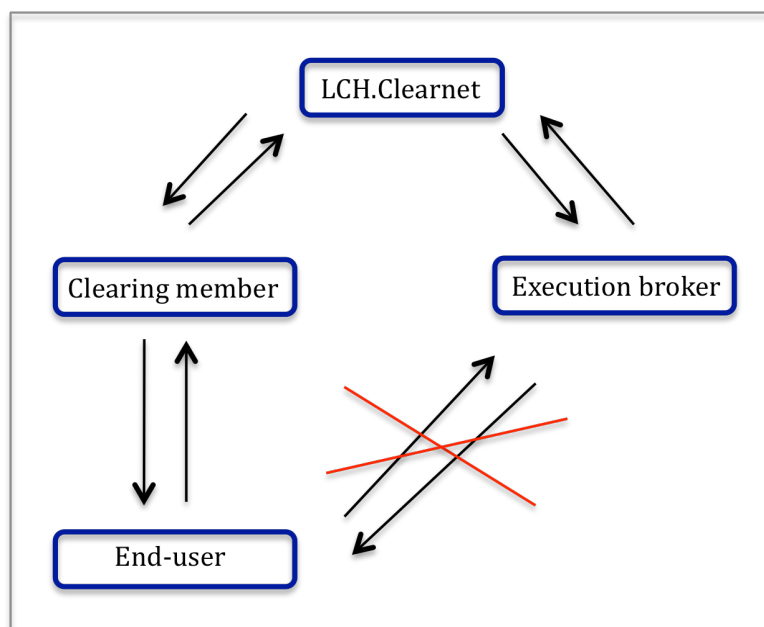
<sup>161</sup> Door LCH.Clearnet goedgekeurde elektronische bevestigingsdiensten met betrekking tot SwapClear zijn MarkitWire, Bloomberg, Tradeweb en TrueEx, section 2C.3.4.1 SwapClear Procedures.

<sup>162</sup> LCH.Clearnet controleert of de transactie voldoet aan de criteria van voor clearing vatbare producten. Zie ook: Regulation 9 (b) jo. 12 (c) LCH.Clearnet General Regulations december 2013. Hierna: LCH.Clearnet General Regulations.

<sup>163</sup> Regulation 47 sub b LCH.Clearnet General Regulations jo. section 2C.3.1 SwapClear Procedures jo. clause 4.1.2 van de Client Clearing Standard Terms.

clearing members krijgen daarvan bericht.<sup>164</sup> Indien sprake is van acceptatie, zal de CCP vanaf dat moment als tegenpartij fungeren.<sup>165</sup>

Als aan bovenstaande voorwaarden is voldaan ontstaan er twee identieke, tegengestelde transacties. Enerzijds ontstaat er een transactie tussen de clearing member en LCH.Clearnet, anderzijds ontstaat er een transactie tussen LCH.Clearnet en de execution broker. Als de transactie tussen de clearing member en LCH.Clearnet tot stand is gekomen i) vervalt de transactie tussen de end-user en de execution broker en ii) wordt een transactie tussen de end-user en de clearing member geacht te zijn aangegaan onder de tussen hen gesloten Client Clearing Agreement.<sup>166</sup> In plaats van één transactie ontstaat er een keten van transacties met economisch corresponderende voorwaarden, onderworpen aan de voorwaarden van LCH.Clearnet.<sup>167</sup> Na opname van de transactie in het clearingsysteem van LCH.Clearnet is deze keten als volgt schematisch weer te geven.



Vanaf het moment dat LCH.Clearnet als centrale tegenpartij optreedt, vervult zij een garantiefunctie. LCH.Clearnet garandeert dat betaling en/of levering van financiële instrumenten zal plaatsvinden (settlement).<sup>168</sup> Bijvoorbeeld in geval van het faillissement van een clearing member. In dat geval neemt LCH.Clearnet de transacties op eigen boek.<sup>169</sup>

<sup>164</sup> Section 2C.3.7 SwapClear Procedures.

<sup>165</sup> Zebregs 2013, p. 50.

<sup>166</sup> Clause 4.1.3 van de Client Clearing Standard Terms.

<sup>167</sup> Graaf & Stegeman 2011b, p. 9.

<sup>168</sup> Van belang is dat een CCP duidelijk vermeldt waar de door haar verleende garantie precies uit bestaat, artikel 50 lid 2 EMIR.

<sup>169</sup> Zij zal in een dergelijk geval echter wel zo snel mogelijk tot overdracht of liquidatie van deze posities overgaan. Zie daarvoor hoofdstuk 4 over default management.

### 3.4.3 *Uitwisselen van zekerheden*

Als de transacties eenmaal zijn opgenomen in het clearingsysteem en LCH.Clearnet als centrale tegenpartij optreedt, loopt LCH.Clearnet risico op de openstaande posities. Om haar positie te beschermen heeft LCH.Clearnet de bevoegdheid om haar clearing members gedurende de looptijd van een derivatentransactie een verplichting tot het storten van zekerheden op te leggen en die zekerheden te vorderen en innen. Een belangrijke bron van zekerheden zijn margins.<sup>170</sup>

#### *Regels ten aanzien van marginvereisten in EMIR*

EMIR stelt zowel kwalitatieve als kwantitatieve marginvereisten. Kwantitatief gezien moet margin toereikend zijn om:

- potentiële tegenpartijrisico's te dekken die zich kunnen voordoen indien tot liquidatie van de betreffende posities wordt overgegaan;
- verliezen af te dekken die voortvloeien uit minstens 99% van de schommelingen van tegenpartijrisico's; en
- de risico's die de CCP loopt op al zijn clearing members ten minste op dagelijkse basis volledig zeker te stellen.<sup>171</sup>

Kwalitatief gezien mag een CCP enkel margin accepteren dat bestaat uit cash<sup>172</sup> en zeer liquide financiële instrumenten.<sup>173</sup> Voor wat betreft de variation margin wordt door CCP's in de regel alleen cash geaccepteerd.<sup>174</sup> Indien financiële instrumenten als zekerheid worden verstrekt, dienen afdoende *haircuts* te worden toegepast om mogelijke waardeverliezen tussen twee momenten van marginuitwisseling op te vangen.<sup>175</sup>

---

<sup>170</sup> Artikel 41 lid 1 EMIR. De achtergrond van deze bepalingen is dat default van een clearing member niet tot significante verliezen van andere marktdeelnemers mag leiden. Een CCP is onder EMIR verplicht om een robuust *margin-* en *collateral*beleid te voeren en dient dit beleid ook aan te kunnen passen onder veranderende marktomstandigheden. De marginverplichtingen dienen onder andere ter reductie van het tegenpartijrisico. Zie ook: Zebregs 2010, p. 113.

<sup>171</sup> Artikel 41 lid 1 EMIR.

<sup>172</sup> Vanuit het perspectief van de CCP is geld de meest ideale vorm van margin omdat de waarde in beginsel vaststaat.

<sup>173</sup> Artikel 46 lid 1 EMIR. Nadere uitwerking in artikel 38 en 39 Gedelegeerde Verordening 153/2013. Voorbeelden van zeer liquide financiële instrumenten zijn staatsobligaties en gedekte obligaties die voldoen aan de vereisten gesteld in de *Capital Requirements Directive* (Richtlijn 2013/36/EU van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende toegang tot het bedrijf van kredietinstellingen en het prudentieel toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, tot wijziging van Richtlijn 2002/87/EG en tot intrekking van de Richtlijnen 2006/48/EG en 2006/49/EG (*PbEU* 2013, L 176/338). Hierna: CRD IV).

<sup>174</sup> Dit houdt verband met het feit dat de variation margin wordt doorgeleverd aan de end-user wiens positie in waarde is gestegen en niet wordt gehouden door de CCP. Zie ook artikel 85 lid 2 EMIR. Zie ook Section 2C.6 SwapClear Procedures.

<sup>175</sup> Artikel 46 lid 1 EMIR. Nadere uitwerking in artikel 41 van de Gedelegeerde Verordening 153/2013. Bij het vaststellen van de *haircuts* dient de CCP onder meer rekening te houden met liquiditeits- en concentratierisico's, artikel 46 lid 1 jo. artikel 46 lid 3 onder b EMIR en artikel 43 - 44 Gedelegeerde verordening 153/2013.

### *Uitwisselen van zekerheden tussen clearing members en LCH.Clearnet*

Margin kan in essentie worden onderscheiden in *variation margin* en *initial margin*.<sup>176</sup> Variation margin vormt een dekking voor verliezen die ontstaan door prijsschommelingen onder normale marktomstandigheden.<sup>177</sup> LCH.Clearnet berekent deze margin door de waarde van de portefeuille van een clearing member aan het einde van de handelsdag te vergelijken met de waarde van de portefeuille aan het einde van de handelsdag ervoor (*mark-to-market*).<sup>178</sup> De berekening van variation margin is gebaseerd op prijsinformatie uit het verleden en daardoor in veel gevallen nauwkeurig te berekenen.<sup>179</sup> Aan de hand van die berekening wordt extra margin bijgestort of zal er margin worden teruggestort naar de clearing member.

Een CCP heeft, naast variation margin, meer zekerheden nodig om zichzelf te beschermen. Immers, op het moment dat een clearing member failliet gaat, houdt de CCP de posities van de clearing member op eigen boek en zal de clearing member geen variation margin meer storten. In dat geval zal een CCP proberen de posities te liquideren of over te dragen naar een andere clearing member. In de tussentijd moet LCH.Clearnet aan haar verplichtingen jegens andere clearing members voldoen. Tot het moment dat een CCP daarin is geslaagd, loopt LCH.Clearnet een liquidatierisico.<sup>180</sup> Uit hoofde van EMIR is de CCP verplicht margins te incasseren om het risico tot aan het moment van liquidatie af te dekken.<sup>181</sup> Dat gebeurt in de vorm van initial margin.

Waar variation margin relatief eenvoudig te berekenen is op basis van actuele en historische prijsinformatie, is het berekenen van initial margin een lastigere opgave omdat wordt uitgegaan van toekomstige prijsveranderingen. De hoogte van de initial margin is om die reden afhankelijk van diverse variabelen.<sup>182</sup> CCP's maken per clearing member een inschatting van het potentiële toekomstige verlies aan de hand van een zelf ontwikkelde formule.<sup>183</sup> ESMA heeft technische reguleringsnormen opgesteld ten aanzien van de wijze waarop initial margin moet worden berekend.<sup>184</sup>

---

<sup>176</sup> Graaf & Stegeman 2011b, p. 12.

<sup>177</sup> Variation margin kan positief of negatief zijn. Indien wordt uitgegaan van een oorspronkelijke derivatentransactie aangegaan tussen X en Y werkt het doorgeefluik binnen het clearingproces als volgt. Indien de posities van X in waarde dalen, zal X variation margin dienen te storten aan zijn clearing member. De clearing member stort de ontvangen variation margin vervolgens door naar de CCP. De CCP zal de ontvangen variation margin op haar beurt doorleveren aan de clearing member van Y. Tot slot ontvangt Y de variation margin van zijn clearing member.

<sup>178</sup> Regulation 15(a) LCH.Clearnet General Regulations jo. section 2C.6 SwapClear Procedures. Zie ook: Silverentand & Heemskerk 2011, p. 244.

<sup>179</sup> Artikel 40 EMIR. Door op dagelijkse basis variation margin uit te wisselen, wordt voorkomen dat ongedekte verliezen zich opbouwen gedurende de looptijd van de transactie.

<sup>180</sup> Zebregs 2013, p. 108.

<sup>181</sup> Artikel 41 lid 1 EMIR.

<sup>182</sup> Zebregs 2013, p. 109.

<sup>183</sup> Voor het bepalen van de hoogte van de initial margin gebruiken CCP's risicomodellen gebaseerd op historische data en veronderstellingen ten aanzien van de prijsvolatiliteit van de onderliggende waarden. Zie

CCP's in OTC-derivaten wisselen over het algemeen meermaals per dag margin uit met clearing members.<sup>185</sup> De CCP behoudt de initial margin en betaalt de variation margin door naar de clearing member met de tegenovergestelde transactie.<sup>186</sup> In die zin fungeert een CCP als doorgeefluik.

#### *Uitwisselen van zekerheden tussen end-users en clearing members*

Waar de marginverplichtingen van clearing members volgen uit de regels in EMIR en de Rules & Procedures van de CCP, zijn de marginverplichtingen van end-users gebaseerd op de Clearing Credit Support Annex behorend bij de Client Clearing Agreement die de relatie tussen de clearing member en de end-user beheerst.

De verplichting voor een clearing member om initial margin aan LCH.Clearnet te verstrekken, wordt gespiegeld in de Clearing Credit Support Annex doordat de end-user de verplichting heeft om een Independent Amount aan zijn clearing member te verstrekken.<sup>187</sup> De Independent Amount bestaat uit het bedrag dat LCH.Clearnet aan initial margin verlangt van de clearing member en een aanvullend vast bedrag dat de clearing member met de end-user overeenkomt (*Additional Collateral Amount*).<sup>188</sup>

Ten aanzien van de variation margin worden de marginverplichtingen tussen een clearing member en LCH.Clearnet eveneens gespiegeld in de Clearing Credit Support Annex. De waarde van het tegenpartijrisico (*Exposure*)<sup>189</sup> en de zekerheden (*Value*)<sup>190</sup> wordt gebaseerd op de waardering door LCH.Clearnet van de transacties met een clearing member, respectievelijk het onderpand dat LCH.Clearnet bereid is te accepteren voor die transacties (*LCH Eligible Collateral*).<sup>191</sup> Onder LCH Eligible Collateral moet worden verstaan de gelden of financiële instrumenten die door LCH.Clearnet als zekerheden worden geaccepteerd.<sup>192</sup>

---

ook: Section 2C.8.5 van de SwapClear Procedures. Om te voorkomen dat een CCP de risico's onderschat, wordt ieder marginmodel gevalideerd door de toezichthouder, artikel 41 lid 2 jo. artikel 19 EMIR. Het marginmodel dient in ieder geval rekening te houden met het interval tussen inningen van margins, de marktliquiditeit en de mogelijkheid van veranderingen tijdens de duur van de transactie (volatiliteit), artikel 41 lid 2 EMIR.

<sup>184</sup> De regels in de technische reguleringsnormen zien onder andere op de te hanteren betrouwbaarheidsinterval, de liquidatieperiode en het salderen van risicoposities binnen een portefeuille. Zie artikel 24 – 27 van Gedelegeerde Verordening 153/2013.

<sup>185</sup> Artikel 41 lid 3 EMIR.

<sup>186</sup> Rasheed 2012.

<sup>187</sup> Paragraph 11(b)(i)(C) Clearing CSA.

<sup>188</sup> Paragraph 11(b)(iii)(A) Clearing CSA. De achtergrond van een dergelijk additional collateral amount kan zijn dat de clearing member zorgen heeft over de kredietwaardigheid van bepaalde end-users of dat een clearing member niet bereid is om gedurende de dag zekerheden voor te financieren. Tussen clearing members en LCH.Clearnet wordt immers meermaals per dag margin uitgewisseld terwijl tussen end-users en clearing members slechts één maal per dag margin wordt uitgewisseld. Zie ook: Zebregs 2013, p. 68.

<sup>189</sup> Paragraph 11(h)(viii) Clearing CSA.

<sup>190</sup> Paragraph 11(h)(x) Clearing CSA.

<sup>191</sup> Paragraph 11(h)(viii) en (x) Clearing CSA jo. de Schedule van de Client Clearing Agreement.

<sup>192</sup> Schedule van de Client Clearing Agreement.



De behoefte aan spiegelende verplichtingen blijkt ook uit de mogelijkheid om *LCH Matching* overeen te komen.<sup>193</sup> In dat geval wordt overeengekomen dat als een clearing member zekerheden moet verstrekken aan of ontvangen van de end-user, een clearing member dit mag overmaken of opvragen in bedragen en soorten die corresponderen met hetgeen LCH.Clearnet aan hem overmaakt of van hem opvraagt in verband met de uitstaande transacties tussen die clearing member en LCH.Clearnet.<sup>194</sup>

Ten aanzien van initial margin is, gezien de functie daarvan, sprake van een eenzijdige verplichting. Variation margin daarentegen is een tweezijdige verplichting: over en weer worden zekerheden uitgewisseld. Er kan een situatie ontstaan waarin de end-user zekerheden moet ontvangen van zijn clearing member omdat de end-user over al zijn posities gezien in-the-money is, terwijl op de end-user ook de verplichting rust om een Independent Amount aan zijn clearing member over te maken. In een dergelijk geval mogen deze betaalverplichtingen niet met elkaar worden verrekend.<sup>195</sup> Daardoor wordt een clearing member geacht zekerheden te hebben ontvangen om door te storten als initial margin naar LCH.Clearnet.<sup>196</sup> Verder staat de Clearing CSA geen threshold amounts toe waardoor zo min mogelijk ruimte wordt gelaten om tegenpartijrisico op elkaar te creëren.<sup>197</sup>

In de relatie tussen clearing members en end-users zal in beginsel eenmaal per dag zekerheden worden uitgewisseld. In dat opzicht kan het dagelijks uitwisselen van variation margin meer worden beschouwd als een dagelijkse afrekening van posities (*settlement-to-market*) dan als het uitwisselen van zekerheden.<sup>198</sup>

### 3.5 Settlement

Settlement is de fase die zich aandient nadat handel en clearing hebben plaatsgevonden en houdt in dat ook daadwerkelijk wordt afgerekend. Hetzij door betaling (*cash settlement*), hetzij door fysieke levering (*physical settlement*).<sup>199</sup> OTC-derivaten hebben een langere looptijd dan klassieke effecten<sup>200</sup> waardoor er sprake kan zijn van meerdere tussentijdse settlements.<sup>201</sup> Bij OTC-derivaten wordt meestal gekozen voor cash settlement.<sup>202</sup>

---

<sup>193</sup> Paragraph 11(h)(iv) Clearing CSA.

<sup>194</sup> Paragraph 11(h)(iv) Clearing CSA.

<sup>195</sup> Paragraph 11(h)(iii) Clearing CSA: '(...) *each such transfer shall be made separately and the amounts of those obligations will not be set-off against each other*'.

<sup>196</sup> Stegeman 2012, p. 330.

<sup>197</sup> Paragraph 11(b)(iii)(B) Clearing CSA.

<sup>198</sup> Zebregs 2013, p. 106.

<sup>199</sup> Graaf & Stegeman 2011a, p. 5.

<sup>200</sup> Een voorbeeld van een klassiek effect is bijvoorbeeld een aandeel.

<sup>201</sup> Feitelijk is iedere overboeking van gelden of financiële instrumenten een settlement. Veel settlements gedurende de looptijd zien bijvoorbeeld op het uitwisselen van zekerheden.

Nadat de CCP de transacties heeft geaccepteerd en gesaldeerd, zal de CCP settlementinstructies genereren en de clearing members informeren hoeveel zij moeten betalen of leveren aan de CCP, als ook wat zij van de CCP zullen ontvangen.<sup>203</sup> Om centralisatie van settlement mogelijk te maken, dienen zowel de CCP als haar clearing members een rekening aan te houden bij de door de CCP aangewezen settlementorganisatie(s).<sup>204</sup> Daarmee wordt mogelijk gemaakt settlements door middel van girale overboekingen bij de betreffende settlementorganisatie af te wikkelen.<sup>205</sup>

Settlementorganisaties kunnen worden onderscheiden in commerciële banken en centrale banken. EMIR spreekt een duidelijke voorkeur uit voor een centrale bank als settlementorganisatie.<sup>206</sup> Het gebruik van commerciële banken als settlementorganisatie brengt een groter tegenpartij- en liquiditeitsrisico met zich mee indien deze bank failliet gaat.<sup>207</sup> Om die reden schrijft EMIR voor dat er stappen moeten worden ondernomen om de risico's van de afwikkeling in contanten te beperken indien gebruik wordt gemaakt van een commerciële bank om cash settlements af te wikkelen.<sup>208</sup> Uit EMIR blijkt niet wat deze stappen precies inhouden. Daarnaast kent EMIR ESMA geen bevoegdheid toe om nadere invulling te geven aan de afwikkeling van transacties via een commerciële bank in de vorm van technische reguleringsnormen. In de literatuur wordt betoogd dat vermogensscheiding (van cash) in ieder geval verplicht zou moeten zijn.<sup>209</sup>

---

<sup>202</sup> In de navolgende uitleg van settlement wordt om die reden uitgegaan van cash settlement. Settlement van financiële instrumenten blijft verder buiten beschouwing. Zie Zebregs 2013, paragraaf 6.4 voor een nadere bespreking van settlement van financiële instrumenten.

<sup>203</sup> Zebregs 2013, p. 131.

<sup>204</sup> Indien een clearing member zelf geen rekeningen aanhoudt bij de aangewezen settlementorganisatie, kunnen derden worden ingeschakeld die daar wel een rekening aanhouden waardoor indirect toegang wordt verkregen. Dat is noodzakelijk indien een clearing member niet voldoet aan de toelatingseisen gesteld door de settlementorganisatie. Zie ook: Zebregs 2013, p. 132.

<sup>205</sup> Zowel marginbetalingen als uiteindelijke settlementbetalingen worden op deze manier afgewikkeld.

<sup>206</sup> In EMIR wordt de voorkeur gegeven aan settlements via een centrale bank, artikel 50 lid 1 EMIR. De achtergrond van deze bepaling is dat een centrale bank veiliger wordt bevonden omdat nauwelijks sprake is van faillissementsrisico. Het is echter geen harde verplichting om settlement via een centrale bank te laten verlopen omdat CCP's in meerdere valuta afwikkelen terwijl centrale banken slechts in één valutasoort afwikkelen. Een andere reden is dat de centrale bank de afwikkeling operationeel niet kan faciliteren of dat de CCP en/of haar clearing members niet aan de toelatingcriteria van de centrale bank voldoen. Zie ook: Zebregs 2011a.

<sup>207</sup> Zebregs 2013, p. 134.

<sup>208</sup> Artikel 50 lid 1 EMIR.

<sup>209</sup> Zebregs 2011a, p. 14.

## 4. Default management

### 4.1 Inleiding

Met de invoering van EMIR is definitief gekozen voor een systeem van verplichte clearing van OTC-derivaten. Centrale clearing zorgt ervoor dat het tegenpartijrisico gereduceerd wordt en dat end-users kunnen profiteren van salderingsvoordelen. Clearing kan echter niet worden gezien als wondermiddel.

Het werkelijke probleem van OTC-derivaten in een turbulente financiële markt wordt namelijk niet opgelost door centrale clearing. Het werkelijke probleem schuilt in de afwikkeling en vervanging van transacties in het geval van het faillissement van een clearing member.<sup>210</sup> Het beleid van een CCP dat ziet op de te hanteren procedure bij het faillissement van een clearing member is het *default management*. EMIR bevat regels met betrekking tot *default procedures* van CCP's. Op basis van deze regels moet het mogelijk zijn om de posities van end-users over te dragen aan een back-up clearing member in geval van faillissement van hun oorspronkelijke clearing member (defaulting clearing member). Het voordeel van het overdragen van posities voor end-users is dat daarmee wordt voorkomen dat posities tegen mogelijk ongunstige marktomstandigheden worden geliquideerd en tegen hoge kosten moeten worden vervangen (vervangingsrisico).<sup>211</sup> EMIR voorziet tevens in segregatieregels. De regels op het gebied van segregatie zijn complementair aan de regels met betrekking tot portabiliteit en moeten de overdracht van posities en zekerheden van end-users naar een back-up clearing member vergemakkelijken. De regels op het gebied van segregatie en portabiliteit beogen in eerste instantie de stabiliteit van het financiële stelsel te waarborgen maar dienen daarnaast ter bescherming van de posities en zekerheden van end-users bij faillissement van een clearing member.<sup>212</sup>

In dit hoofdstuk zullen eerst de regels op het gebied van segregatie nader worden toegelicht. Daarbij worden tevens enkele overwegingen besproken die een end-user in

---

<sup>210</sup> Pirrong 2010, p. 4.

<sup>211</sup> End-users zijn het meest gebaat bij een systeem waarbij de marktprocessen in geval van insolventie van een clearing member niet onderbroken worden. Zie ook: Van Setten 1998, p. 313.

<sup>212</sup> Interessant in dit kader is: Henkel 2013. Waar men over het algemeen een positieve houding heeft tegenover de bescherming van de stabiliteit van het financiële stelsel door middel van segregatie en portabiliteit en daarmee de posities van end-users, is Henkel van mening dat porting leidt tot het wegnemen van de prikkel tot goede risicobeheersing. Henkel betoogt dat een *safe harbor* als portabiliteit de prikkel voor CCP's wegneemt om aangesloten clearing members adequaat te monitoren. De mogelijkheid van CCP's om hun activa altijd te kunnen realiseren (onder andere door de gestorte initial margin, het wanbetalingsfonds en carve outs in het nationale faillissementsrecht) en het nagenoeg ontbreken van tegenpartijrisico, zorgt ervoor dat de *incentive* voor CCP's om systeemrisico's te verminderen onvoldoende aanwezig is. Volgens Henkel moet de Europese Unie stoppen met het uitbreiden van *safe harbors* en er daarentegen voor zorgen dat end-users blootgesteld blijven aan een zeker tegenpartijrisico door een reële dreiging van een juridisch afdwingbaar faillissement.

ogenschouw moet nemen bij de keuze voor een bepaald niveau van segregatie. Vervolgens worden de door EMIR gestelde regels met betrekking tot default procedures besproken. Tot slot wordt de werking van een dergelijke default procedure geïllustreerd aan de hand van de default procedures die SwapClear hanteert.

## 4.2 Segregatie

Wanneer een clearing member failliet gaat zijn er in beginsel twee mogelijkheden: overdracht van de posities en de daarbij behorende zekerheden aan een back-up clearing member of liquidatie. Alvorens posities en zekerheden van end-users geliquideerd of overgedragen kunnen worden, moet eerst worden vastgesteld welke posities en zekerheden toebehoren aan de end-users van de defaulting clearing member.<sup>213</sup> Om de CCP daartoe in staat te stellen is segregatie vereist. Met segregatie wordt bedoeld het aanhouden van gescheiden rekeningen en is noodzakelijkerwijze niet hetzelfde als vermogensscheiding.<sup>214</sup>

Aan end-users van clearing members die hun OTC-derivatencontracten via CCP's clearen moet een hoog niveau van bescherming worden verleend. Het feitelijke niveau van bescherming is afhankelijk van het niveau van segregatie dat deze end-users kiezen. Om die reden wordt aan CCP's de verplichting opgelegd om geactualiseerde en gemakkelijk te herkennen vastleggingen bij te houden, teneinde te faciliteren dat de posities en zekerheden van end-users van een defaulting clearing member aan een back-up clearing member kunnen worden overgedragen ofwel dat de posities en zekerheden van end-users op ordelijke wijze kunnen worden geliquideerd.<sup>215</sup>

### 4.2.1 Regels op het gebied van segregatie in EMIR

De in EMIR opgenomen regels op het gebied van segregatie hebben alleen betrekking op posities en zekerheden die bij de CCP worden aangehouden. Een CCP is uit hoofde van EMIR verplicht om gescheiden boeken en rekeningen bij te houden zodat zij in staat is om:

- i) de posities en zekerheden van de ene clearing member te onderscheiden van de posities en zekerheden van andere clearing members.<sup>216</sup> Dit houdt in dat voor iedere clearing member en voor de CCP zelf afzonderlijke rekeningen worden aangehouden.

---

<sup>213</sup> De in EMIR bedoelde regels op het gebied van segregatie vervullen dan ook primair een identificatiefunctie.

<sup>214</sup> Zebregs 2013, p. 264.

<sup>215</sup> Overweging 64 van de preambule van EMIR.

<sup>216</sup> Artikel 39 lid 1 EMIR. De achtergrond van deze bepaling is dat een CCP op enig moment en zonder vertraging, de in haar rekeningen aangehouden margin en posities van diverse clearing members van elkaar en van haar eigen activa dient te kunnen onderscheiden.

- ii) de posities en zekerheden van een clearing member te onderscheiden van de posities en zekerheden van haar end-users (*omnibus cliëntsegregatie*).<sup>217</sup> Dit niveau van segregatie heeft alleen betrekking op posities en zekerheden die door de clearing member bij de CCP worden aangehouden. Segregatie moet zowel op het niveau van de CCP als op het niveau van een clearing member worden geadmistreerd.<sup>218</sup> Indien dit niveau van segregatie wordt gehanteerd, is sprake van één omnibusrekening waarin alle posities en zekerheden van de end-users van een clearing member gezamenlijk zijn gesegregeerd van de posities en zekerheden die de betreffende clearing member voor eigen rekening en risico is aangegaan.<sup>219</sup>
- iii) de posities en zekerheden van de ene end-user van een clearingmember te onderscheiden van de posities en zekerheden van andere end-users van dezelfde clearing member (*individuele cliëntsegregatie*).<sup>220</sup> Bij dit segregatieniveau worden de zekerheden en posities van één end-user onderscheiden van die van de overige end-users van een clearing member. De individuele klantenrekening is een afgescheiden rekening die slechts voor één end-user bestemd is.<sup>221</sup> Ook hier gaat het alleen om posities en zekerheden die de clearing member aanhoudt bij de CCP.

Uit hoofde van EMIR wordt aan het vereiste om posities en zekerheden in de rekeningen van de CCP gescheiden te houden voldaan indien:

- de zekerheden en posities worden vastgelegd in gescheiden rekeningen;
- het verrekenen van op verschillende rekeningen vastgelegde posities wordt voorkomen;
- de zekerheden die de posities dekken die in een rekening zijn vastgelegd niet bloot staan aan verliezen die verband houden met posities welke in een andere rekening zijn vastgelegd.<sup>222</sup>

---

<sup>217</sup> Artikel 39 lid 2 EMIR. Achtergrond van deze bepaling is dat clearing members vaak niet alleen voor rekening en risico van end-users handelen maar vaak ook zelf voor eigen rekening en risico handelen.

<sup>218</sup> Uit artikel 39 lid 4 EMIR blijkt een administratieplicht zowel op het niveau van de clearing member als op het niveau van de CCP. Segregatie ziet echter alleen op de posities en activa die bij de CCP worden aangehouden. Indien een clearing member bijvoorbeeld additioneel onderpand verlangt van zijn end-users geldt daarvoor uit hoofde van EMIR geen segregatieverplichting. Zie ook: Zebregs 2013, p. 266.

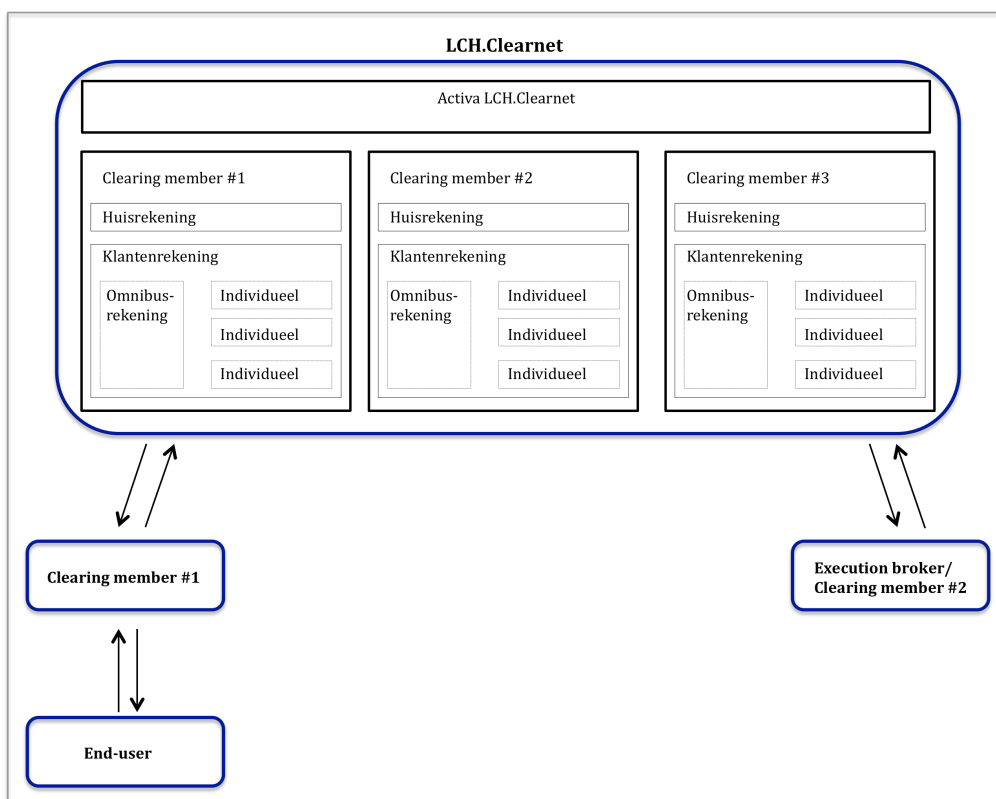
<sup>219</sup> Graaf & Stegeman 2011b, p. 92.

<sup>220</sup> Artikel 39 lid 3 EMIR. Zie ook: Thomas 2012.

<sup>221</sup> Zebregs 2011b, p. 277.

<sup>222</sup> Artikel 39 lid 9 EMIR.

De rekeningenstructuur van LCH.Clearnet zou er na inachtneming van de segregatieregels in EMIR als volgt uit kunnen zien:



EMIR bepaalt verder dat clearing members end-users ten minste de keuze moeten bieden tussen omnibus cliëntsegregatie en individuele cliëntsegregatie<sup>223</sup> en stelt hen in kennis van het beschermingsniveau en de kosten die zijn verbonden aan de verschillende niveaus van segregatie.<sup>224</sup> De keuze voor een bepaald niveau van segregatie is essentieel voor de mogelijkheid tot overdracht van posities en zekerheden naar een back-up clearing member. Hierna worden de overwegingen weergegeven die end-users in aanmerking kunnen nemen bij hun keuze voor omnibus cliëntsegregatie dan wel individuele cliëntsegregatie.

#### 4.2.2 Aandachtspunten bij de keuze voor omnibus cliëntsegregatie

Wanneer segregatie plaatsvindt tussen de eigen posities van de clearing member en die van haar gezamenlijke end-users, is sprake van één omnibus rekening waarop alle posities en zekerheden van de gezamenlijke end-users van een clearing member zijn gesegregeerd van de eigen posities van de clearing member.<sup>225</sup>

<sup>223</sup> Artikel 39 lid 5 EMIR.

<sup>224</sup> Artikel 39 lid 7 EMIR. Daaronder valt mede een beschrijving van de belangrijkste juridische implicaties van de diverse segregatiemodellen, waaronder het relevante faillissementsrecht. Zie ook: Rasheed & Zebregs 2012, p. 294.

<sup>225</sup> Zebregs 2013, p. 266.

### *Voordelen*

De voordelen van omnibus cliëntsegregatie zijn mede afhankelijk van de manier waarop zekerheden worden uitgewisseld. Er zijn bijvoorbeeld modellen denkbaar waarbij de margin berekend wordt over de totale nettopositie van de omnibusrekening. Met andere woorden, tegengestelde posities worden verrekend waardoor er (1) een lager marginbedrag verschuldigd is en (2) er voor alle end-users in de omnibusrekening slechts eenmaal zekerheden uitgewisseld hoeven te worden.<sup>226</sup> Dat leidt tot kostenbesparing en salderingsvoordelen.

### *Nadelen*

Het belangrijkste nadeel van omnibus cliëntsegregatie is dat end-users risico op elkaar lopen.<sup>227</sup> Er is geen direct gevaar zolang de clearing member zelf niet failliet gaat. Immers, de clearing member garandeert de verplichtingen van de end-users jegens de CCP, waardoor end-users onderling niet worden beïnvloed door het faillissement van één van de end-users. Als de clearing member echter failliet doordat enkele end-users failliet gaan, zal de CCP zich verhalen op de door end-users gezamenlijk gestorte initial margin.<sup>228</sup>

Bovendien kunnen end-users in een omnibusaccount het risico lopen dat er zekerheden achterblijven bij de clearing member. Indien een clearing member bijvoorbeeld het gross-net model<sup>229</sup> hanteert voor het uitwisselen van zekerheden, storten end-users op basis van het netto tegenpartijrisico van hun eigen derivatenportefeuille margin naar hun clearing member. De clearing member verstrekt echter op basis van het netto tegenpartijrisico berekend over het tegenpartijrisico van alle end-users in één omnibusaccount zekerheden aan de CCP. Door saldering op het niveau van de CCP zal de clearing member minder zekerheden hoeven te verschaffen aan de CCP dan dat zij zal vragen van haar end-users. In dat geval blijft er een deel van de door de end-user gestorte margin achter bij de clearing member waardoor de end-user bij faillissement van de clearing member zowel zekerheden terug te vorderen heeft van de CCP als van zijn clearing member. Daarnaast zal de end-user extra margin moeten verstrekken aan de back-up clearing member

---

<sup>226</sup> Zebregs 2011a, p. 16.

<sup>227</sup> Ook wel het *fellow customer risk* genoemd. In het geval van omnibus cliëntsegregatie is het voor end-users relevant om te weten wie de andere end-users zijn. In verband met de vertrouwelijkheid zal de clearing member deze informatie echter niet willen verschaffen. Zie ook: Zebregs 2013, p. 267.

<sup>228</sup> De failliete end-users zullen waarschijnlijk niet aan margin calls kunnen voldoen waardoor de CCP gerechtigd is om zich op de door end-users gezamenlijk gestorte initial margin te verhalen.

<sup>229</sup> In het gross-net model stort de end-user margin op basis van het tegenpartijrisico dat zijn clearing member op hem loopt (op brutobasis). Zijn clearing member stort de margin vervolgens naar de CCP op nettobasis. Dat betekent dat de marginverplichtingen van de clearing member aan de CCP worden vastgesteld na verrekening met zekerhedenuitwisselingen van andere end-users en van zekerhedenuitwisselingen van op eigen boek aangegane transacties. Dat betekent dat de clearing member meer zekerheden van haar end-users zal ontvangen dan dat aan de CCP wordt geleverd. Zie ook: Rasheed & Zebregs 2012, p. 294.

waaraan zijn portefeuille wordt overgedragen indien er sprake is van een margintekort door het achterblijven van zekerheden bij de failliete clearing member.<sup>230</sup>

Een ander nadeel is dat het voor een CCP moeilijker is om posities en zekerheden van end-users over te dragen naar een back-up clearing member in het geval van omnibus cliëntsegregatie. Omdat er geen sprake is van segregatie tussen de end-users onderling is portabiliteit alleen mogelijk indien de end-users gezamenlijk dezelfde back-up clearing member hebben aangewezen zodat de gezamenlijke cliëntenportefeuille in zijn geheel kan worden overgedragen.<sup>231</sup>

#### *4.2.3 Aandachtspunten bij de keuze voor individuele cliëntsegregatie*

Bij individuele cliëntsegregatie is niet alleen sprake van segregatie tussen de posities en zekerheden van de clearing member en haar end-users, maar ook tussen de posities en zekerheden van end-users onderling,

##### *Voordelen*

Het voordeel van individuele cliëntsegregatie is dat het meer bescherming biedt doordat de individuele end-user niet is blootgesteld aan risico's die andere end-users met zich meebrengen. Bovendien wordt de overdracht van posities en zekerheden aanzienlijk vereenvoudigd doordat direct bepaalbaar is welke posities en zekerheden toebehoren aan de betreffende end-user. Dat leidt ertoe dat individuele cliëntsegregatie end-users meer bescherming biedt in geval van faillissement van de clearing member dan omnibus cliëntsegregatie.

##### *Nadelen*

Een nadeel van de keuze voor individuele cliëntsegregatie is dat de salderingsvoordelen teloor gaan. Saldering van de verschillende posities van de end-users van de clearing member is niet mogelijk en de clearing member zal afzonderlijk per individuele cliënt zekerheden moeten uitwisselen met de CCP.<sup>232</sup> Doordat saldering van posities niet mogelijk is zullen de netto tegenpartijrisico's in de markt groter worden. Vanuit het

---

<sup>230</sup> Zebregs 2013, p. 270.

<sup>231</sup> Zebregs 2013, p. 267.

<sup>232</sup> Artikel 39 lid 9 onder b EMIR. Zie ook: Zebregs 2011a, p. 16. Margin zal bij individuele cliëntsegregatie worden uitgewisseld op basis van het gross-gross model. In het gross-gross worden de zekerheden, die worden gestort door de end-user, door de clearing member doorgestort naar de CCP, zonder dat er verrekening plaatsvindt met zekerhedenuitwisselingen van andere end-users of zekerhedenuitwisselingen van de door de clearing member op eigen boek aangegeane transacties. Zie ook: Rasheed & Zebregs 2012, p. 294.



oogpunt van systeemrisico's zijn individuele rekeningen dan ook niet ideaal.<sup>233</sup> Een ander nadeel is dat de kosten voor individuele cliëntsegregatie aanzienlijk hoger zijn.

## 4.3 Default procedures

### 4.3.1 Regels met betrekking tot default procedures in EMIR

EMIR bepaalt dat een CCP verplicht is over procedures te beschikken voor het geval dat een clearing member niet meer voldoet aan de regels gesteld door de CCP of waarin een clearing member faillieert (default).<sup>234</sup> Een CCP moet in geval van default onmiddellijk kunnen handelen om de verliezen en liquiditeitsdruk ten gevolge van default te beperken en om te garanderen dat de liquidatie van de posities van een clearing member haar activiteiten niet verstoort en de non-defaulting clearing members niet worden blootgesteld aan verliezen die zij niet kunnen voorzien of beheersen.<sup>235</sup>

Indien een CCP van mening is dat een clearing member niet meer aan zijn toekomstige verplichtingen zal kunnen voldoen, stelt zij de bevoegde toezichthouder<sup>236</sup> daarvan in kennis voordat de clearing member in gebreke wordt gesteld. De bevoegde toezichthouder informeert vervolgens ESMA, de betrokken leden van het ESCB en de toezichthouder van de betreffende clearing member.<sup>237</sup>

EMIR voorziet in een regeling waarbij de CCP in geval van default van een clearing member de posities en zekerheden die de betreffende clearing member voor rekening van zijn end-users aanhoudt kan overdragen (*porting*) aan een andere door de end-users aangewezen back-up clearing member die tevens is aangesloten bij de CCP.<sup>238</sup> Dit geschiedt op rechtstreeks verzoek van de end-users, zonder instemming van de defaulting clearing member. End-users die aanspraak willen maken op overdracht van hun posities en zekerheden moeten daartoe voorafgaand een overeenkomst met een back-up clearing member hebben afgesloten. Indien overdracht op korte termijn niet mogelijk is, dient de CCP alle posities te sluiten en de zekerheden te liquideren.<sup>239</sup>

EMIR bevat geen regels met betrekking tot de manier waarop overdracht dient plaats te vinden. De manier waarop wordt overgedragen wordt ter vrije bepaling aan de CCP

---

<sup>233</sup> Zebregs 2013, p. 268.

<sup>234</sup> Artikel 48 lid 1 EMIR.

<sup>235</sup> Artikel 48 lid 2 EMIR.

<sup>236</sup> De bevoegde toezichthouder is de toezichthouder die door de lidstaat is aangewezen met betrekking tot de vergunningverlening aan en het toezicht op de op zijn grondgebied gevestigde CCP's, artikel 2 onder 13 jo. artikel 22 lid 1 EMIR.

<sup>237</sup> Artikel 48 lid 3 EMIR.

<sup>238</sup> Artikel 48 lid 5 en 6 EMIR.

<sup>239</sup> Artikel 48 lid 5 en 6 EMIR.

overgelaten. Overdracht door een CCP geschiedt over het algemeen i) door overdracht van de derivatencontracten naar de back-up clearing member (contractsoverneming)<sup>240</sup> of ii) door beëindiging van de derivatenposities tussen de CCP en de defaulting clearing member en de corresponderende contracten tussen de defaulting clearing member en de end-user en het aangaan van nieuwe, identieke contracten met de back-up clearing member.<sup>241</sup>

Tot slot dient een CCP te verifiëren of haar default procedures afdwingbaar zijn. Zij neemt alle redelijke stappen om te garanderen dat zij wettelijk bevoegd is om de posities waarvan de in gebreke blijvende clearing member eigenaar is te liquideren en om de posities van de end-users van de betreffende clearing member over te dragen of te liquideren.<sup>242</sup>

In de volgende subparagraaf worden de regels ten aanzien van default procedures in EMIR geïllustreerd aan de hand van de default procedure die LCH.Clearnet met betrekking tot SwapClear hanteert.<sup>243</sup>

#### *4.3.2 Default procedure SwapClear – faillissement van een clearing member*

##### *Clearing Additional Termination Event*

Zoals gezegd, is de Clearing ISDA Master Agreement, op enkele aanpassingen na, een 'kloon' van de Non-Clearing ISDA Master Agreement.<sup>244</sup> Zo wordt de Clearing ISDA Master Agreement, naast de bestaande beëindigingsgronden uit de Non-Clearing ISDA Master Agreement, aangevuld met twee extra beëindigingsgronden (Additional Termination Events): de Clearing Default Additional Termination Event<sup>245</sup> en de LCH Disruption Additional Termination Event<sup>246,247</sup>. In het kader van deze scriptie zal enkel worden ingegaan op de Clearing Default Additional Termination Event.

---

<sup>240</sup> Barwise, Reynolds & Yang 2010.

<sup>241</sup> Close-out lijkt te impliceren dat het derivatencontract wordt beëindigd en dat daarmee het derivaat verloren gaat. Dat is echter niet het geval. In de praktijk worden derivatencontracten ook wel 'overgedragen' door het bestaande contract te beëindigen en een nieuw, identiek contract aan te gaan met, in dit geval, de back-up clearing member. Peeters & Rank 2011, p. 165.

<sup>242</sup> Artikel 48 lid 4 EMIR.

<sup>243</sup> De default procedures van LCH.Clearnet zijn opgenomen in de Default Rules d.d. 31 december 2013 (hierna: Default Rules). Zie ook de SwapClear Default Management Process Annex.

<sup>244</sup> Zie paragraaf 3.4.2 en clause 2.1 van de Client Clearing Standard Terms.

<sup>245</sup> Clause 6.4.1 van de Client Clearing Standard Terms.

<sup>246</sup> Clause 6.4.2 van de Client Clearing Standard Terms. Van een LCH Disruption Additional Termination Event is sprake als de clearing member vaststelt dat sprake is van een LCH Disruption Event. Dat is het geval bij faillissement van LCH.Clearnet. Daarnaast betreft een LCH Disruption Event elk voorval dat zich voordoet ten aanzien van LCH.Clearnet dat als gevolg heeft dat: i) er een wanverhouding ontstaat tussen rechten, verplichtingen en risico's van LCH.Clearnet en de clearing member onder de transactie die tussen hen uitstaat en de rechten, verplichtingen en risico's van de clearing member en de end-user onder de Clearing ISDA Master Agreement of ii) het voorval leidt tot verlies, aansprakelijkheid, kosten, schade of onkosten voor de clearing member, clause 1.1 van de Client Clearing Standard Terms.

Van een Clearing Default Additional Termination Event is sprake indien een clearing member een Clearing Default begaat in zijn relatie met LCH.Clearnet. Er is sprake van een Clearing Default 'in the event of a clearing member appearing to the clearing house to be unable, or to be likely to become unable, to meet its obligations in respect of one or more contracts'.<sup>248</sup> Indien LCH.Clearnet van mening is dat er sprake is van een Clearing Default, zal zij daartoe een Default Notice uitbrengen.<sup>249</sup> Indien een clearing member een Clearing Default begaat en LCH.Clearnet een Default Notice heeft uitgebracht worden zowel de uitstaande transacties tussen LCH.Clearnet en de defaulting clearing member als ook de daarmee corresponderende onderliggende transacties tussen de end-user en de defaulting clearing member automatisch beëindigd. Een gebeurtenis die zowel een Clearing Default als een Termination Event of een Event of Default oplevert, wordt uitsluitend beschouwd als een Clearing Default.<sup>250</sup>

### *Close-out netting*

Indien de transacties onder de Clearing ISDA Master Agreement vanwege een Clearing Default worden beëindigd, wordt de beëindigingswaarde van de posities berekend om tot een *close-out amount* te komen.<sup>251</sup> Dat wordt *close-out netting* genoemd en omvat drie stappen: beëindiging, waardering en netting. Nadat de transacties onder de Clearing ISDA Master Agreement zijn beëindigd, wordt de vervangingswaarde van iedere transactie bepaald.<sup>252</sup> Vervolgens worden alle beëindigingswaarden<sup>253</sup> met elkaar verrekend, waarna één netto te betalen bedrag over blijft, een close-out amount.

---

<sup>247</sup> De achtergrond van deze aanvullende beëindigingsgronden is dat de clearing member in de gegeven omstandigheden niet langer clearingdiensten mag, respectievelijk kan/wil, verlenen doordat de relatie tussen de clearing member en LCH.Clearnet wordt beëindigd.

<sup>248</sup> Clause 6.4.1 van de Client Clearing Standard Terms jo. Rule 3 van de Default Rules.

<sup>249</sup> Rule 3 van de Default Rules. LCH.Clearnet mag menen dat er sprake is van een Clearing Default in 17 van de in Rule 5 van de Default Rules omschreven gevallen. De meeste van de in Rule 5 genoemde gevallen vallen onder de term 'insolventie'. Overige gevallen zijn bijvoorbeeld wanbetaling of wanprestatie jegens LCH.Clearnet.

<sup>250</sup> Clause 7.2 van de Client Clearing Standard Terms. Een voorbeeld van een omstandigheid die zowel een Clearing Default als een Event of Default of Termination Event oplevert is faillissement. De Clearing Default Additional Termination Event is feitelijk een cross-defaultbepaling ten opzichte van de relatie tussen LCH.Clearnet en de clearing member.

<sup>251</sup> Section 6(d) van de ISDA Master Agreement 2002.

<sup>252</sup> Er zijn twee keuzemogelijkheden ten aanzien van de berekeningsmethodiek: Loss en Market Quotation. De benadering van Loss gaat uit van de concrete schade die de non-defaulting party heeft geleden. De Loss-berekening leent zich met name voor minder liquide transacties en voor transacties waarbij rekening moet worden gehouden met concrete extra kosten als een transactie onverhoopt vervroegd moet worden beëindigd. Bij Market Quotation wordt de schadeberekening gebaseerd op het concept van de vervangingswaarde van de beëindigde transacties. Daarvoor wordt aan vier marktpartijen in de desbetreffende markt voor de beëindigde transactie een quote te worden gevraagd voor het aangaan van nieuwe transacties. Deze vervangende transacties hebben als resultaat dat het economische equivalent van elke betaling of levering van de beëindigde transacties in stand blijft. Aan de hand van deze gegevens vindt berekening van de schade plaats. Zie ook: Leeger & Renkens 2003, p. 72 – 73.

<sup>253</sup> Dat kunnen zowel positieve waarden als negatieve waarden zijn die over en weer tussen partijen moeten worden afgerekend.

De close-out amount van de transacties die onder de Clearing ISDA Master Agreement vallen is bij beëindiging van de Clearing ISDA Master Agreement gelijk aan de close-out amount van de aan die transacties gerelateerde transacties tussen de clearing member en LCH.Clearnet.<sup>254</sup> De close-out amount die op basis van de beëindiging van de Clearing ISDA Master Agreement is vastgesteld mag niet worden verrekend met een eventueel close-out amount onder enige andere overeenkomst indien die ook wordt beëindigd.<sup>255</sup> Dit stelt de end-user in staat om zijn derivatenposities te laten overdragen naar de door hem aangewezen back-up clearing member of margin door LCH.Clearnet rechtstreeks terug te laten betalen.<sup>256</sup>

### *Porting*

Doordat LCH.Clearnet in het clearingproces fungeert als centrale tegenpartij, is zij ertoe verplicht de contractsverplichtingen van een defaulting clearing member na te komen. Om zichzelf te beschermen, zal de CCP ofwel overgaan tot overdracht van de derivatenposities en zekerheden van een defaulting clearing member in het zicht van faillissement naar een andere clearing member ofwel tot liquidatie van deze derivatenposities.<sup>257</sup> LCH.Clearnet zal eerst bekijken of er mogelijkheden zijn om de posities en de bijbehorende zekerheden van end-users over te dragen naar een back-up clearing member (*porting*).<sup>258</sup> Het voordeel van porting is dat end-users daardoor niet langer te maken hebben met hun defaulting clearing member en zij niet verstrikt zullen raken in een faillissementsprocedure.<sup>259</sup>

Voorwaarde voor porting is echter wel dat end-users voorafgaand aan het faillissement van hun clearing member zowel een Non-Clearing ISDA Master Agreement als een Client Clearing Agreement zijn aangegaan met een back-up clearing member.<sup>260</sup> Daarnaast dient voor de aanstelling als back-up clearing member een overeenkomst te worden aangegaan waarin de back-up clearing member zich committeert de posities over te nemen.<sup>261</sup>

---

<sup>254</sup> Clause 6.1 van de Client Clearing Standard Terms.

<sup>255</sup> Dit kan zich voordoen als op grond van de Clearing ISDA Master Agreement in zowel de Clearing ISDA Master Agreement als in de Non-Clearing ISDA Master Agreement een cross-default bepaling wordt opgenomen op basis waarvan de beëindiging van alle transacties onder de ene ISDA Master Agreement automatisch de beëindiging van alle transacties onder de andere ISDA Master Agreement tot gevolg heeft. Dit beëindigingsrecht is uitgesloten in geval van een Clearing Default Additional Termination Event die niet tevens een ander type beëindigingsgrond in de Non-Clearing ISDA Master Agreement oplevert, zie clause 6.5.2 van de Client Clearing Standard Terms. Als er sprake is van een Clearing Default Additional Termination Event die tevens een ander type beëindigingsgrond in de Non-Clearing ISDA Master Agreement oplevert kan er sprake zijn van gelijktijdige beëindiging. In dat geval kunnen de close-out amounts niet met elkaar worden verrekend op basis van clause 3.2 van de Client Clearing Standard Terms.

<sup>256</sup> Stegeman 2012, p. 333.

<sup>257</sup> Artikel 48 lid 5 en 6 EMIR.

<sup>258</sup> Portabiliteit heeft alleen betrekking op posities van end-users en niet op posities die clearing members voor eigen rekening en risico aanhouden.

<sup>259</sup> Stegeman 2012, p. 333.

<sup>260</sup> Artikel 48 lid 5 en 6 EMIR.

<sup>261</sup> Van deze overeenkomst is (nog) geen standaardmodel opgesteld die universeel gebruikt kan worden.

Voor porting door LCH.Clearnet is vereist dat zowel de end-user als de back-up clearing member binnen een bepaald tijdsbestek bevestigen dat de uitstaande posities<sup>262</sup> en de bijbehorende zekerheden overgedragen moeten worden naar een back-up clearing member.<sup>263</sup> Overdracht van posities door LCH.Clearnet geschiedt door beëindiging van zowel de transacties tussen LCH.Clearnet en de defaulting clearing member als de transacties tussen de defaulting clearing member en de end-users, waarna vervolgens nieuwe transacties onder identieke voorwaarden worden aangegaan met de back-up clearing member.<sup>264</sup> Daarnaast worden de posities op de klantrekening van de failliete clearing member bij LCH.Clearnet overgeschreven naar de klantrekening van de back-up clearing member bij LCH Clearnet (*Account Balance*). Indien sprake is van een omnibusaccount, werkt dit proces uitsluitend indien alle end-users die een dergelijk account delen gezamenlijk dezelfde back-up clearing member hebben aangewezen en LCH.Clearnet gezamenlijk instrueren om hun omnibusaccount naar hun back-up clearing member over te dragen.<sup>265</sup> Hieruit blijkt dat de mogelijkheid tot overdracht van posities onlosmakelijk is verbonden met het niveau van segregatie waarvoor is gekozen door de end-user.

Zodra de posities van de end-user zijn overgeboekt op de klantenrekening van de end-user bij de back-up clearing member, wordt geacht dat er nieuwe transacties onder identieke voorwaarden tot stand zijn gekomen tussen LCH.Clearnet en de back-up clearing member. Vervolgens zullen corresponderende transacties ontstaan tussen de back-up clearing member en de end-user. Deze transacties worden beheerst door hun Client Clearing ISDA Master Agreement.<sup>266</sup>

Overdracht van zekerheden (initial margin)<sup>267</sup> wordt mogelijk gemaakt door de Deed of Assignment die reeds bij aanvang van de clearingrelatie tussen de end-user, zijn clearing member en LCH.Clearnet tot stand is gekomen.<sup>268</sup> Immers, met een Deed of Assignment draagt de clearing member enkele vorderingen<sup>269</sup> die zij heeft op de CCP tot zekerheid over aan een end-user. De end-user heeft de bevoegdheid om over deze vorderingen te

---

<sup>262</sup> De uitstaande posities bestaan uit de uitstaande OTC-derivatentransacties tussen de end-user en de defaulting clearing member, waarvoor de clearing member corresponderende transacties is aangegaan met de CCP. Zie ook: Zebregs 2011b, p. 276.

<sup>263</sup> Regulation 52B(c)(i) en (ii) van de LCH.Clearnet General Regulations. Dit geschiedt op rechtstreeks verzoek van de end-users. Toestemming van de defaulting clearing member is niet vereist, artikel 48 lid 5 en 6 EMIR.

<sup>264</sup> Stegeman 2012, p. 333.

<sup>265</sup> Regulation 52B(d)(i) en (ii) van de LCH Clearnet General Regulations.

<sup>266</sup> Clause 4.3 van de Client Clearing Standard Terms.

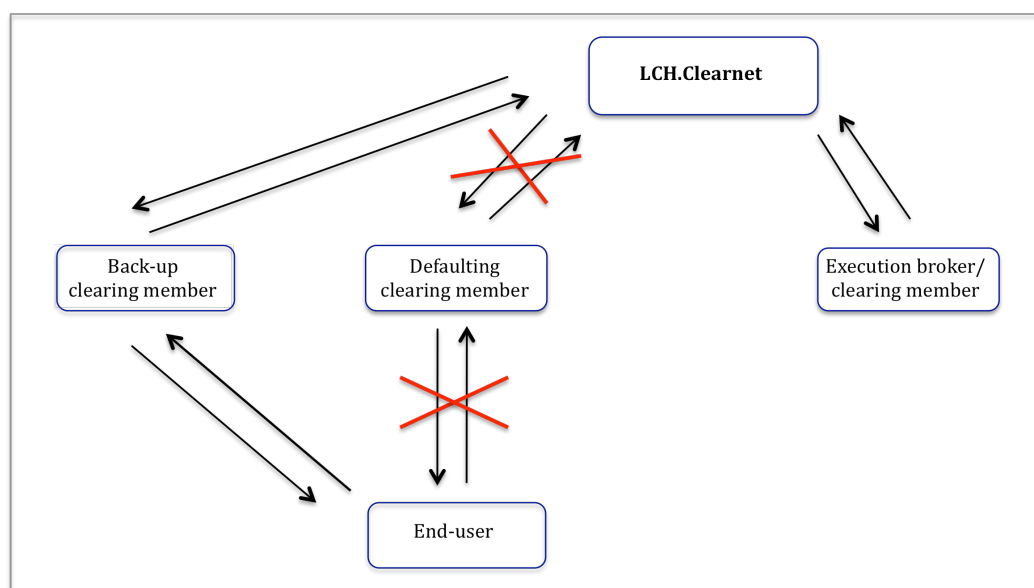
<sup>267</sup> Op het niveau van de CCP wordt slechts initial margin aangehouden. Ten aanzien van variation margin fungeert de CCP immers als doorgeefluik.

<sup>268</sup> Clause 5.2 van de Deed of Assignment.

<sup>269</sup> Kort gezegd, betreffen de vorderingen de teruggave van zekerheden van de end-user op de klantenrekening die de clearing member aanhoudt bij LCH.Clearnet.

beschikken indien zich een Enforcement Event heeft voorgedaan.<sup>270</sup> Een Enforcement Event doet zich voor indien sprake is van een Clearing Default onder de Client Clearing Agreement.<sup>271</sup> Op verzoek van de end-user kan LCH.Clearnet in geval van faillissement van de clearing member, de aan de failliete clearing member verschuldigde initial margin overdragen op een door hem aangewezen back-up clearing member.<sup>272</sup>

Nadat porting heeft plaatsgevonden zijn de verhoudingen tussen de verschillende spelers als volgt schematisch weer te geven.



### Liquidatie

Indien LCH.Clearnet posities niet op eigen boek wenst aan te houden en posities niet (kunnen) worden overgedragen, zal LCH.Clearnet overgaan tot liquidatie. LCH.Clearnet blijft door het wegvallen van de failliete clearing member zitten met eenzijdige posities jegens de execution broker. LCH.Clearnet zal zich in eerste instantie tot doel stellen de risico's van de uitstaande posities te reduceren.<sup>273</sup> Liquidatie kan plaatsvinden door posities die waarde vertegenwoordigen op de markt te verkopen en posities die verplichtingen met zich brengen tegen te sluiten.<sup>274</sup> Het voert te ver om in deze scriptie alle vervolgstappen te beschrijven die LCH.Clearnet neemt om haar positie te beschermen.

<sup>270</sup> Clause 6.1 van de Deed of Assignment.

<sup>271</sup> Clause 1.1 van de Deed of Assignment.

<sup>272</sup> Stegeman 2012, p. 327.

<sup>273</sup> Dat zal zij doen door deze posities tijdelijk te hedgen door vervangende transacties op eigen naam aan te gaan met andere clearing members om zo haar boeken te balanceren.

<sup>274</sup> Een optiepositie kan bijvoorbeeld worden geliquideerd door het aangaan van een tegengestelde transactie (sluitkoop).

Uit het bovenstaande kan worden geconcludeerd dat het (met name voor end-users) wenselijk is als porting lukt, daardoor blijven de posities van end-users immers bestaan en hoeven deze niet worden vervangen in een turbulente financiële markt. Daarnaast wordt ook door middel van porting de positie van de CCP weer in balans gebracht. Porting is echter niet essentieel voor LCH.Clearnet, ook op andere wijzen kunnen de posities met de execution broker in balans worden gebracht.<sup>275</sup>

---

<sup>275</sup> Een CCP heeft bijvoorbeeld de bevoegdheid om clearing members te verplichten tot deelname aan veilingen van de posities van in gebreke blijvende clearing members. De deelname aan de veiling mag uit hoofde van EMIR niet beperkt worden tot bepaalde categorieën clearing members en de aanvullende verplichtingen moeten in verhouding staan tot de openstaande posities die de clearing member aanhoudt bij de CCP, artikel 37 lid 6 EMIR. Een veiling kan worden gezien als een onderhandse verkoop waarbij alleen de solvabele clearing members mogen bieden.

## 5. Bescherming van end-users op basis van EMIR

### 5.1 Inleiding

De Europese Commissie heeft ervoor gekozen de regelgeving omtrent OTC-derivaten in de vorm van een verordening te gieten omdat dit geacht wordt tot een hogere mate van harmonisatie te leiden dan via nationale implementatiewetgeving mogelijk is.<sup>276</sup> Een verordening is bestemd om een situatie aan een alles omvattende en zo nodig precieze regeling te onderwerpen en behoort automatisch tot de normen van de interne rechtsorde van lidstaten, zonder dat daartoe enige omzetting naar nationaal recht is vereist.<sup>277</sup>

Omdat clearing naast diverse voordelen ook nadelen met zich meebrengt is een adequaat default management van de CCP belangrijk. In de vorige hoofdstukken is nader toegelicht wat de regels in EMIR met betrekking tot de clearingplicht en het default management inhouden. Het is echter van groot belang dat deze regels ook vanuit de praktijk bezien kunnen werken. Met name bij de keuze voor een verordening is het des te meer van belang dat de tekst een hoge mate van juridische zekerheid biedt omdat een verordening, anders dan een richtlijn, niet vertaald wordt naar nationale wetgeving. De vraag is echter: biedt EMIR deze hoge mate van juridische zekerheid? Segregatie en portabiliteit worden binnen EMIR gezien als de belangrijkste instrumenten om de posities van end-users te beschermen bij faillissement van een clearing member. Om die reden wordt in dit hoofdstuk de volgende vraag beantwoord: Bieden de regels op het gebied van segregatie en portabiliteit in EMIR een adequaat beschermingsmechanisme aan de end-user van OTC-derivaten bij faillissement van een clearing member?

Het toezichtmechanisme in EMIR is op dit moment primair gericht op CCP's. Om die reden wordt gestart met een aanbeveling voor het creëren van een toezichtmechanisme voor clearing members op Europees niveau. In dat geval zullen clearing members ook aan regels op het gebied van segregatie en portabiliteit moeten voldoen, wat de bescherming van end-users op basis van EMIR ten goede zou komen. Daarna volgen zowel op het gebied van segregatie als op het gebied van portabiliteit enkele punten waarop EMIR tekortschiet in de bescherming van end-users en zal ik bij elk kritiekpunt een aanbeveling geven voor aanpassing van EMIR zodat de bescherming van end-users beter gewaarborgd is.

---

<sup>276</sup> Uniformiteit moet een hoge mate van beleggersbescherming waarborgen en een gelijk speelveld creëren voor de marktparticipanten. Zie ook overweging 14 van de preambule van EMIR. Een verordening heeft een algemene strekking, is verbindend in al haar onderdelen en is rechtstreeks toepasselijk in elke lidstaat, artikel 288 lid 2 VWEU.

<sup>277</sup> Lenaerts & Van Nuffel, 2011, p. 591.



## 5.2 Toezichtmechanisme voor clearing members

Thans bevat EMIR enkel een toezichtmechanisme voor CCP's, wat bestaat uit een vergunningplicht en enkele organisatorische vereisten, gedragsregels en prudentiële regels waarop doorlopend toezicht wordt gehouden. Segregatie- en portabiliteitsregels zijn regels waar een CCP constant aan moet voldoen. In EMIR is niet voorzien in een toezichtmechanisme voor clearing members. Nu end-users over het algemeen niet direct toegang zullen hebben tot het clearingsysteem van een CCP maar daarvoor zijn aangewezen op een clearing member, is het wenselijk om met name ten aanzien van de bescherming van end-users in het clearingproces tevens uniforme regelgeving op te nemen op het niveau van de clearing members. Dat geldt met name op het gebied van segregatie en portabiliteit. De regels op het gebied van segregatie en portabiliteit zijn regels waar doorlopend toezicht op wordt gehouden. Om dergelijke regels in het leven te kunnen roepen voor clearing members is het noodzakelijk om een toezichtmechanisme voor clearing members in EMIR op te nemen.

Mijns inziens dient dit toezichtmechanisme in ieder geval een vergunningplicht voor clearing members te bevatten. Thans is de vergunningplicht voor clearing members enkel op nationaal niveau geregeld waardoor de kwaliteit van het toezicht op clearing members kan verschillen per lidstaat. Daarnaast is het Europees paspoort niet van toepassing op clearing members omdat er geen toezichtmechanisme is voor clearing members op Europees niveau.<sup>278</sup> Nu de meeste clearing members reeds in het bezit zijn van een bankvergunning en de bankvergunning één van de zwaarste vergunningen is, opteer ik voor een uitzondering op de vergunningplicht ten aanzien van clearing members die reeds een bankvergunning hebben verkregen.<sup>279</sup>

Vanwege de vrijstelling voor clearing members met een bankvergunning en de vele organisatorische eisen die de *Capital Requirements Directive IV*<sup>280</sup> en de *Capital Requirements Regulation*<sup>281</sup> met zich meebrengen voor banken, ben ik van mening dat de

---

<sup>278</sup> In Nederland worden clearing members die tevens een bankvergunning (art. 2:11 Wft) hebben verkregen van DNB uitgezonderd van de vergunningplicht voor clearinginstellingen (clearing members). Een bankvergunning is voldoende toereikend om te mogen optreden als clearing member. Met een bankvergunning is het Europees paspoort wel van toepassing. Het Europees paspoort van de bankvergunning kan echter niet worden gebruikt voor het verlenen van clearingdiensten binnen de EU.

<sup>279</sup> De grondslag voor de vergunningplicht van banken is de CRD IV en de CRR. Zie artikel 8 en artikel 10 – 14 van de CRD IV. Een vergunning wordt gedefinieerd als: 'een door de overheid afgegeven akte, ongeacht haar vorm, waaruit de bevoegdheid voortvloeit om de werkzaamheden uit te oefenen', artikel 4 lid 1, punt 42 CRR.

<sup>280</sup> Richtlijn 2013/36/EU van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende toegang tot het bedrijf van kredietinstellingen en het prudentieel toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, tot wijziging van Richtlijn 2002/87/EG en tot intrekking van de Richtlijnen 2006/48/EG en 2006/49/EG (*PbEU* 2013, L 176/338). (CRD IV)

<sup>281</sup> Verordening (EU) Nr. 575/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012 (*PbEU* 2013, L 176/1). (CRR)

eisen in EMIR waar een clearing member in het kader van het doorlopend toezicht aan moet voldoen beperkt dienen te blijven tot een aantal clearingspecifieke regels.<sup>282</sup>

Bij clearingspecifieke regels valt te denken aan regels op het gebied van segregatie en portabiliteit waarmee met name de bescherming van end-users wordt gewaarborgd. Daartoe worden in paragraaf 5.3 en 5.4 enkele aanbevelingen gedaan. Daarnaast verdient het aanbeveling om de voorwaarden waar clearing members aan moeten voldoen om toegelaten te worden tot een CCP te harmoniseren.<sup>283</sup> Thans is het vaststellen van toelatingscriteria voor clearing members tot een CCP overgelaten aan de CCP's zelf en kunnen om die reden verschillen per CCP. Dat verhoudt zich niet met het creëren van een *level playing field* voor clearing members op Europees niveau.<sup>284</sup>

## 5.3 Segregatie

### 5.3.1 Segregatie op het niveau van de clearing member

Een clearing member dient uit hoofde van EMIR gescheiden boekhoudingen en rekeningen bij te houden, die hem in staat stellen om zowel in zijn rekeningen bij de CCP als in zijn eigen rekeningen de op zijn naam aangehouden posities en zekerheden te onderscheiden van de posities en zekerheden die op naam van zijn end-users bij de CCP worden aangehouden.<sup>285</sup> Deze regeling impliceert dat de posities en zekerheden van end-users zowel op het niveau van de CCP als op het niveau van een clearing member moeten worden onderscheiden van de posities en zekerheden van een clearing member. Deze regeling bepaalt echter niet dat ook op het niveau van een clearing member aan de end-user de keuze tussen omnibus cliëntsegregatie en individuele cliëntsegregatie moet worden geboden. Individuele cliëntsegregatie en omnibus cliëntsegregatie worden uit hoofde van EMIR alleen verplicht gesteld op het niveau van de CCP. Een clearing member is echter degene met wie de end-user in het clearingsysteem een rechtstreekse contractuele relatie heeft.<sup>286</sup>

---

<sup>282</sup> Voor clearing members die geen bankvergunning uit hoofde van de CRD IV hebben verkregen dient EMIR wel een volledig vergunning/toezichtregime te bevatten, inclusief gedragsregels en prudentiële regels waar een clearing member doorlopend aan moet voldoen. Clearing members met bankvergunning zullen in verband met de vereisten in de CRD IV en de CRR voor een groot deel worden vrijgesteld van de vereisten voor doorlopend toezicht.

<sup>283</sup> Te denken valt bijvoorbeeld aan het harmoniseren van het minimumkapitaal dat een clearing member moet bezitten om te kunnen worden toegelaten tot het clearingsysteem van een CCP.

<sup>284</sup> Een *level playing field* is een rechtvaardigheidsprincipe waarbij niet noodzakelijk is dat elke speler evenveel kans heeft om te slagen. Wat voor een *level playing field* echter wel noodzakelijk is, is dat alle spelers het spel spelen volgens dezelfde regels.

<sup>285</sup> Artikel 39 lid 4 EMIR.

<sup>286</sup> Dat is anders in het agency model, waar de end-user wel een directe contractuele relatie heeft met de CCP. Daarnaast bestaat in het principal model eveneens een directe contractuele relatie tussen de end-user en een CCP in het kader van de Deed of Assignment waarmee de end-user direct aanspraak maakt op de initial margin die de CCP voor de end-user onder zich heeft. In deze scriptie wordt uitgegaan van het principal model.

Als een clearing member failliet gaat, maakt de end-user geen directe aanspraak op de posities die de clearing member voor rekening en risico van de end-user bij de CCP aanhoudt. Hoewel de transacties tussen de end-user en de clearing member en de transacties tussen de clearing member en de CCP onder gelijke voorwaarden zijn gesloten, kan de end-user geen aanspraak maken op de posities die, bijvoorbeeld in een individuele rekening, voor een end-user van een clearing member bij een CCP worden aangehouden. De gescheiden rekeningen voor verschillende end-users bij een CCP is enkel een administratieve notering. De daadwerkelijke posities van end-users worden aangehouden op een rekening bij een clearing member.

De clearingrelatie tussen de CCP en de aangesloten clearing members wordt beheerst door de Rules & Procedures van de betreffende CCP. Daarin staan de vereisten waar een clearing member aan dient te voldoen. Hoewel clearing members over het algemeen op basis van de Rules & Procedures verplicht zullen zijn om ook binnen hun eigen rekeningen end-users zowel individuele cliëntsegregatie als omnibus cliëntsegregatie aan te bieden, is het de vraag of segregatie op het niveau van de clearing members, wat voor de bescherming van de end-user het belangrijkste niveau is, moet worden overgelaten aan contractuele voorwaarden die van toepassing zijn op de relatie tussen de clearing member en de CCP.

Dat de posities en zekerheden van end-users zowel op het niveau van de CCP als op het niveau van de clearing member op dezelfde manier gesegregeerd zijn is van groot belang. Na de val van Lehman Brothers, die optrad als clearing member voor een groot aantal end-users, bleek dat grote hoeveelheden cliënttegoeden ten onrechte niet gesegregeerd waren.<sup>287</sup> Als gevolg daarvan was het moeilijk bepaalbaar welke zekerheden en posities bij welke end-user hoorden en heeft het jaren geduurd voordat de curatoren enigszins orde in de chaos hebben kunnen scheppen. Portabiliteit is in een dergelijke situatie onmogelijk.

---

<sup>287</sup> De administratie bij Lehman Brothers illustreert hoe problematisch het kan zijn om te vertrouwen op het houden van een goede administratie door een intermediair. De *recordkeeping* werd bij Lehman Brothers niet goed bijgehouden. UK Supreme Court, 28 februari 2012, <[www.supremecourt.gov.uk](http://www.supremecourt.gov.uk)>: 'This shocking underperformance has occurred for a number of reasons, (...). The first is that (...) LBIE failed to identify as client money, and therefore also failed to segregate, vast sums received from or on behalf of a significant number of its clients'. Als gevolg daarvan werd het door cliënten van Lehman Brothers gestorte onderpand geabsorbeerd als onderdeel van de failliete boedel van Lehman Brothers, toen Lehman Brothers omviel. Het restte slechts een concurrente vordering op de boedel. Zie ook: High Court of England and Wales 15 December 2009, [2009] EWHC 3228 (Ch) (*Lehman Brothers International (Europe) v. CRC Credit Fund Ltd. & Others*) en High Court of England and Wales 20 January 2010, [2010] EWHC 47 (Ch) (*Lehman Brothers International (Europe) v. CRC Credit Fund Ltd. & Others*), <[www.bailii.org](http://www.bailii.org)>.

Om zeker te stellen dat op het niveau van clearing members eveneens zowel omnibus cliëntsegregatie als individuele cliëntsegregatie wordt aangeboden zou de volgende gedragsregel in EMIR kunnen worden opgenomen:

*Artikel (...) Scheiding*

*1. 'Een clearinglid biedt aan gescheiden vastleggingen en rekeningen bij te houden die hem in staat stellen zijn eigen activa en posities te scheiden van de op naam van zijn cliënten aangehouden activa en posities ('omnibus-scheiding').'*

*2. 'Een clearinglid biedt aan gescheiden vastleggingen en rekeningen bij te houden die hem in staat stellen om in zijn eigen rekeningen de op naam van een cliënt aangehouden activa en posities te scheiden van de op naam van andere cliënten aangehouden activa en posities ('vermogensscheiding per individuele cliënt').'*

Na de val van Lehman Brothers is gebleken dat er kennelijk een prikkel in de vorm van regelgeving nodig is om cliënttegoeden adequaat te segregeren.<sup>288</sup> Indien tevens segregatieregels voor clearing members in EMIR worden opgenomen, worden clearing members geprikkeld zich daar aan te houden in verband met handhaving op de naleving van die regels. Handhaving is echter alleen bestuursrechtelijk van aard en komt niet direct ten goede aan de end-user, die wel van niet-naleving van de segregatieregels de dupe kan zijn. Om die reden moet in EMIR tevens worden opgenomen dat clearing members civielrechtelijk aansprakelijk zijn in het geval dat zij niet aan de segregatieregels voldoen. Daarmee wordt een extra prikkel gecreëerd om aan de regels te voldoen en kunnen end-users rechtstreeks een beroep doen op een dergelijke aansprakelijkheid bij de civiele rechter.<sup>289</sup>

### **5.3.2 Administratieve segregatie**

Aan het vereiste om posities en zekerheden in de rekeningen van een CCP gescheiden te houden is voldaan indien 1) de posities en zekerheden worden vastgelegd in gescheiden rekeningen, 2) het verrekenen van op verschillende rekeningen vastgelegde posities wordt voorkomen en 3) de zekerheden die de posities dekken welke in een rekening zijn

---

<sup>288</sup> Engeland kende voor inwerkingtreding van EMIR reeds segregatieregels (*client money rules*). Het was voor cliënten mogelijk om te kiezen voor diverse niveaus van segregatie op het niveau van de CCP. Het was vervolgens aan de clearing member om zelf een deugdelijke cliëntadministratie bij te houden. Dat was niet het geval bij Lehman Brothers.

<sup>289</sup> Zie ook: European Commission's Public consultation on Derivatives and Market Infrastructure by the Autorité des Marchés Financiers, 16 July 2010, p. 6, <[www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu)>.

vastgelegd niet worden aangesproken ter dekking van verliezen die verband houden met posities die in een andere rekening zijn vastgelegd.<sup>290</sup> De vraag die bij het bestuderen van deze vereisten opkomt is: impliceren deze regels ook segregatie in juridische zin of resulteert het voldoen aan deze regels slechts in administratieve segregatie?

Het verschil tussen administratieve en juridische segregatie is goed te illustreren aan de hand van het faillissement van bijvoorbeeld een clearing member. Administratieve segregatie resulteert slechts in segregatie in operationele zin. Zijn de posities en zekerheden van een bepaalde end-user bepaalbaar? Als er sprake is van segregatie in juridische zin, vallen de posities en zekerheden van een end-user niet in de boedel van de betreffende failliete clearing member. Dat is het grote voordeel van juridische segregatie.

Het eerste segregatievereiste is mijns inziens slechts een operationele verplichting tot het administreren van posities en zekerheden op verschillende rekeningen. De juridische gevolgen daarvan volgen namelijk niet direct uit EMIR maar moeten worden bezien in het licht van de nationale wetgeving die van toepassing is op de betrokken partijen. Wat betreft het verbod op het verrekenen van posities op verschillende rekeningen zou men enerzijds kunnen betogen dat dit verbod een indicatie geeft voor juridische segregatie, namelijk dat een CCP niet *'cross account'* mag verrekenen indien één van de aangesloten clearing members faillieert. Dat betekent dat andere clearing members en end-users van andere clearing members geen directe gevolgen ondervinden van het faillissement van één van de clearing members. Anderzijds betekent het verbod op het verrekenen van op verschillende rekeningen vastgelegde posities die worden aangehouden bij een CCP niet automatisch dat de posities en zekerheden van clearing members en end-users die in deze rekeningen worden aangehouden bij faillissement van de CCP niet tot de boedel behoren en dat is naar mijn mening de belangrijkste indicatie voor de vraag of er sprake is van juridische segregatie. Dat geldt tevens voor het derde segregatievereiste. Het feit dat posities en zekerheden in een rekening niet worden blootgesteld aan verliezen die verband houden met posities in een andere rekening betekent niet dat de posities en zekerheden van een clearing member niet in de boedel vallen indien de CCP faillieert.

Bovenstaande analyse moet met name worden bezien tegen de achtergrond dat harmonisatie van het nationale goederenrecht op Europees niveau grotendeels ontbreekt.<sup>291</sup> De vervulling van de drie bovengenoemde vereisten voorzien niet in enige vorm van harmonisatie van het nationale goederenrecht doordat er geen consensus

---

<sup>290</sup> Artikel 39 lid 9 EMIR.

<sup>291</sup> Het goederenrecht is van oudsher een terrein waarop lidstaten aan hun soevereiniteit blijven vasthouden. Een van de redenen hiervoor is dat het goederenrecht in de verschillende lidstaten nogal van elkaar afwijkt. Zie ook: Loof 2008, p. 28.

bestaat over de juridische betekenis van deze vereisten.<sup>292</sup> Dat betekent dat de vraag of de segregatie van posities en zekerheden uit hoofde van EMIR geldt als segregatie in juridische zin afhankelijk is van het recht van het land van vestiging van de clearing member<sup>293</sup> c.q. de CCP. Dat kan verschillen per jurisdictie, afhankelijk van de nationale rechtsorde van het land van vestiging van de clearing member c.q. de CCP waar de end-user c.q. een clearing member een clearingrelatie mee heeft.<sup>294</sup> Dat leidt met name tot rechtsonzekerheid ten aanzien van de bescherming van end-users door middel van segregatie. Segregatie moet mijns inziens dan ook niet worden gezien als een regel die direct bescherming van de end-user beoogt maar als een regel die de bescherming van end-users mogelijk maakt. Segregatie is namelijk van levensbelang voor de uitvoering van de regels die zien op portabiliteit.

Uit het bovenstaande volgt dat de segregatievereisten slechts segregatie in administratieve zin impliceren. Een andere implicatie dat het slechts administratieve segregatie betreft, is de segregatieregeling ten aanzien van zekerheden. De meeste CCP's (en derhalve ook hun clearing members) vragen zekerheden onder een eigendomsconstructie.<sup>295</sup> De aldus overgedragen zekerheden zijn juridisch eigendom van de CCP (respectievelijk de clearing member) en kunnen om die reden niet worden afgescheiden van haar eigen vermogen. De posities en ontvangen zekerheden dienen op specifiek aangeduide rekeningen te worden geboekt om zodoende aan bepaalde clearing members c.q. end-users te worden gekoppeld op administratieve basis.<sup>296</sup>

## 5.4 Portabiliteit

### 5.4.1 Wettelijke grondslag portabiliteit op het niveau van de clearing member

*Kern van het probleem: ontbreken wettelijke grondslag op het niveau van clearing members*

De portabiliteitsbepalingen moeten mogelijk maken dat de door een failliete clearing member voor één of meer end-users gehouden posities en zekerheden kunnen worden

---

<sup>292</sup> Zoals uit de voorgaande analyse blijkt, zijn er zowel argumenten voor als argumenten tegen aan te voeren met betrekking tot de vraag of er sprake is van juridische segregatie en ontbreekt enige consensus wat betreft de betekenis van de drie vereisten in artikel 39 lid 9 EMIR.

<sup>293</sup> Ondanks dat EMIR niet voorziet in segregatieregels op het niveau van clearing members, bevinden de posities en zekerheden van end-users zich op het niveau van de clearing member waardoor het wel degelijk relevant is om ook op het niveau van clearing members te bepalen of er sprake is van administratieve, dan wel juridische segregatie.

<sup>294</sup> Naar Nederlands recht is dat in ieder geval geen automatisme. Zie paragraaf 6.3 voor een nadere uitwerking.

<sup>295</sup> Het uitwisselen van zekerheden tussen de CCP en haar clearing members wordt beheerst door de Rules & Procedures van de betreffende CCP's. Tussen de end-users en de clearing members wordt over het algemeen gebruik gemaakt van de Engelse Credit Support Annex die uitgaat van overdracht van zekerheden in eigendom (*title transfer*).

<sup>296</sup> Graaf & Stegeman 2011b, p. 92. Dit betreft de initial margin. De segregatieregels zijn niet van toepassing op variation margin omdat variation margin niet bij de CCP wordt aangehouden.

overgeboekt naar een back-up clearing member. De portabiliteitsbepalingen zien echter uitsluitend op de door de clearing member bij een CCP voor rekening en risico van end-users aangehouden posities en zekerheden en niet op de posities en zekerheden die door een end-user bij een clearing member worden aangehouden.<sup>297</sup>

Doordat EMIR voorziet in een wettelijke basis voor de overdracht van posities en zekerheden op het niveau van de CCP is daarmee in beginsel gewaarborgd dat de overdracht ook juridisch afdwingbaar is.<sup>298</sup> EMIR prevaleert immers boven het nationale recht van de lidstaten. Dat betekent dat aan blokkerende bepalingen van nationaal faillissementsrecht geen betekenis mogen worden gehecht. Met betrekking tot clearing members daarentegen, is geen regeling opgenomen op basis waarvan overdracht van posities en zekerheden kan plaatsvinden in een faillissementssituatie. Met andere woorden, de wettelijke grondslag ontbreekt.

Zoals beschreven in paragraaf 4.3.1 gaat LCH.Clearnet uit van een systeem van overdracht waarbij alle bestaande transacties worden beëindigd en er vervolgens nieuwe transacties tot stand komen met de back-up clearing member. Contractueel wordt de ISDA Client Clearing Agreement goed afgestemd op de Rules & Procedures van LCH.Clearnet. Er kunnen echter wel problemen ontstaan in de wisselwerking met nationaal recht. Immers, de portabiliteitsbepalingen in EMIR, op basis waarvan de CCP bevoegd is posities en zekerheden over te dragen naar een back-up clearing member, prevaleren boven nationaal faillissementsrecht.

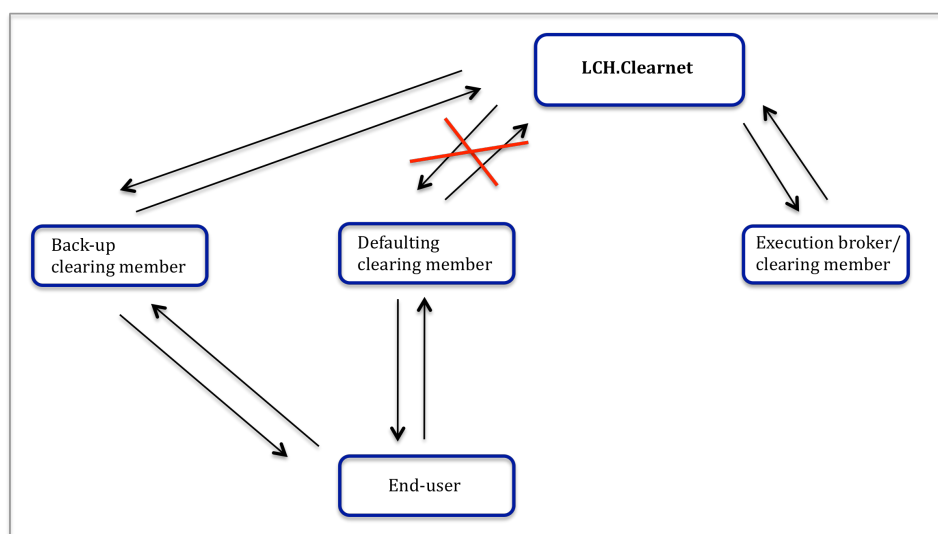
Het is echter denkbaar dat nationaal faillissementsrecht niet zonder meer toestaat dat op het niveau van de clearing member transacties worden beëindigd zonder tussenkomst van de curator. Daarnaast ontstaan er op contractuele basis wel nieuwe transacties met een back-up clearing member, corresponderend aan de nieuwe transacties die LCH.Clearnet in het kader van de overdracht met de back-up clearing member is aangegaan. In dat geval heeft de end-user zowel met de defaulting clearing member als de back-up clearing member transacties uitstaan waar verplichtingen uit voort kunnen vloeien.

---

<sup>297</sup> Rank 2013, p. 17.

<sup>298</sup> Of dat daadwerkelijk het geval is, wordt besproken in de volgende paragraaf.

De zojuist geschetste situatie is als volgt schematisch weer te geven.



Dit is geen wenselijke situatie en belemmert de adequate werking van de portabiliteitsbepalingen in die zin dat de end-user daar op deze manier geen bescherming aan ontleent. Mogelijk worden de posities die een end-user aanhoudt bij een clearing member niet overgedragen maar 'verdubbeld'.

#### *Aanbeveling*

EMIR bevat enkel op het niveau van de CCP een wettelijke grondslag voor de overdracht van posities en zekerheden van end-users. De manier waarop overdracht wordt gerealiseerd, wordt ter vrije bepaling overgelaten aan CCP's. Om die reden opteer ik voor een portabiliteitsregeling op het niveau van clearing members waarmee wordt bewerkstelligd dat portabiliteit ook op het niveau van clearing members een wettelijke grondslag heeft. Bij de portabiliteitsregeling op het niveau van clearing members moet aansluiting worden gezocht bij de overdrachtsprocedures van de CCP. Daarmee wordt gezorgd dat er geen lacunes ontstaan tussen de overdracht op het niveau van de CCP, die beheerst wordt door de Rules & Procedures van de betreffende CCP, en de overdracht op het niveau van een clearing member. Een dergelijke bepaling zou er als volgt uit kunnen zien:

#### *Artikel (...) Procedures in geval van wanbetaling*

- 1. Wanneer activa en posities overeenkomstig artikel (...) <sup>299</sup> in de vastleggingen en rekeningen van een clearinglid worden aangehouden voor rekening van een cliënt, verbindt een clearinglid zich er contractueel*

<sup>299</sup> Dit vormt een verwijzing naar de door mij in paragraaf 5.3.1 voorgestelde bepaling met betrekking tot segregatie op het niveau van clearing members.



*toe om de activa en posities die zij aanhoudt voor een cliënt overeenkomstig de werkingsregels van de CTP over te boeken naar een ander, door de cliënt aangewezen clearinglid.*

Opgemerkt zij dat indien een dergelijke bepaling eenmaal is opgenomen in EMIR, wel kan worden volstaan met een contractuele afstemming van de overdracht op het niveau van de clearing member. De afdwingbaarheid zou dan immers door EMIR moeten zijn gewaarborgd.

#### **5.4.2 Afdwingbaarheid van de overdracht van posities**

*Kern van het probleem: nationaal insolventierecht*

Vorige versies van EMIR bepaalden dat de bepalingen op het gebied van segregatie en portabiliteit dienden te prevaleren boven eventueel strijdige nationale wetten, waaronder insolventiewetgeving, van de lidstaten.<sup>300</sup> Dit zou resulteren in het deels buiten toepassing verklaren van nationale wetgeving, namelijk voor zover strijdig met EMIR. In de definitieve tekst van EMIR is deze bepaling echter niet opgenomen.<sup>301</sup> Het gevolg is dat er onzekerheid bestaat over de afdwingbaarheid van de portabiliteitsbepalingen.<sup>302</sup> Hoewel de portabiliteitsbepalingen in verband met de rechtstreekse werking van een verordening nog steeds zullen prevaleren boven strijdige nationale wetten, veranderen deze bepalingen niet een geheel stelsel van nationaal insolventierecht.

Uit hoofde van EMIR rust op iedere CCP de verplichting om te verifiëren of haar default procedures afdwingbaar zijn.<sup>303</sup> Zij dient alle redelijke stappen te nemen om te garanderen dat zij wettelijk bevoegd is om de posities van end-users van de defaulting clearing member over te boeken of te liquideren.<sup>304</sup> Daarmee lijkt EMIR de CCP de verplichting op te leggen om ten aanzien van elke staat waar één van haar clearing members is gevestigd de nationale insolventiewetgeving te controleren op afdwingbaarheid.<sup>305</sup> Het is echter de vraag welke stappen een CCP kan nemen om te bewerkstelligen dat zij wettelijk bevoegd is om de posities van end-users over te dragen indien blijkt dat de portabiliteitsbepalingen

---

<sup>300</sup> Artikel 37 lid 5 van het EMIR-voorstel.

<sup>301</sup> Wel staat in overweging 64 van de preambule van EMIR dat de in deze verordening neergelegde eisen inzake het gescheiden houden en de overdraagbaarheid van de posities en activa voorrang dienen te hebben op eventueel tegenstrijdige nationale wetten, regels en bestuursrechtelijke bepalingen die de partijen verhinderen deze eisen na te leven.

<sup>302</sup> Zebregs 2011b, p. 278.

<sup>303</sup> Artikel 48 lid 4 EMIR.

<sup>304</sup> Artikel 48 lid 3 EMIR.

<sup>305</sup> Zebregs 2011b, p. 278.

in EMIR niet afdwingbaar zijn of strijdigheden met nationaal insolventierecht opleveren in een bepaalde lidstaat.<sup>306</sup>

Het primaire obstakel met betrekking tot de afdwingbaarheid van de default procedures (lees: portabiliteit) van CCP's is de inmenging van nationaal insolventierecht, waardoor het faillissement van een clearing member wordt beheerst.<sup>307</sup> Afdwingbaarheid zou gegarandeerd moeten zijn nu EMIR bepaalt dat overdracht van posities en zekerheden onder bepaalde voorwaarden<sup>308</sup> dient plaats te vinden. Afdwingbaarheid betekent rechtszekerheid. Door het ontbreken van Europese geharmoniseerde insolventiewetgeving, zullen er aanzienlijke inhoudelijke wijzigingen in de nationale wetgeving moeten worden aangebracht om de nodige rechtszekerheid te bieden.<sup>309</sup> Immers, nationaal insolventierecht verschilt per lidstaat terwijl EMIR rechtstreeks geldt in iedere lidstaat. Dat kan strijdigheden opleveren. De enige manier om afdwingbaarheid van EMIR te garanderen is harmonisatie van (in ieder geval een deel van) het nationale faillissementsrecht. Een Europese richtlijn die reeds aspecten van het nationale faillissementsrecht heeft geharmoniseerd is de Finaliteitsrichtlijn.<sup>310</sup>

Opgemerkt zij dat in deze subparagraaf alleen de afdwingbaarheid van de overdracht van posities van end-users zal worden besproken omdat de manier van overdracht van posities dermate verschilt van de manier van overdracht van zekerheden dat gezamenlijke behandeling niet passend is. De afdwingbaarheid van de overdracht van zekerheden wordt in de volgende paragraaf besproken.

---

<sup>306</sup> Wordt van een CCP verwacht dat zij in iedere jurisdictie waar een aangesloten clearing member is gevestigd een legal opinion laten opstellen? Indien dat het geval is, is de kans aanwezig dat verschillende CCP's waar éénzelfde clearing member bij is aangesloten conflicterende legal opinions (afdwingbaar/niet-afdwingbaar) ter beschikking stellen. Dat leidt tot onzekerheid met betrekking tot de afdwingbaarheid. Dit probleem is tevens van invloed op clearing members. Op basis van artikel 39 lid 7 EMIR rust op clearing members de verplichting om bekend te maken welk beschermingsniveau en welke kosten verbonden zijn aan de verschillende segregatieniveaus. Dat betekent een beschrijving van de belangrijkste juridische implicaties van de respectieve verschillende segregatie-niveaus die worden aangeboden, met inbegrip van informatie over het insolventierecht dat in het relevante rechtsgebied van kracht is. Op clearing members rust de verplichting om end-users te informeren. De vraag is echter: wat wordt er van clearing members verwacht? Wordt van clearing members verwacht dat zij legal opinions laten opstellen door advocatenkantoren? Het ligt voor de hand dat van clearing member niet kan worden verwacht dat zij enorm veel kosten maken. Zij verwijzen over het algemeen naar de website van CCP's maar dit is met name iets waar clearing members in de praktijk mee worstelen.

<sup>307</sup> European Commission's Public consultation on Derivatives and Market Infrastructure by European Financial Markets Lawyers Group, 16 July 2010, par. 9, <[www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu)>.

<sup>308</sup> Zie artikel 48 lid 5 en 6 EMIR.

<sup>309</sup> European Commission's Public consultation on Derivatives and Market Infrastructure by the International Regulatory Strategy Group, July 2010, par. 30, <[www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu)>.

<sup>310</sup> Löber 2013, p. 163.

### *Doel, reikwijdte en kernbepalingen van de Finaliteitsrichtlijn*

De Finaliteitsrichtlijn heeft tot doel systeemrisico's van betalings- en afwikkelingssystemen te verminderen, waaronder ook clearingorganisaties en CCP's.<sup>311</sup> Afwikkelingsystemen dragen bij aan een efficiënt en goedkoop betalingsverkeer. Een dergelijk systeem is echter ook kwetsbaar indien één van de deelnemers insolvent wordt. In het ergste geval kan insolventie van een deelnemer ertoe leiden dat het systeem niet meer functioneert. Insolventie van een deelnemer aan een systeem kan leiden tot besmetting en bedreiging voor de stabiliteit van de financiële sector als geheel, ook wel het systeemrisico.<sup>312</sup> Om de mogelijke schadelijke gevolgen van een insolventie van een deelnemer te mitigeren is de Finaliteitsrichtlijn vastgesteld.<sup>313</sup> De wetgeving van de lidstaten dient er op gericht te zijn de verstoring van een systeem ingevolge een insolventieprocedure tegen een deelnemer in dat systeem tot een minimum te beperken.<sup>314</sup> De Finaliteitsrichtlijn bevat regels die het definitieve karakter van de afwikkeling van betaalopdrachten in insolventiesituaties zo veel mogelijk moet waarborgen.<sup>315</sup>

De reikwijdte van de Finaliteitsrichtlijn wordt bepaald door de volgende drie begrippen:

- Systemen. Een systeem wordt gedefinieerd als: *'een formele overeenkomst tussen drie of meer deelnemers, niet meegerekend de systeemexploitant, noch in voorkomend geval een afwikkelende instantie, centrale tegenpartij, clearing house of indirecte deelnemer, met gemeenschappelijke regels en standaardprocedures voor de clearing, al dan niet via een centrale tegenpartij, of het uitvoeren van overboekingsopdrachten tussen de deelnemers'*.<sup>316</sup> Centrale clearing van OTC-derivaten via een CCP kan worden aangemerkt als een 'systeem' in de zin van de Finaliteitsrichtlijn indien een dergelijk systeem daartoe is aangewezen door de ter zake bevoegde autoriteit.<sup>317</sup> Een dergelijk systeem ziet op een contractueel systeem van formele overeenkomsten tussen de CCP en haar clearing members en heeft dus niet betrekking op de systemen van de CCP zelf.<sup>318</sup> Systemen van niet-lidstaten vallen buiten de reikwijdte van de Finaliteitsrichtlijn.

---

<sup>311</sup> Overweging 3 van de preambule van de Finaliteitsrichtlijn.

<sup>312</sup> Weber & Gruenewald 2009, p. 73.

<sup>313</sup> Van Esch 1999, p. 85.

<sup>314</sup> Overweging 4 van de preambule van de Finaliteitsrichtlijn.

<sup>315</sup> Van Esch 2010, p. 203.

<sup>316</sup> Artikel 2 onder a Finaliteitsrichtlijn.

<sup>317</sup> De daadwerkelijke aanwijzing als 'systeem' geschiedt in Nederland door het Ministerie van Financiën en dient bij de Europese Commissie te worden aangemeld, artikel 10 Finaliteitsrichtlijn jo. artikel 212d lid 1 en lid 7 Fw. Daaraan voorafgaand wordt DNB gehoord. Het clearingsysteem van LCH.Clearnet is een voorbeeld van een aangemeld systeem. Zie ook: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/settlement/designated\\_systems/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/settlement/designated_systems/index_en.htm).

<sup>318</sup> Zebregs 2013, p. 295.

- Deelnemers. Een deelnemer wordt in de Finaliteitsrichtlijn gedefinieerd als: *‘een instelling, een centrale tegenpartij, een clearing house, een afwijkende instantie of een systeemexploitant’*.<sup>319</sup> Een instelling wordt, kort gezegd, gedefinieerd als een bank, beleggingsonderneming, een overheidsinstantie of een onderneming met overheidsgarantie.<sup>320</sup> Voor banken en beleggingsondernemingen geldt dat deze ook buiten de Europese Unie gevestigd kunnen zijn.<sup>321</sup>
- Overboekingsopdrachten. Met overboekingsopdrachten<sup>322</sup> in de zin van de Finaliteitsrichtlijn wordt bedoeld op betalingsopdrachten en effectenorders. Omdat de Finaliteitsrichtlijn oorspronkelijk is opgesteld voor betalingssystemen, is de term ‘overboekingsopdracht’ in het kader van clearing door een CCP enigszins ongelukkig. Een CCP verricht niet alleen overboekingen maar neemt ook het tegenpartijrisico over. Om die reden is in de definitie van het begrip ‘overboekingsopdracht’ opgenomen dat daaronder ook moet worden verstaan *‘iedere opdracht die resulteert in het op zich nemen of het nakomen van een betalingsverplichting zoals gedefinieerd in de regels van het systeem’*.<sup>323</sup> De betalingsverplichting moet in dit geval zo worden uitgelegd dat daaronder ook leveringsverplichtingen vallen omdat een CCP veelvuldig leveringsverplichtingen overneemt.<sup>324</sup>

De belangrijkste bepalingen in de Finaliteitsrichtlijn zien op afdwingbaarheid en terugwerkende kracht van een insolventieprocedure. De Finaliteitsrichtlijn bepaalt dat overboekingsopdrachten en verrekening<sup>325</sup> juridisch afdwingbaar zijn en aan derden kunnen worden tegengeworpen, zelfs in geval van een insolventieprocedure<sup>326</sup> tegen een deelnemer, mits de overboekingsopdrachten vóór het tijdstip waarop een

---

<sup>319</sup> Artikel 2 onder f Finaliteitsrichtlijn.

<sup>320</sup> Artikel 2 onder b Finaliteitsrichtlijn.

<sup>321</sup> Zie de definitie van ‘instelling’ in artikel 2 onder b Finaliteitsrichtlijn.

<sup>322</sup> Overboekingsopdrachten worden gedefinieerd als: *‘een opdracht door een deelnemer om door middel van een boeking op de rekeningen van een kredietinstelling, een centrale bank, een centrale tegenpartij, of een afwijkende instantie een geldbedrag ter beschikking van een ontvanger te stellen, of iedere opdracht die resulteert in het op zich nemen of het nakomen van een betalingsverplichting zoals gedefinieerd in de regels van het systeem, of een opdracht door een deelnemer om door middel van een boeking in een register, of anderszins, de rechten op of de belangen in één of meer effecten over te boeken’*, artikel 2 onder i Finaliteitsrichtlijn.

<sup>323</sup> Artikel 2 onder i eerste alinea Finaliteitsrichtlijn.

<sup>324</sup> Zebregs 2013, p. 296.

<sup>325</sup> Verrekening wordt gedefinieerd als: *‘het in één nettovordering of nettoverplichting omzetten van vorderingen en verplichtingen die voortvloeien uit overboekingsopdrachten die een deelnemer of deelnemers geeft/geven aan of ontvangt/ontvangen van één of meer andere deelnemers, met als gevolg dat er alleen een nettovordering of een nettoverplichting ontstaat’*, artikel 2 onder k Finaliteitsrichtlijn.

<sup>326</sup> Een insolventieprocedure wordt gedefinieerd als: *‘elke collectieve maatregel waarin de wetgeving van een lidstaat of van een derde land voorziet, met het oog op de liquidatie of de sanering van de deelnemer indien een dergelijke maatregel gepaard gaat met opschorting van, of oplegging van beperkingen aan overboekingen of betalingen’*, artikel 2 onder j Finaliteitsrichtlijn.

insolventieprocedure is geopend in het systeem zijn ingevoerd.<sup>327</sup> Daarnaast heeft een insolventieprocedure ten aanzien van de rechten en verplichtingen die voor een deelnemer ingevolge of in verband met zijn deelname aan een systeem ontstaan, geen terugwerkende kracht vóór het tijdstip waarop een insolventieprocedure is geopend.<sup>328</sup> Bovendien zorgt de Finaliteitsrichtlijn ervoor dat overboekingsopdrachten niet ongeldig of nietig kunnen worden verklaard of ongedaan kunnen worden gemaakt op grond van bepaalde specifieke faillissementsrechtbepalingen in de nationale wetgeving van EU-lidstaten.<sup>329</sup>

*Valt de overdracht van posities van end-users binnen de reikwijdte van de Finaliteitsrichtlijn?*  
In beginsel kan het clearingsysteem van een CCP worden aangemerkt als 'systeem' in de zin van de Finaliteitsrichtlijn. Uit bovenstaande reikwijdteschets blijkt dat de werking van de Finaliteitsrichtlijn is beperkt tot de periode vóór het tijdstip waarop een insolventieprocedure is geopend, terwijl de overdracht van posities van end-users op basis van EMIR tevens mogelijk moet zijn na het tijdstip waarop een insolventieprocedure is geopend. Daarnaast ziet de werking van de Finaliteitsrichtlijn enkel op de relatie tussen CCP's en clearing members. Immers, CCP's worden expliciet genoemd en clearing members zijn over het algemeen banken en kwalificeren daardoor als 'deelnemer'. Indien een clearing member failliet gaat wordt de CCP beschermd tegen bijvoorbeeld de terugwerkende kracht van het faillissement.

Bovendien lijkt de definitieomschrijving van een 'overboekingsopdracht' op dit moment geen opening te bieden ten aanzien van lopende derivatencontracten of aanverwante initial margin.<sup>330</sup> Hoewel met betrekking tot de reikwijdte van de tweede categorie overboekingsopdrachten, effectenorders, aansluiting wordt gezocht bij de financiële instrumenten uit de MiFID<sup>331</sup>, waaronder tevens de meeste derivatencontracten vallen, lijkt de Finaliteitsrichtlijn uit te gaan van het overboeken van klassieke effecten zoals aandelen.

Uit het bovenstaande volgt dat zowel de relatie tussen end-users en clearing members als de overdracht van de posities zelf buiten de reikwijdte van de Finaliteitsrichtlijn valt

---

<sup>327</sup> Artikel 3 lid 1 Finaliteitsrichtlijn. De achtergrond van deze bepaling is dat de curator zo niet de mogelijkheid heeft om opdrachten terug te draaien. Dat zou leiden tot 'unwinding' procedures. Een uitzondering op dit uitgangspunt vormt de situatie waarin sprake is van fraude, een technische fout of bewuste benadeling van de boedel (Actio Pauliana).

<sup>328</sup> Artikel 7 Finaliteitsrichtlijn.

<sup>329</sup> Mulder 2003, p. 23.

<sup>330</sup> European Commission's Public consultation on Derivatives and Market Infrastructure by the International Market and Services Directorate General, 14 July 2010, p. 5, <[www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu)>.

<sup>331</sup> Artikel 2 onder h Finaliteitsrichtlijn.

vanwege bovengenoemde temporele beperking en omdat end-users en de overdracht van posities niet als deelnemer c.q. overboekingsopdrachten kwalificeren.<sup>332</sup>

Indien een clearing member in staat van insolventie komt te verkeren, neemt de CCP de posities van de clearing member op eigen boek. Het gevolg is echter dat er geen neutraliserende transacties staan tegenover de posities die de CCP van de defaulting clearing member heeft overgenomen. Dat levert risico's op voor het gehele systeem omdat de CCP wordt blootgesteld aan extra risico. Het doel van de Finaliteitsrichtlijn is de lasten voor het systeem zoveel mogelijk tot een minimum te reduceren als een deelnemer insolvent raakt. Met andere woorden, reductie van het systeemrisico. Gelet op het doel van de Finaliteitsrichtlijn, zou het wenselijk zijn als de handelingen die een CCP verricht in geval van faillissement van één van haar clearing members tevens onder de reikwijdte van de Finaliteitsrichtlijn komt te vallen. Door de overdracht van posities van end-users onder de reikwijdte van de Finaliteitsrichtlijn te brengen wordt de afdwingbaarheid van die overdracht in geval van een insolventieprocedure tegen een clearing member bewerkstelligd.<sup>333</sup>

Omdat EMIR de manier waarop de overdracht van posities van end-users naar een back-up clearing member moet worden bewerkstelligd niet voorschrijft, wordt dat ter nadere bepaling aan de CCP overgelaten.<sup>334</sup> Om die reden dient een regeling die voorziet in de harmonisatie van de afdwingbaarheid van de overdracht van posities flexibel te zijn.

#### *Aanbeveling: wijziging Finaliteitsrichtlijn*

Om de flexibiliteit te waarborgen die CCP's de mogelijkheid geeft om naar eigen inzicht te bepalen hoe de posities van end-users worden overgedragen naar een back-up clearing member, opteer ik voor een wijziging van de Finaliteitsrichtlijn waarmee de default procedures van een CCP, waarin wordt bepaald hoe de overdracht van de posities van end-users naar een back-up clearing member wordt vormgegeven, geen hinder zullen ondervinden van faillissementsprocedures.

---

<sup>332</sup> Hieruit valt af te leiden dat de Finaliteitsrichtlijn primair is gericht op het reduceren van het systeemrisico en niet op de bescherming van marktpartijen. End-users zouden eventueel kunnen kwalificeren als indirecte deelnemer (artikel 2, onder g van de Finaliteitsrichtlijn). Daarvoor is echter wel vereist dat de lidstaat van het recht dat op het clearingsysteem van toepassing is heeft besloten dat voor de toepassing van de Finaliteitsrichtlijn een indirecte deelnemer als deelnemer mag worden beschouwd (dat is alleen toegestaan wanneer dit op grond van het systeemrisico gerechtvaardigd is, artikel 1, punt f Finaliteitsrichtlijn) en dat de CCP bekend is met de identiteit van de end-user (artikel 1, punt f jo. punt g Finaliteitsrichtlijn).

<sup>333</sup> Afdwingbaarheid moet immers gewaarborgd zijn op grond van artikel 3 lid 1 Finaliteitsrichtlijn.

<sup>334</sup> EMIR bepaalt enkel dat de CCP zich er contractueel toe dient te verbinden om op verzoek van de end-users de procedure in te leiden waarbij de door de in gebreke blijvende clearing member voor end-users aangehouden activa en posities worden overgeboekt naar een andere, door de end-users aangewezen clearing member, artikel 48 lid 5 en 6 EMIR.

De Finaliteitsrichtlijn kan door middel van de volgende toevoegingen worden aangepast:

#### *Artikel 1*

*De bepalingen van deze richtlijn zijn van toepassing op:*

*(...)*

*d) Wanbetalingsprocedures van centrale tegenpartijen zoals gedefinieerd in artikel 2, onder l).*

#### *Artikel 2*

*l) „wanbetalingsprocedure“: procedures van centrale tegenpartijen waarin uitvoering wordt gegeven aan de ingevolge artikel 48 van Verordening 648/2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters ingestelde overdraagbaarheidsvereisten.*

#### *Artikel 3*

*5. Wanbetalingsprocedures zijn juridisch afdwingbaar en kunnen aan derden worden tegengeworpen, zelfs in geval van een insolventieprocedure tegen een deelnemer. Afdwingbaarheid geldt zowel vóór als na het tijdstip waarop een insolventieprocedure als omschreven in artikel 6, lid 1, is geopend.*

### **5.4.3 Afdwingbaarheid van de overdracht van zekerheden**

*Kern van het probleem: nationaal faillissementsrecht*

Zoals gezegd, bepaalden vorige versies van EMIR dat de bepalingen met betrekking tot segregatie en portabiliteit dienden te prevaleren boven eventueel strijdige nationale wetten, waaronder insolventiewetgeving, van de lidstaten.<sup>335</sup> Dat zou resulteren in het deels buiten toepassing verklaren van nationale wetgeving, namelijk voor zover strijdig met EMIR. In de definitieve tekst van EMIR is deze bepaling echter niet opgenomen.<sup>336</sup> Het gevolg is dat er onzekerheid bestaat over de afdwingbaarheid van de portabiliteitsbepalingen.<sup>337</sup> Hoewel de portabiliteitsbepalingen in verband met de rechtstreekse werking van een verordening nog steeds zullen prevaleren boven strijdige nationale wetten, veranderen deze bepalingen niet een geheel stelsel van nationaal insolventierecht.

---

<sup>335</sup> Zie bijvoorbeeld artikel 37 lid 5 van het EMIR-voorstel.

<sup>336</sup> Wel staat in overweging 64 van de preambule van EMIR dat de in deze verordening neergelegde eisen inzake het gescheiden houden en de overdraagbaarheid van de posities en activa van leden voorrang dienen te hebben op eventueel tegenstrijdige nationale wetten, regels en bestuursrechtelijke bepalingen die de partijen verhinderen deze eisen na te leven.

<sup>337</sup> Zebregs 2011b, p. 278.

Onderdeel van de portabiliteitsbepalingen is de overdracht van initial margin naar een back-up clearing member. Initial margin (en variation margin) wordt onder de Client Clearing Agreement uitgewisseld op basis van de Clearing CSA. Daarnaast wordt een Deed of Assignment afgesloten waaronder de clearing member bepaalde vorderingen op de CCP overdraagt aan de end-user tot zekerheid van zijn verplichtingen jegens de end-user onder de Client Clearing Agreement. Met de overdracht van de vorderingen op de CCP door de clearing member wordt tevens de overdracht van zekerheden (initial margin) naar een back-up clearing member bij faillissement van een clearing member mogelijk gemaakt.<sup>338</sup> De end-user is op basis van de Deed of Assignment uiteindelijk gerechtigde van de initial margin. Bij faillissement van een clearing member is de CCP door de aanwezigheid van een Deed of Assignment bevoegd om de initial margin ofwel over te dragen aan de end-user ofwel over te boeken naar de klantrekening van de back-up clearing member waar de end-user na voltooiing van de overdracht van zijn posities een clearingrelatie mee heeft.

Om de overdracht van zekerheden voorspoedig te laten verlopen is het van belang dat de Deed of Assignment afdwingbaar is in faillissementssituaties. De inmenging van nationaal insolventierecht, waardoor het faillissement van een clearing member wordt beheerst, kan obstakels opwerpen ten aanzien van de afdwingbaarheid van een Deed of Assignment. Immers, met een Deed of Assignment draagt de clearing member enkele vorderingen die zij heeft op de CCP tot zekerheid over aan een end-user. De end-user heeft echter pas de bevoegdheid om over deze vorderingen te beschikken indien zich een Enforcement Event heeft voorgedaan.<sup>339</sup> Een Enforcement Event doet zich voor indien sprake is van een Clearing Default onder de Client Clearing Agreement.<sup>340</sup> Met andere woorden, een clearing member draagt enkele vorderingen die zij heeft op de CCP over aan de end-user onder de opschortende voorwaarde dat zich een Enforcement Event voordoet. Denkbaar is dat nationaal faillissementsrecht niet zonder meer toestaat dat de end-user in een faillissementssituatie een dergelijke rechtstreekse vordering op de CCP verkrijgt, terwijl die vordering vlak daarvoor nog toebehoorde aan de failliete clearing member. Dat leidt immers tot een aanzienlijke benadeling van de overige schuldeisers.

Ondanks dat afdwingbaarheid gegarandeerd zou moeten zijn omdat EMIR bepaalt dat overdracht van zekerheden moet kunnen plaatsvinden, kunnen bepalingen van nationaal faillissementsrecht ervoor zorgen dat er rechtsonzekerheid ontstaat met betrekking tot de afdwingbaarheid van een Deed of Assignment. Door het ontbreken van volledig

---

<sup>338</sup> Clause 5.2 van de Deed of Assignment.

<sup>339</sup> Clause 6.1 van de Deed of Assignment.

<sup>340</sup> Clause 1.1 van de Deed of Assignment.



geharmoniseerde insolventiewetgeving, zullen er aanzienlijke inhoudelijke wijzigingen in de nationale wetgeving moeten worden aangebracht om de nodige rechtszekerheid te bieden.<sup>341</sup> Immers, nationaal insolventierecht verschilt per lidstaat terwijl EMIR rechtstreeks geldt in iedere lidstaat. De enige manier om afdwingbaarheid van de Deed of Assignment, en daarmee de portabiliteitsbepalingen in EMIR, te garanderen is harmonisatie van (in ieder geval een deel van) het nationale faillissementsrecht. Een Europese richtlijn die reeds een deel van het nationale insolventierecht omtrent financiële zekerheden heeft geharmoniseerd is de *FZO-richtlijn*.<sup>342</sup>

#### *Doel, reikwijdte en kernbepalingen FZO-richtlijn*

De FZO-richtlijn is een vervolg op de Finaliteitsrichtlijn<sup>343</sup> en vindt haar oorsprong in diverse rapporten van de ISDA waarin sterk werd aangedrongen op het wegnemen van belemmeringen voor grensoverschrijdende transacties waarbij geld en/of effecten als zekerheid worden gebruikt.<sup>344</sup> De FZO-richtlijn beoogt een eenvoudige en geharmoniseerde regeling te scheppen voor de totstandkoming en de uitoefening van financiële zekerheidsovereenkomsten.<sup>345</sup> Daarnaast zorgt de FZO-richtlijn voor een verbetering van de stabiliteit van de financiële markten. Het ontwikkelen van een eenvormig juridisch kader voor financiële zekerheden bij financiële instellingen zal onder meer leiden tot een vermindering van het systeemrisico.<sup>346</sup> Bovendien voorziet de FZO-richtlijn in een grote behoefte bij marktpartijen aan adequate regelingen voor de financiële zekerheden die zij bij hun transacties (kunnen) bedingen. Een efficiënt gebruik van deze zekerheden binnen de Europese Unie werd namelijk teveel belemmerd door diverse juridische factoren zoals verschillen in nationale wetgeving van lidstaten en onduidelijkheid over het toepasselijke recht.<sup>347</sup>

De reikwijdte van de FZO-richtlijn wordt bepaald door:

- Aard van de overeenkomst. Financiële zekerheidsovereenkomsten die leiden tot overdracht van eigendom/gerechtigdheid of financiële zekerheidsovereenkomsten

---

<sup>341</sup> European Commission's Public consultation on Derivatives and Market Infrastructure by the International Regulatory Strategy Group, July 2010, par. 30, <[www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu)>.

<sup>342</sup> Richtlijn 2002/47/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 juni 2002 betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten (*PbEG* 2002, L 168/43) gewijzigd bij Richtlijn 2009/44/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 mei 2009 tot wijziging van Richtlijn 98/26/EG betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingssystemen en Richtlijn 2002/47/EG betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten wat gekoppelde systemen en kredietvorderingen betreft (*PbEG* 2009, L 146/37).

<sup>343</sup> Overweging 1 van de preambule van de FZO-richtlijn.

<sup>344</sup> ISDA 2000.

<sup>345</sup> Overweging 3 van de preambule van de FZO-richtlijn.

<sup>346</sup> Loof 2008, p. 29.

<sup>347</sup> Mulder 2003, p. 20.

die leiden tot vestiging van een zakelijk zekerheidsrecht, ongeacht of deze vallen onder een kaderovereenkomst of algemene bepalingen.<sup>348</sup>

- Aard van het onderpand. De overdracht of verpanding van financiële instrumenten<sup>349</sup>, contanten<sup>350</sup> en/of kredietvorderingen<sup>351,352</sup>
- Aard van partijen. Bepaalde overheidsinstellingen, centrale banken, diverse financiële instellingen die onder toezicht staan en centrale tegenpartijen, afwikkelende instanties of een clearing house zoals bedoeld in de Finaliteitsrichtlijn.<sup>353</sup> Daarnaast kunnen 'gewone' ondernemingen bescherming van de FZO-richtlijn genieten indien en voor zover zij een financiële zekerheidsovereenkomst sluiten met een instelling die tot de doelgroep van de FZO-richtlijn behoort.<sup>354</sup>

De belangrijkste bepalingen in de FZO-richtlijn zien op de afdwingbaarheid van verrekening bij vroegtijdige beëindiging van de financiëlezekerheidsovereenkomst en de afdwingbaarheid van de financiëlezekerheidsovereenkomst bij faillissement van één van de contractspartijen bij die overeenkomst.<sup>355</sup>

De FZO-richtlijn draagt de lidstaten op om te bewerkstelligen dat een clausule tot saldering of verrekening bij vroegtijdige beëindiging van de financiëlezekerheidsovereenkomst steeds mogelijk is overeenkomstig de daarin vervatte bepalingen.<sup>356</sup> Ook een faillissement kan aan die mogelijkheid niet in de weg staan. Het komt er bij saldering op neer dat de wederzijdse verplichtingen opeisbaar worden, deze verplichtingen gewaardeerd worden, waarna tot verrekening kan worden overgegaan.<sup>357</sup>

Daarnaast bewerkstelligt de FZO-richtlijn dat zowel een financiëlezekerheidsovereenkomst als de verschaffing van zekerheden op basis van een dergelijke

---

<sup>348</sup> Artikel 2 onder a FZO-richtlijn.

<sup>349</sup> Aandelen en soortgelijke effecten, obligaties en andere schuldinstrumenten die op de kapitaalmarkt verhandelbaar zijn en alle andere gewoonlijk verhandelde effecten waarmee die aandelen, obligaties of andere effecten via koop, inschrijving of omruiling kunnen worden verkregen worden als 'financiële instrumenten' aangemerkt, artikel 1 onder e FZO-richtlijn.

<sup>350</sup> Contanten zijn op een rekening gecrediteerde gelden of soortgelijke vordering tot restitutie van geld, zoals geldmarktdeposito's, artikel 1 onder d FZO-richtlijn.

<sup>351</sup> Geldvorderingen die voortvloeien uit een overeenkomst waarbij, kort gezegd, een bank krediet verleent in de vorm van een lening, artikel 2 lid 1 onder o FZO-richtlijn.

<sup>352</sup> Artikel 1 lid 4 onder a FZO-richtlijn.

<sup>353</sup> Artikel 1 lid 2 FZO-richtlijn. Dit artikel bevat een limitatieve opsomming.

<sup>354</sup> Artikel 1 lid 2 onder e FZO-richtlijn. Zie ook Steffens 2005, p. 57 – 59.

<sup>355</sup> De overige bepalingen in de FZO-richtlijn zijn in het kader van deze scriptie niet relevant en komen niet aan de orde.

<sup>356</sup> Artikel 7 FZO-richtlijn.

<sup>357</sup> Loof 2008, p. 35.

overeenkomst niet ongeldig of nietig kunnen worden verklaard of ongedaan kunnen worden gemaakt op grond van bepaalde faillissementsrechtbepalingen in de nationale wetgeving van EU-lidstaten.<sup>358</sup> Een dergelijke financiëlezekerheidsovereenkomst of verschaffing van zekerheden mag niet louter worden aangetast op grond van het feit dat zij tot stand is gekomen op de dag waarop een insolventieprocedure is geopend, indien de financiëlezekerheidsovereenkomst is gesloten of de verschaffing van zekerheid heeft plaatsgevonden op een tijdstip voorafgaand aan de rechterlijke uitspraak tot opening van de insolventieprocedure.<sup>359</sup> Bovendien is een financiëlezekerheidsovereenkomst of verschaffing van zekerheid juridisch afdwingbaar en bindend jegens derden, mits de zekerheidsnemer kan aantonen dat hij geen kennis had, noch diende te hebben, van de aanvang van de insolventieprocedure.<sup>360</sup>

Het bovenstaande neemt echter niet weg dat de FZO-richtlijn bepaalt dat voorschriften in nationaal faillissementsrecht ter zake van de bestrijding van misbruik niet buiten werking worden gesteld.<sup>361</sup> Een voorbeeld is de faillissementspauliana in de Nederlandse wetgeving<sup>362</sup>, op basis waarvan een rechtshandeling kan worden vernietigd indien een contractspartij wist of behoorde te weten dat deze rechtshandeling de benadeling van de overige schuldeisers tot gevolg kan hebben. Dat betekent dat een actie als de faillissementspauliana ook kan worden toegepast in een situatie die in beginsel onder de werking van artikel 8 van de FZO-richtlijn valt indien een partij bij een financiëlezekerheidsovereenkomst wist of behoorde te weten van een dergelijke benadeling.<sup>363</sup>

#### *Valt de Deed of Assignment binnen de reikwijdte van de FZO-richtlijn?*

Zoals gezegd, wordt voor het uitwisselen van zekerheden naast de ISDA Client Clearing Agreement een Clearing CSA aangegaan. De Clearing CSA kwalificeert als financiëlezekerheidsovereenkomst.<sup>364</sup> Een Deed of Assignment wordt ook gezien als zekerheidsdocumentatie behorend bij de ISDA Client Clearing Agreement. Het is echter de vraag of de Deed of Assignment kwalificeert als financiëlezekerheidsovereenkomst. In dat geval valt de Deed of Assignment binnen de reikwijdte van de FZO-richtlijn waardoor de afdwingbaarheid van de Deed of Assignment in een faillissementssituatie van één der partijen is gewaarborgd.

---

<sup>358</sup> Artikel 8 lid 1 FZO-richtlijn.

<sup>359</sup> Artikel 8 lid 1 onder a en b FZO-richtlijn.

<sup>360</sup> Artikel 8 lid 2 FZO-richtlijn.

<sup>361</sup> Artikel 8 lid 4 FZO-richtlijn. Zie ook: Rank 2002.

<sup>362</sup> Artikel 42 Faillissementswet.

<sup>363</sup> Mulder 2003, p. 23.

<sup>364</sup> Peeters 2005, p. 64.

Er moet aan drie voorwaarden zijn voldaan om onder de FZO-richtlijn te kwalificeren als financiëlezekerheidsovereenkomst. Aan de eerste en de derde voorwaarde wordt zonder meer voldaan. De Deed of Assignment is immers een overeenkomst die leidt tot een eigendomsoverdracht van zekerheden, aangegaan door een instelling die behoort tot de doelgroep van de FZO-richtlijn, namelijk een bank/clearing member. De tweede voorwaarde ziet echter op de activa die voorwerp kunnen zijn van een financiëlezekerheidsovereenkomst. Dat zijn financiële instrumenten, contanten of kredietvorderingen. De vorderingen die onder de Deed of Assignment worden overgedragen zijn ofwel vorderingen tot betaling van contanten ofwel vorderingen tot levering van financiële instrumenten.<sup>365</sup> Deze vorderingen geven wel recht op betaling van contanten of levering van financiële instrumenten maar de contanten en financiële instrumenten zijn zelf geen onderwerp van de zekerheidsoverdracht, dat is de vordering. Daarnaast kwalificeren de vorderingen die door middel van de Deed of Assignment op de end-user worden overgedragen niet als kredietvorderingen. Zij vloeien immers niet voort uit een overeenkomst waarbij een bank krediet verleent in de vorm van een lening.<sup>366</sup> Met andere woorden, op dit moment valt de Deed of Assignment niet binnen de reikwijdte van de FZO-richtlijn.

#### *Aanbeveling: wijziging van de FZO-richtlijn*

Net als de FZO-richtlijn hebben de portabiliteitsbepalingen in EMIR mede tot doel het systeemrisico te verminderen bij faillissement van een deelnemer aan het financiële stelsel. Om de overdracht van zekerheden naar een back-up clearing member te bewerkstelligen is het daarom wenselijk en passend, met het oog op de achterliggende doelstellingen van de FZO-richtlijn, om de Deed of Assignment onder de reikwijdte van de FZO-richtlijn te brengen. Daarmee worden immers enkele bepalingen van het nationale faillissementsrecht buiten toepassing verklaard en wordt de afdwingbaarheid van de Deed of Assignment gewaarborgd. Dat zorgt voor rechtszekerheid.

De meest voor de hand liggende manier om de Deed of Assignment binnen de reikwijdte van de FZO-richtlijn te brengen is door het begrip 'kredietvorderingen' te verruimen tot 'vorderingen' waarna vervolgens in de definitie wordt aangegeven welke vorderingen precies binnen de reikwijdte van dat begrip vallen.

---

<sup>365</sup> Het betreft immers de initial margin die zich bij de CCP bevindt. Als initial margin mag de CCP enkel cash en zeer liquide financiële instrumenten accepteren, artikel 46 lid 1 EMIR jo. artikel 38 en 39 van de Gedelegeerde verordening 153/2013.

<sup>366</sup> Artikel 2 onder o FZO-richtlijn.

Een dergelijke aanpassing van het begrip ‘kredietvorderingen’ zou er als volgt uit kunnen zien.

*o) “vorderingen”: geldvorderingen die voortvloeien uit een overeenkomst waarbij een kredietinstelling als omschreven in artikel 3, lid 1, punt 1, van Richtlijn 2013/36/EU, met inbegrip van de in artikel 2, lid 5 van die richtlijn genoemde instellingen, krediet verleent in de vorm van een lening en vorderingen die voortvloeien uit een overeenkomst waarbij een clearinglid als omschreven in artikel 2, punt 14 van Verordening 648/2012 een vordering op de centrale tegenpartij als omschreven in artikel 2, punt 1 van die verordening overdraagt aan een cliënt als omschreven in artikel 2, punt 15 van die verordening.*

#### **5.4.4 Praktische uitvoerbaarheid**

EMIR wekt de suggestie dat overdraagbaarheid van posities en zekerheden gegarandeerd is. Dat is echter niet het geval. EMIR gaat uit van optionele portabiliteit en voorziet niet in automatische portabiliteit. Er is met name een aantal praktische bezwaren die ertoe leiden dat overdraagbaarheid lang niet altijd gegarandeerd is.

Alleen indien de end-user voorafgaand daartoe een overeenkomst met een back-up clearing member is aangegaan behoort portabiliteit tot de opties.<sup>367</sup> In eerste instantie kan het moeilijk zijn voor end-users om een back-up clearing member bereid te vinden om eventueel op te treden als back-up clearing member. Posities van end-users kunnen te groot, te volatiel of te complex zijn om te accepteren.<sup>368</sup> Verondersteld dat alle end-users een back-up clearing member willen aanwijzen, is het nog maar de vraag of een kleine groep clearing members ertoe in staat is alle posities over te nemen in het geval dat enkele grote clearing members failliet gaan.<sup>369</sup>

Indien end-users erin geslaagd zijn een back up clearing member te vinden, betekent dat niet automatisch dat alle uitstaande contracten met de defaulting clearing member kunnen worden overgedragen naar de back-up clearing member. Back-up clearing members zullen voorwaarden bedingen waaronder zij overdracht kunnen weigeren.<sup>370</sup>

---

<sup>367</sup> Artikel 48 lid 5 en 6 EMIR.

<sup>368</sup> Een andere reden kan zijn dat een back-up clearing member wordt geconfronteerd met enorme kapitaaleisen vanwege de mogelijkheid dat portabiliteit kan plaatsvinden.

<sup>369</sup> Zebregs 2011b, p. 278.

<sup>370</sup> Een voorbeeld van een dergelijke voorwaarde is dat een back up clearing member bereid is om als back up clearing member te fungeren tot een bepaalde maximale *exposure* (porting limit), die van tijd tot tijd kan verschillen. Andere voorwaarden zouden kunnen zijn dat alleen bepaalde soorten OTC-derivaten vatbaar zijn voor overdracht naar de back up clearing member of dat overdracht van de posities van een end-user niet

Daarnaast kan de mogelijkheid tot overdracht worden gelimiteerd doordat de back-up clearing member zelf in financiële moeilijkheden verkeert.<sup>371</sup> In dat geval bestaat de mogelijkheid dat de autoriteit die toezicht houdt op de back-up clearing member hem verbiedt de posities van end-user van de defaulting clearing member te accepteren. Dit kan extreem negatieve gevolgen hebben voor de end-user.<sup>372</sup> Toezichthoudende autoriteiten zullen echter de bescherming van systeemrelevante clearing members laten prevaleren.

Uit het bovenstaande blijkt dat ook de contracten die worden gesloten tussen de end-user en de back-up clearing member in grote mate *tailor made* zijn. Indien een grote clearing member een Clearing Default begaat, zullen honderden end-users van de CCP verlangen dat hun posities worden overgedragen naar een back-up clearing member. Vanwege het bilaterale karakter van de contracten zullen alle contracten moeten worden bestudeerd in een zeer kort tijdsbestek. Dat lijkt een onrealistische opgave.

Indien het bovenstaande niet tot problemen leidt, is portabiliteit enkel mogelijk in een vooraf bepaalde overdrachtsperiode. De lengte van de overdrachtsperiode varieert per CCP. De CCP zal in eerste instantie moeten vaststellen welke end-users een back-up clearing member hebben aangewezen. Indien end-users een back-up clearing member hebben aangewezen moeten zij bij de CCP een verzoek tot overdracht indienen.<sup>373</sup> In de overdrachtsperiode moet een back-up clearing member beoordelen of hij onder de met de end-user gesloten overeenkomst verplicht is om de overdracht van de posities te accepteren. Daarnaast is het aan de CCP om de kredietwaardigheid van de aangesloten clearing members te monitoren. Zowel de CCP als de back-up clearing member moeten beoordelen wat de impact van de overdracht is op de totale marginpositie van de back-up clearing member.<sup>374</sup>

Deze praktische bezwaren in combinatie met een turbulente financiële markt waarin toezichthouders, CCP's, clearing members en end-users contact met elkaar proberen te zoeken, lijkt de haalbaarheid van de overdracht van een enorme hoeveelheid posities en zekerheden enorm te bemoeilijken.

---

worden aanvaard indien de kredietwaardigheid van de end-user, die mogelijk ook onder druk staat, niet boven een bepaald minimum komt.

<sup>371</sup> Zebregs 2011b, p. 278.

<sup>372</sup> Immers, indien de CCP niet tot overdracht van de posities en zekerheden van de end-user naar een back-up clearing member over kan gaan, zal zij overgaan tot liquidatie. Dat betekent dat de end-user in de markt op zoek moet gaan naar partijen die vervangende transacties willen aangaan.

<sup>373</sup> Onduidelijk is of dat verzoek zowel aan de back-up clearing member als aan de CCP moet worden gericht.

<sup>374</sup> Zebregs 2011b, p. 279.

#### 5.4.5 Overige aandachtspunten

In deze subparagraaf wordt ter volledigheid kort het ontbreken van een portabiliteitsbepaling bij faillissement van een CCP en het ontbreken van de mogelijkheid tot *pre-default portability* aangestipt. Het voert te ver om deze punten volledig te bespreken nu dit onderzoek is beperkt tot de bescherming van de end-user bij faillissement van een clearing member.

##### *Portabiliteit bij faillissement van een CCP*

EMIR bevat geen regels waarin de procedure is vervat in het geval dat een CCP faillieert of niet meer aan haar verplichtingen kan voldoen. Dat is een ernstige tekortkoming, te meer nu CCP's niet alleen '*too big to fail*' zijn maar tevens '*too big to save*'.<sup>375</sup> Het omvallen van een CCP zal om die reden des te meer effect hebben op het financiële systeem in het geheel.<sup>376</sup> Het omvallen van een CCP is zeldzaam en niet waarschijnlijk maar zeker niet onmogelijk.<sup>377</sup>

Het verdient aanbeveling om een regeling in EMIR op te nemen voor het geval dat een CCP in staat van wanbetaling komt te verkeren. Voor het behoud van de stabiliteit van de financiële markten verdient het aanbeveling als EMIR een portabiliteitsregeling zou bevatten met betrekking tot de posities van clearing members die CCP's aanhouden. Op die manier hoeven posities niet geliquideerd te worden als een CCP in default is. Het is echter de vraag of een dergelijke regeling praktisch uitvoerbaar is. Door de posities waarbij de defaulting CCP als centrale tegenpartij fungeert te verdelen over de resterende CCP's wordt de risicoconcentratiedichtheid kleiner wat tot een groter systeemrisico kan leiden.

##### *Pre-default portability*

EMIR bevat geen portabiliteitsregeling in andere situaties dan het faillissement van een clearing member (*pre-default portability*).<sup>378</sup> Een end-user moet echter ook tussentijds van clearing member kunnen wisselen. Te denken valt aan de situatie waarin een clearing

---

<sup>375</sup> 'Clearing-houses are meant to solve problems in derivatives markets. They create them, too', *The Economist*, 7 April 2012.

<sup>376</sup> Duffie & Zhu 2011, p. 81.

<sup>377</sup> Hong Kong Futures Guarantee Corporation kwam in 1987 in de problemen. De handel op de Stock Exchange of Hong Kong en de Hong Kong Futures Exchange werd voor een week stilgelegd. Duidelijk werd dat de waarde van de longposities op de Hang Seng Index future na heropening van de beurs sterk zou dalen. Handelaren konden niet meer voldoen aan de margin calls van het International Commodities Clearing House Hong Kong (CCP). Daarnaast was het door de clearing members gezamenlijk gevulde garantiefonds onvoldoende toereikend. Dat garantiefonds was ondergebracht in een aparte entiteit, Hong Kong Futures Guarantee Corporation. Een potentiële ramp werd voorkomen door een bail-out door de overheid en enkele grote institutionele beleggers. Zie ook: Hills, Rule & Parkinson 1999, p. 129. Achteraf bleek dat onvoldoende margins zijn gevraagd door de CCP. Doordat het garantiefonds een aparte juridische entiteit vormde kon het geen invloed uitoefenen op het risicomanagement van de CCP, terwijl uiteindelijk wel het garantiefonds werd aangesproken. Zie ook: Hay Davison Report 1988.

<sup>378</sup> Zebregs 2011a, p. 16.

member (nog) niet het onderwerp is van een faillissementsprocedure, maar wel in financiële problemen verkeert, waardoor de rechten van end-users in het gedrang komen.<sup>379</sup> Daarnaast moet de end-user de vrijheid worden geboden om ook tussentijds van clearing member te kunnen wisselen.

## 5.5 Tussenconclusie

In dit hoofdstuk stond de volgende vraag centraal: Bieden de regels op het gebied van segregatie en portabiliteit in EMIR een adequaat beschermingsmechanisme aan de end-user van OTC-derivaten bij faillissement van een clearing member? Geconcludeerd kan worden dat de bescherming die de regels op het gebied van segregatie en portabiliteit beogen te bieden op dit moment niet adequaat en voldoende toereikend is.

Uit de analyse van de regels op het gebied van segregatie en portabiliteit zijn enkele aanbevelingen naar voren gekomen. Deze aanbevelingen kunnen wellicht worden meegenomen bij het zoeken naar een manier om end-users adequater te beschermen. De belangrijkste aanbevelingen zijn hieronder kort samengevat:

1. Het creëren van een toezichtmechanisme voor clearing members;
2. Het opnemen van segregatieregels op het niveau van clearing members waardoor clearing members verplicht zijn de posities en zekerheden van end-users ook zelf adequaat te segregeren. Dat is belangrijk voor de bescherming van end-users omdat de posities en zekerheden van end-users bij een clearing member worden aangehouden;
3. Het waarborgen van de afdwingbaarheid van de default procedure van een CCP uit hoofde waarvan posities en zekerheden van end-users kunnen worden overgedragen naar een back-up clearing member door aanpassing van de Finaliteitsrichtlijn en de FZO-richtlijn.

Of de overdracht van posities en zekerheden van end-users praktisch mogelijk is, hangt af van de omstandigheden op de financiële markten op dat moment. Adequate regelgeving heeft geen invloed op de onmogelijkheid van portabiliteit in verband met praktische belemmeringen.

---

<sup>379</sup> Peeters & Rank 2011, p. 166.



## 6. Bescherming van end-users naar Nederlands recht

### 6.1 Inleiding

EMIR is opgesteld in de vorm van een Europese verordening<sup>380</sup> waardoor de bepalingen in EMIR rechtstreeks van kracht zijn in de lidstaten. Deze rechtstreekse toepasselijkheid houdt in dat EMIR in de lidstaten geldt als zodanig, zonder dat daarvoor enige handeling van de lidstaat is vereist.<sup>381</sup> Daarom is de vraag of EMIR past binnen het Nederlands recht dogmatisch niet relevant. EMIR kan worden aangemerkt als een wet in materiële zin op nationaal niveau.<sup>382</sup>

Om het systeem zuiver te houden, verdient het echter aanbeveling strijdigheden in de nationale (faillissements)wetgeving weg te nemen. Op het moment dat een clearing member zijn verplichtingen niet meer nakomt, is er geen tijd om in discussie te treden met een curator of nader onderzoek te doen. Het overdragen of liquideren van posities dient binnen enkele werkdagen te geschieden. Om die reden dient de nationale (faillissements)wetgeving te worden aangepast en verduidelijkt zodat de werking van de segregatie- en portabiliteitsbepalingen van EMIR niet wordt gefrustreerd.<sup>383</sup> De vraag die in dit hoofdstuk centraal staat is: hoe kunnen de segregatie- en portabiliteitsbepalingen in het Nederlandse recht worden ingepast?

Vooralsnog zijn er in Nederland nog geen CCP's gevestigd die OTC-derivaten clearen. De toepassing van EMIR in het Nederlandse recht is echter wel degelijk van belang indien end-users clearingrelaties aangaan met Nederlandse clearing members die zijn aangesloten bij buitenlandse CCP's. Op deze clearing members is namelijk in beginsel Nederlands recht van toepassing. Dat zal in paragraaf 6.2 nader worden toegelicht. Vervolgens wordt zowel segregatie als portabiliteit in een Nederlandsrechtelijk perspectief geplaatst. Daarna volgen enkele voorbeelden van strijdigheden met nationaal faillissementsrecht aan de hand waarvan wordt geïllustreerd dat het van groot belang is dat nationaal faillissementsrecht geen strijdigheden oplevert met EMIR. In de laatste paragraaf worden tot slot enkele suggesties besproken om deze strijdigheden weg te nemen.

---

<sup>380</sup> Volgens artikel 288, tweede alinea van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU) is een verordening een bindende regeling van algemene aard die rechtstreeks toepasselijk is in elke lidstaat.

<sup>381</sup> HvJ EG 17 mei 1972, nr. 93/71, r.o. 5 (*Leonisio*).

<sup>382</sup> Barents & Brinkhorst 2012, p. 215.

<sup>383</sup> Zebregs 2013, p. 287.

Aan de aanbevelingen in het vorige hoofdstuk wordt in dit hoofdstuk volledig voorbij gegaan. Het uitgangspunt is EMIR in haar huidige vorm en de inpassing daarvan in het Nederlandse recht.

## 6.2 Toepasselijk recht

Indien tegen een clearing member een insolventieprocedure wordt geopend, zal moeten worden bepaald aan de hand van welk recht moet worden beoordeeld wat de gevolgen zijn van deze insolventieprocedure op de juridische aspecten van clearing.<sup>384</sup> Indien de clearing member een vergunninghoudende bank is (wat over het algemeen het geval is) met haar zetel in een EU-lidstaat, valt de insolventieprocedure in beginsel binnen de reikwijdte van de Insolventierichtlijn Banken<sup>385,386</sup> Volgens de Insolventierichtlijn Banken is slechts de rechter van de lidstaat van herkomst van een vergunninghoudende bank bevoegd tot opening van saneringsmaatregelen of liquidatieprocedures met betrekking tot de bank en worden deze in beginsel ten uitvoer gelegd overeenkomstig het recht van de lidstaat van herkomst.<sup>387</sup>

Zoals gezegd, kwalificeert de formele overeenkomst tussen een CCP en clearing members over het algemeen als 'systeem' in de zin van de Finaliteitsrichtlijn.<sup>388</sup> Deze richtlijn is met name van belang indien een clearing member die participeert in een aangewezen clearingsysteem faillieert. In de Finaliteitsrichtlijn zijn verwijzingsregels opgenomen die prevaleren boven de verwijzingsregels in de Insolventierichtlijn Banken.<sup>389</sup>

De Finaliteitsrichtlijn bepaalt dat indien een clearing member, die participeert in een aangewezen clearingsysteem, faillieert, de rechten en verplichtingen die uit of in verband met diens deelname aan dat systeem ontstaan, worden bepaald door het recht waardoor dat systeem wordt beheerst.<sup>390</sup> Het is inherent aan de uitgangspunten van de

---

<sup>384</sup> Silverentand & Heemskerk 2011, p. 249.

<sup>385</sup> Richtlijn 2001/24/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 april 2001 betreffende de sanering en de liquidatie van kredietinstellingen (*PbEG* 2001, L 125/15).

<sup>386</sup> Over het algemeen is een clearing member een vergunninghoudende bank. Indien de clearing member echter géén vergunninghoudende bank is, zal de insolventieprocedure vallen binnen het bereik van de Insolventie Verordening (IVo: Verordening (EG) Nr. 1346/2000 van de Raad van 29 mei 2000 betreffende insolventieprocedures (*PbEG* 2000, L 160/1)) . Uit de IVo volgt dat ten aanzien van deze clearing member slechts een insolventieprocedure kan worden geopend door de rechter van de Europese lidstaat waarin de clearing member het centrum van zijn voornaamste belangen heeft, art. 3 IVo. Dat zal over het algemeen de lidstaat zijn waar de clearing member zijn statutaire zetel heeft.

<sup>387</sup> Artikel 3 lid 1 en 2 en art. 9 lid 1 jo. artikel 10 lid 1 Insolventierichtlijn Banken.

<sup>388</sup> Zie paragraaf 5.4.5.

<sup>389</sup> Deze verwijzingsregels prevaleren tevens boven de verwijzingsregels in de IVo. Zie overweging 27 van de preambule van de IVo en overweging 26 van de preambule van de Insolventierichtlijn Banken.

<sup>390</sup> Artikel 8 Finaliteitsrichtlijn. Dit artikel is geïmplementeerd in artikel 212e Fw. Doel van deze bepaling is het voorkomen dat er wijzigingen optreden in de rechten en verplichtingen van deelnemers doordat een insolventieprocedure wordt beheerst door het recht van een ander land dan het recht van het land dat het systeem beheerst. Zie ook: Zebregs 2013, p. 311. Het voordeel van deze conflictregel is dat partijen slechts het

Finaliteitsrichtlijn dat het recht van het land dat van toepassing is op het systeem alle juridische aspecten van deelname in dat systeem bepaalt.<sup>391</sup> De Finaliteitsrichtlijn bevat echter slechts een verwijzingsregel voor de gevolgen van een faillissement voor in het systeem ingevoerde overboekingsopdrachten of betalingsopdrachten. Daaruit valt af te leiden dat de verwijzingsregel in de Finaliteitsrichtlijn niet beoogt een uitzondering te maken op het territorialiteitsbeginsel, dat onder andere ten grondslag ligt aan het Nederlandse faillissementsrecht.<sup>392</sup>

Uit het bovenstaande kan worden afgeleid dat in beginsel de Insolventierichtlijn Banken leidend is bij het bepalen van het recht dat van toepassing is op het faillissement van een clearing member. Dat houdt in dat als een Nederlandse clearing member failliet gaat, dat faillissement wordt beheerst door Nederlands faillissementsrecht.<sup>393</sup> Slechts juridische aspecten die verband houden met deelname aan een 'systeem' in de zin van de Finaliteitsrichtlijn kunnen worden beheerst door het recht van een ander land. Omdat de Finaliteitsrichtlijn slechts ziet op overboekingsopdrachten en betalingsopdrachten zullen vragen omtrent segregatie en portabiliteit worden beheerst door het recht dat is aangewezen door de Insolventierichtlijn Banken. De werking van EMIR naar Nederlands recht is dus slechts relevant voor end-users die een clearingrelatie hebben met een Nederlandse clearing member.

### 6.3 Segregatie naar Nederlands recht

In deze paragraaf wordt segregatie in een Nederlandsrechtelijk perspectief geplaatst. Hoe zijn de segregatieregels in EMIR naar Nederlands recht juridisch te duiden en zijn er enige belemmeringen die de uitvoering van deze regels bemoeilijken? De discussie over de bescherming van derivatenposities in Nederland door afscheiding van de posities van cliënten van het vermogen van de intermediair waar de posities worden aangehouden is reeds jaren gaande.

Allereerst zal kort de huidige regelgeving worden geschetst waarna de kern van bovengenoemde discussie nader wordt toegelicht. Vervolgens zullen de huidige

---

insolventierecht van één lidstaat zullen moeten bestuderen en niet zullen moeten trachten de bepalingen van het insolventierecht van alle lidstaten van de verschillende deelnemers met elkaar te verzoenen. Zie: Wouters 1998, p. 114.

<sup>391</sup> Bierman & Struycken 2011, p. 77. Hiermee wordt voorkomen dat er wijzigingen optreden in deze rechten en verplichtingen als gevolg van het faillissement. Zie ook: *Kamerstukken II 1998/99*, 26 260, nr. 3, p. 15.

<sup>392</sup> Van Esch 1999, p. 91.

<sup>393</sup> Artikel 3 lid 1 en 2 en art. 9 lid 1 jo. artikel 10 lid 1 Insolventierichtlijn Banken. Immers, slechts de rechter van de lidstaat van herkomst van een vergunninghoudende bank is bevoegd tot opening van saneringsmaatregelen of liquidatieprocedures ten aanzien van de bank en deze worden in beginsel ten uitvoer gelegd overeenkomstig het recht van de lidstaat van herkomst.

Nederlandse regelgeving en de kern van de discussie in de context van EMIR worden geplaatst.

### 6.3.1 Adequate regelingen ter vrijwaring van eigendomsrechten van cliënten

#### Algemeen

Op grond van artikel 4:87 Wft dient een bank-beleggingsonderneming met betrekking tot voor cliënten gehouden financiële instrumenten adequate maatregelen te treffen ter waarborging van de rechten van de cliënten op die financiële instrumenten, onder andere bij faillissement van de bank-beleggingsonderneming.<sup>394</sup> Effecten, geldmarktinstrumenten en de meeste derivaten kwalificeren financiële instrumenten.<sup>395</sup> Artikel 4:87 Wft betreft de implementatie van artikel 13 lid 7 van de *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID).<sup>396</sup> Zoals gezegd, hebben clearing members over het algemeen een bankvergunning, wat verklaart dat de hierna besproken regels ook op clearing members van toepassing zijn.<sup>397</sup>

Meer concreet is artikel 4:87 Wft uitgewerkt in de artikelen 165 – 165d van het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (BGfo Wft)<sup>398</sup> en in de op basis van artikel 165 lid 2 BGfo Wft door de Autoriteit Financiële Markten (AFM) vastgestelde artikelen 6:14 – 6:20 van de Nadere Regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen (NRgfo Wft). Deze artikelen bevatten materiële regels ten aanzien van de bewaring van financiële instrumenten.

---

<sup>394</sup> Dit artikel is relevant in het kader van deze scriptie omdat clearing members over het algemeen banken zijn en banken hebben meestal een gecombineerde vergunning voor het uitoefenen van het bedrijf van bank en beleggingsonderneming op grond van artikel 2:13 Wft.

<sup>395</sup> 'Financiële instrumenten' worden nader gedefinieerd in artikel 1:1 Wft. De definitie van financiële instrumenten komt overeen met de Deel C van Bijlage I van de MiFID.

<sup>396</sup> Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad (*PbEG* L 145/27). Artikel 13 lid 7 MiFID is de opvolger van artikel 10, tweede alinea van de Richtlijn beleggingsdiensten (Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten (*PbEG* 1993, L 141/27)) en wordt artikel 16 lid 8 in het recent gepubliceerde MiFID II voorstel (Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende markten voor financiële instrumenten en houdende intrekking van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad, COM(2011) 656 definitief). Inhoudelijk wijzigt het artikel niet.

<sup>397</sup> Banken/clearing members hebben over het algemeen een gecombineerde vergunning voor het uitoefenen van het bedrijf van bank-beleggingsonderneming, artikel 2:13 Wft. Hierna zullen alleen de regels die specifiek zien op bank-beleggingsondernemingen worden besproken.

<sup>398</sup> Deze regels zijn gebaseerd op artikel 16 lid 1 van de richtlijn ter uitvoering van de MiFID (Richtlijn 2006/73/EG van de Commissie van 10 augustus 2006 tot uitvoering van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening en wat betreft de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn (*PbEU* 2006, L 241/26)). Artikel 58a jo. artikel 58b, artikel 58a jo. artikel 58d en 58f Bgfo Wft vormen eveneens een uitwerking van artikel 4:87 lid 3 Wft. Deze artikelen bevatten door de beleggingsonderneming jegens haar cliënten in acht te nemen informatieverplichtingen en blijven in deze scriptie verder buiten beschouwing. Zie Rooke 2008 voor een bespreking van de informatieverplichtingen.

In artikel 6:14 NRgfo Wft wordt nogmaals herhaald dat een bank-beleggingsonderneming ten aanzien van de financiële instrumenten van cliënten een zodanige regeling dient te treffen dat de rechten van de cliënt voldoende zijn beschermd. Een bank-beleggingsonderneming kan hieraan voldoen door financiële instrumenten die kunnen worden aangemerkt als 'effecten' in de zin van de Wet giraal effectenverkeer (Wge) onder te brengen in het girale systeem van de Wge.<sup>399</sup> Gaat het om financiële instrumenten die niet in het systeem van de Wge passen, dan kan aan artikel 6:14 NRgfo Wft worden voldaan door de financiële instrumenten in bewaring te geven bij een bewaarinstelling.<sup>400</sup>

#### *Bewaring via de Wge*

De Wge creëert een wettelijke grondslag voor het systeem van giraal effectenverkeer en beoogt het *intermediary risk* te beheersen.<sup>401</sup> De doelstelling van de Wge is om beleggers tegen dit risico te beschermen.<sup>402</sup>

Het girale systeem in Nederland kent een gelaagde structuur. De eerste laag wordt gevormd door het centraal instituut: het Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer B.V. (Necigef)<sup>403</sup> en de bij het centraal instituut aangesloten banken en beleggingsondernemingen.<sup>404</sup> De tweede laag wordt gevormd door individuele intermediairs.<sup>405</sup> Binnen deze laag vindt het giraal effectenverkeer tussen de verschillende rekeninghouders bij één en dezelfde intermediair plaats.<sup>406</sup>

Kort samengevat werkt het systeem als volgt. Financiële instrumenten die op grond van artikel 1 Wge als Wge-effect<sup>407</sup> kwalificeren kunnen door een belegger via hun intermediair in bewaring worden gegeven. Deze financiële instrumenten worden opgenomen in een verzameldepot via hun bank-beleggingsonderneming (intermediair) bij

---

<sup>399</sup>Artikel 6:18 onder a NRgfo Wft.

<sup>400</sup> Artikel 6:18 onder b NRgfo Wft. Een bank-beleggingsonderneming heeft de mogelijkheid andere regelingen te treffen dan de regeling van artikel 6:18 NRgfo Wft om aan de vereisten van vermogensscheiding te voldoen. Deze regelingen zullen echter wel vooraf ter goedkeuring aan de AFM moeten worden voorgelegd, artikel 6:20 NRgfo Wft.

<sup>401</sup> Het *intermediary risk* ontstaat wanneer effecten centraal bewaard worden op collectieve basis. Indien de intermediair faillieert, dreigt een belegger zijn effecten niet meer op te kunnen vorderen door vermenging. Zie ook: Schim 2006, p. 20.

<sup>402</sup> *Kamerstukken II 1975-1976*, 13 780, nr. 1-4, p. 11 – 12.

<sup>403</sup> De handelsnaam van het Necigef is Euroclear Nederland.

<sup>404</sup> 'Aangesloten instellingen' als bedoeld in artikel 1 Wge. Het Necigef stelt regels vast betreffende de toelating als aangesloten instelling en betreffende de intrekking van zodanige toelating, artikel 4 Wge jo. artikel 3(iii) Regels inzake het toezicht op het centraal instituut als bedoeld in de Wet giraal effectenverkeer.

<sup>405</sup> Alle aangesloten instellingen van het Necigef alsmede alle niet-aangesloten banken en beleggingsondernemingen in de zin van artikel 1:1 Wft waaraan het op grond van die wet is toegestaan in die hoedanigheid te handelen en die in Nederland ten name van cliënten rekeningen in effecten administreren, artikel 1 Wge.

<sup>406</sup> Bais 2012, p. 267.

<sup>407</sup> Het begrip 'effect' wordt gedefinieerd in artikel 1 Wge: '*een financieel instrument als bedoeld in onderdeel a, b of c van de definitie van financieel instrument in artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht (...)*'.

wie de financiële instrumenten in bewaring zijn gegeven.<sup>408</sup> De intermediair houdt voor iedere soort effect een verzameldepot aan<sup>409</sup> en levert deze effecten vervolgens ter bewaring aan het centraal instituut.<sup>410</sup> Een verzameldepot is een gemeenschappelijk depot van financiële instrumenten van dezelfde soort, geadmistreerd door de intermediair voor alle beleggers die financiële instrumenten van dezelfde soort bij haar in bewaring hebben gegeven.<sup>411</sup> Financiële instrumenten die in verzameldepots van intermediairs zijn opgenomen, kunnen op hun beurt deel uitmaken van het girodepot dat door Negicef voor de intermediairs wordt aangehouden.<sup>412</sup>

Door opname van het effect in een verzameldepot verliest de cliënt zijn eigendom en kunnen de effecten niet meer worden geïndividualiseerd.<sup>413</sup> Het verlies van eigendom van een belegger wordt gecompenseerd door de belegger een goederenrechtelijke positie te verschaffen via de bepalingen in de Wge. Cliënten worden gezamenlijk eigenaar van een verzameling van een bepaalde soort effecten die bij de aangesloten instelling of intermediair in bewaring zijn gegeven.<sup>414</sup> In juridische termen wordt deze verzameling een gemeenschap genoemd.<sup>415</sup> Het aandeel van de aangesloten instelling in het girodepot bij het Negicef behoort tot het verzameldepot van die instelling.<sup>416</sup> Daardoor gaat het zakelijk recht van de belegger niet teniet op het moment dat de aangesloten instelling de effecten in bewaring geeft aan het Negicef ter opname in het girodepot. De belegger krijgt een aandeel in de gemeenschap van effecten in het girodepot.<sup>417</sup> Door opname van financiële instrumenten in het systeem van de Wge worden deze financiële instrumenten afgescheiden van het vermogen van een bank-beleggingsonderneming waardoor de financiële instrumenten van cliënten niet in het faillissement van een dergelijke instelling

---

<sup>408</sup> Artikel 9 en 10 Wge.

<sup>409</sup> Artikel 9 Wge.

<sup>410</sup> Nederland heeft een gesloten systeem van goederenrechtelijke levering van effecten binnen girale afwikkelingssystemen. De Wge kent een ander leveringssysteem dan het Burgerlijk Wetboek. De enige goederenrechtelijke wijze van levering op grond van de Wge is bijschrijving, artikel 17 jo. artikel 41 Wge. Zie ook: Bais 2009, p. 224.

<sup>411</sup> Artikel 9 en 10 Wge.

<sup>412</sup> Artikel 34 Wge. Het girodepot is samengesteld uit alle effecten van dezelfde soort die door de aangesloten instellingen bij het centraal instituut in bewaring zijn gegeven, artikel 35 Wge. Het Negicef bepaalt welke effecten tot een girodepot kunnen behoren, artikel 34 lid 2 Wge.

<sup>413</sup> Schim 2006, p. 136.

<sup>414</sup> Artikel 12 lid 1 Wge. De aangesloten instelling of intermediair kan zelf ook deelgenoot zijn in zijn eigen verzameldepot ('nostro' rekening). Dat valt af te leiden uit art. 10 sub a jo. 12 lid 1 Wge. Zie voor nadere bespreking ook: Schim 2006, par. 3.3.3.1.

<sup>415</sup> De gewone regels ten aanzien van gemeenschappen van titel 3.7 BW zijn ten aanzien van de Wge-gemeenschappen niet van toepassing. De Wge-gemeenschappen worden beheerst door de bepalingen van de Wge.

<sup>416</sup> Artikel 10 sub c Wge.

<sup>417</sup> Artikel 38 lid 2 Wge. De gemeenschapsfiguur in de Wge brengt mee dat wanneer de aangesloten instelling of intermediair waar de belegger effecten houdt failliet gaat, de belegger, naast een verbintenisrechtelijke aanspraak, tevens een goederenrechtelijke aanspraak heeft op eenzelfde hoeveelheid effecten als hij heeft ingebracht. Zie ook: Groenewoud 2010, p. 234.

vallen.<sup>418</sup> Op die manier beoogt de Wge beleggers te beschermen tegen het *intermediary risk*.<sup>419</sup>

#### *Bewaring via een bewaarinstelling*

Financiële instrumenten die niet kwalificeren als Wge-effect kunnen worden bewaard via een bewaarinstelling. Een bewaarinstelling is een bijzondere, risicomijdende entiteit die verder geen andere commerciële activiteiten ontplooit.<sup>420</sup> Een end-user heeft ter zake van zijn financiële instrumenten een rechtstreekse aanspraak op de bewaarinstelling. Daardoor zijn de aanspraken van de cliënt ten aanzien van zijn bij de bewaarinstelling aangehouden financiële instrumenten afgescheiden van het vermogen van de bank-beleggingsonderneming. Dat zorgt voor bescherming van de cliënt ingeval van faillissement of insolventie van de bank-beleggingsonderneming.<sup>421</sup>

De financiële instrumenten van de end-user zijn echter niet afgescheiden van het vermogen van de bewaarinstelling. Om die reden dient de bewaarinstelling te worden opgezet als een risicomijdende autoriteit, waarbij de activiteiten zoveel mogelijk worden beperkt tot het houden van financiële instrumenten. Op die manier wordt ervoor gezorgd dat bewaarinstellingen zo min mogelijk verplichtingen en aansprakelijkheden hebben.<sup>422</sup> De bank-beleggingsonderneming garandeert dat de bewaarinstelling alle verplichtingen nakomt jegens de cliënt.<sup>423</sup>

#### **6.3.2** *Probleem eigendomsbescherming bij derivaten*

Tot op heden is zowel bewaring via de Wge als bewaring via een bewaarinstelling enkel mogelijk bij klassieke effecten.<sup>424</sup> Derivaten kunnen niet in het Wge-systeem worden opgenomen of via een bewaarinstelling worden bewaard omdat derivaten een ander karakter hebben dan klassieke effecten. Een derivaat is een overeenkomst tussen twee partijen waarbij voor beide partijen zowel rechten als verplichtingen voortvloeien uit dezelfde overeenkomst.<sup>425</sup> Dat vormt het voornaamste verschil tussen derivaten en

---

<sup>418</sup> Bais 2012, p. 267.

<sup>419</sup> Naber & Schuijling 2012, p. 6.

<sup>420</sup> Van Angeren & Bonhof 2012, p. 235.

<sup>421</sup> Zie ook Rank 2009a, p. 525 – 528.

<sup>422</sup> Rank 2008, p. 15.

<sup>423</sup> Zie voor een uitgebreide uiteenzetting van de voorwaarden waar een bewaarinstelling aan dient te voldoen artikel 6:18 onder b NRgfo Wft.

<sup>424</sup> Voorbeelden van klassieke effecten zijn aandelen en obligaties.

<sup>425</sup> Peeters & Rank 2011, p. 143. Zij gebruiken de term ‘wederkerige eigendom’.

klassieke effecten.<sup>426</sup> Daarnaast kennen derivatentransacties, anders dan bijvoorbeeld aandelentransacties, een bepaalde looptijd.<sup>427</sup>

Het feit dat beide partijen tegenover elkaar staande rechten op hetzelfde derivatencontract hebben maakt het moeilijk om te kunnen spreken van een recht of een instrument dat goederenrechtelijk is af te scheiden van het vermogen van een bank-beleggingsonderneming. Dat is de voornaamste reden dat het tot op heden lastig is gebleken om derivaten onder de goederenrechtelijke bescherming van de Wge te brengen. Daarnaast zijn beide partijen verplicht tot het storten van zekerheden uit hoofde van het derivatencontract. Ook hier vloeit de verplichting voort uit hetzelfde contract waardoor goederenrechtelijke bescherming door scheiding niet mogelijk is.<sup>428</sup>

Het voornaamste bezwaar voor het bewaren van derivatenposities via een bewaarinstelling is eveneens dat aan een derivatencontract niet alleen rechten zijn verbonden maar ook verplichtingen. Een derivatenbewaarinstelling zou daardoor noodzakelijkerwijs ook verplichtingen hebben en zou end-users om die reden niet de zekerheid en bescherming van een klassieke bewaarinstelling kunnen bieden.<sup>429</sup>

### 6.3.3 *Tussenconclusie*

In hoofdstuk 5 is reeds gesteld dat de segregatieregels in EMIR slechts zien op administratieve segregatie en dat het afhankelijk is van het recht van het land dat het faillissement van een clearing member beheerst of de segregatieregels ook segregatie in juridische zin impliceren. Dat is naar Nederlands recht niet het geval. Uit het voorgaande blijkt dat het niet mogelijk is om derivaten op te nemen in de Wge of te bewaren via een bewaarinstelling waardoor derivatenposities niet juridisch zijn afgescheiden zijn van het vermogen van een clearing member in een faillissementssituatie.

De verplichting die EMIR behelst voor CCP's om de posities en zekerheden van de bij haar aangesloten clearing members en hun end-users administratief te segregeren in administratieve zin zorgt niet voor strijdigheden met het Nederlandse (faillissements)recht en kan zonder meer rechtstreeks werken in de Nederlandse rechtsorde. Men dient zich er echter wel bewust van te zijn dat de segregatieregels naar Nederlands recht bij faillissement van een intermediair geen bescherming bieden.

---

<sup>426</sup> Klassieke effecten zijn bijvoorbeeld aandelen of obligaties. Met een beroep op dit verschil werden derivaten bij een eerdere wijziging van de Wge buiten de reikwijdte van deze wet gehouden. Zie: *Kamerstukken II 1999/00, 27164*, nr. 3, p. 6.

<sup>427</sup> Van Angeren & Bonhof 2012, p. 236.

<sup>428</sup> *Kamerstukken II 2008/09, 31830*, nr. 3, p. 10 (MvT).

<sup>429</sup> Peeters & Rank 2011, p. 154.



## 6.4 Portabiliteit naar Nederlands recht

MiFID spreekt van ‘adequate regelingen ter vrijwaring van de eigendomsrechten van de cliënt’<sup>430</sup> en stelt niet de eis dat voor cliënten gehouden derivaten een (af)gescheiden vermogen van de bank-beleggingsonderneming moeten vormen.<sup>431</sup> Bescherming van het derivatencontract als geheel wordt gezien als de beste invulling van de opdracht die MiFID aan de nationale wetgevers heeft gesteld.<sup>432</sup>

### 6.4.1 Overdrachtsregeling in de Wet giraal effectenverkeer

In 2007 werd naar aanleiding van het faillissement van Van der Hoop Bankiers N.V. (Van der Hoop) door het Ministerie van Financiën gekozen voor een andere invulling van artikel 13 lid 7 MiFID. Door het faillissement van Van der Hoop is nog eens aan het licht gekomen dat de eigendomsbescherming van derivatencliënten niet is geregeld. De optiecontracten die cliënten hadden gesloten met Van der Hoop waren niet afgescheiden van het vermogen van Van der Hoop<sup>433</sup> waardoor de posities van cliënten in de failliete boedel vielen.<sup>434</sup>

In mei 2007 werd het Consultatiedocument wijziging van de Wet giraal effectenverkeer<sup>435</sup> (conceptwetsvoorstel) aan de markt voorgelegd met een regeling voor afwikkeling of overdracht van de rechten en verplichtingen van cliënten uit beursverhandelde derivaten bij faillissement van hun intermediair. een regeling waarmee overdracht van derivatenposities naar een andere intermediair moest worden bewerkstelligd.<sup>436</sup>

In de kern houdt het voorstel het volgende in. De curator wordt belast met het beheer van de rechten en verplichtingen van de failliete intermediair jegens diens cliënten of derden die voortvloeien uit de door de intermediair aangegane derivatencontracten.<sup>437</sup> De curator

---

<sup>430</sup> Artikel 13 lid 7 MiFID.

<sup>431</sup> Peeters & Rank 2011, p. 139.

<sup>432</sup> Peeters & Rank 2011, p. 163.

<sup>433</sup> Brief van curatoren van Van der Hoop aan houders van opties, d.d. 1 februari 2006, <[www.houthoff.com](http://www.houthoff.com)>.

<sup>434</sup> De hoofdactiviteit van Van der Hoop was bemiddeling bij aan- en verkoop van effecten. Bij faillissement van een dergelijke instelling speelt de vraag of en in hoeverre posities die cliënten aanhouden bij die instelling in de boedel vallen. Zie ook: *Kamerstukken II* 2005-2006, 30 300 IXB, nr. 22, p. 5. De optiecontracten die cliënten met Van der Hoop hadden afgesloten alsmede de daaruit voortvloeiende rechten en verplichtingen waren om die reden niet afgescheiden van het vermogen van Van der Hoop. Cliënten restte slechts een concurrente vordering jegens de boedel. Iemand met een concurrente vordering kan zich niet op enig recht van voorrang (bijvoorbeeld het recht van hypotheek of een pandrecht) beroepen. Zij dienen hun vordering in ter verificatie en kunnen zich naar evenredigheid op de opbrengst van de boedel verhalen nadat de schuldeisers met een hogere rang hun rechten hebben gerealiseerd. Zie ook: Van Buchem-Spapens & Pouw, p. 72.

<sup>435</sup> Consultatiedocument van 3 juli 2007.

<sup>436</sup> *Kamerstukken II* 2005-06, 30300 IXB, nr. 22, p. 8. Zie ook: artikel 49c conceptwetsvoorstel. Zie ook Rank 2008 voor een uitgebreide bespreking van de regeling en de kritiek die daarop is geuit.

<sup>437</sup> Artikel 49b lid 1 conceptwetsvoorstel. De kosten die de curator in dit verband maakt worden aan de cliënten van de intermediair in rekening gebracht naar rato van de door de curator hieraan bestede tijd, artikel 49b lid 3 concept wetsvoorstel.

stelt, onderverdeeld naar cliënt, de rechten en verplichtingen<sup>438</sup> vast en de zekerheden die zouden moeten zijn gesteld voor de verplichtingen van de cliënt jegens de intermediair op het tijdstip van faillietverklaring.<sup>439</sup> Voor zover de zekerheden in de boedel aanwezig zijn, worden deze naar evenredigheid van de door de cliënten gestelde zekerheden, onderverdeeld naar cliënt, gereserveerd voor afwikkeling of overdracht aan een andere intermediair.<sup>440</sup> Indien de curator alle posities van de cliënten heeft geïnventariseerd kan de cliënt, met instemming van de curator, opdracht geven tot het afwikkelen van zijn rechten en verplichtingen jegens de intermediair die indirect voortvloeien uit een derivatencontract of tot overdracht van het beheer aan een andere intermediair.<sup>441</sup> De baten die in de boedel vloeien als gevolg van het door de curator uitoefenen van rechten van de intermediair jegens een ander die corresponderen met de rechten van een cliënt jegens de intermediair dienen tot voldoening van de rechten van de desbetreffende cliënt.<sup>442</sup> Dit vormt de beoogde goederenrechtelijke bescherming. Indien de door de cliënt verstrekte zekerheden ontoereikend zijn en niet binnen een redelijke termijn door de cliënt worden aangevuld, gaat de curator alsnog over tot afwikkeling.<sup>443</sup> De artikelen 49d en 49e van het concept wetsvoorstel bevatten eenzelfde regeling ten aanzien van het faillissement van een clearinginstelling.

#### *6.4.2 Bezwaren ten aanzien van de overdrachtsregeling in de Wge*

Vanwege de in de consultatiereacties geuite kritiek op de juridische vormgeving en de praktische uitvoerbaarheid, heeft de overdrachtsregeling het definitieve wetsvoorstel tot wijziging van de Wge<sup>444</sup> nooit gehaald.<sup>445</sup>

Praktische bezwaren waren bijvoorbeeld dat een curator onvoldoende deskundig zou zijn voor het beheer van derivaten en dat de kosten voor het inschakelen van deskundigen lastig zou zijn toe te rekenen aan de individuele posities van cliënten. Juridische bezwaren waren bijvoorbeeld dat er onduidelijkheden waren ten aanzien van de toerekening van de baten van de afwikkeling aan de cliënten en over de precieze betekenis van in de regeling gebruikte termen. Daarnaast zou de verificatieregeling van de Faillissementswet niet geschikt zijn in het kader van het beheer van derivatenposities door de curator.<sup>446</sup>

---

<sup>438</sup> Als bedoeld in artikel 49b lid 1 concept wetsvoorstel.

<sup>439</sup> Artikel 49c lid 1 conceptwetsvoorstel.

<sup>440</sup> Artikel 49c lid 1 conceptwetsvoorstel.

<sup>441</sup> Artikel 49c lid 4 conceptwetsvoorstel.

<sup>442</sup> Artikel 49c lid 2 conceptwetsvoorstel.

<sup>443</sup> Artikel 49c lid 3 conceptwetsvoorstel.

<sup>444</sup> Wijziging van de Wet giraal effectenverkeer houdende uitbreiding van de bescherming aan cliënten van intermediairs inzake financiële instrumenten en het bewerkstelligen van een verdergaande vorm van dematerialisatie van effecten (*Stb.* 717).

<sup>445</sup> *Kamerstukken II* 2008/09, 31830, nr. 3 (MvT), p. 1 – 2. Zie ook: Rank 2009a, p. 509.

<sup>446</sup> *Kamerstukken II* 2009/10, 31830, nr. 7, p. 7.

### 6.4.3 *Tussenconclusie*

Geconcludeerd kan worden dat thans naar Nederlands recht nog geen adequate regelingen zijn getroffen ter vrijwaring van de eigendomsrechten van cliënten. Daarnaast bestaat er naar Nederlands recht nog geen regeling die de overdracht van derivatenposities bewerkstelligt bij faillissement van een intermediair.

De overdracht van derivatenposities en zekerheden van end-users bij faillissement van een clearing member is derhalve een nieuwe regeling die met EMIR in het Nederlandse recht wordt geïntroduceerd. Denkbaar is dat met name Nederlands faillissementsrecht nog niet is opgewassen tegen een dergelijke overdrachtsregeling voor derivaten waardoor de Faillissementswet op enkele punten zal moeten worden gewijzigd om ervoor te zorgen dat er geen strijdigheden zijn.

## 6.5 **Invloed Nederlands faillissementsrecht op de portabiliteit**

EMIR voorziet in een regeling waarbij end-users de CCP kunnen verzoeken om hun door de defaulting clearing member aangehouden posities en zekerheden over te dragen naar een andere, door de end-users aangewezen, back-up clearing member.<sup>447</sup> Over het algemeen zal rondom faillietverklaring echter niet zonder meer over de activa van de boedel kunnen worden beschikt. Naar Nederlands recht is dat niet anders.

Het gaat de reikwijdte van deze scriptie te buiten om een uitputtende analyse te geven van het Nederlandse faillissementsrecht en de belemmeringen die het Nederlandse faillissementsrecht thans opwerpt indien een CCP wil overgaan tot de overdracht van posities en zekerheden van end-users. Duidelijk is echter wel dat EMIR, ondanks de rechtstreekse werking, op dit moment niet naadloos op de Nederlandse faillissementsregelgeving aansluit. Uit de voorgaande paragraaf is immers gebleken dat een overdrachtsregeling voor derivatenposities naar Nederlands recht nog niet beschikbaar is.

In deze paragraaf volgt een beschrijving van enkele problemen die zich kunnen opwerpen indien de Faillissementswet niet in overeenstemming wordt gebracht met EMIR. Tenslotte volgen enkele aanbevelingen voor aanpassing van het Nederlandse (faillissements)recht waardoor de portabiliteitsbepalingen in EMIR zonder strijdigheden met het Nederlandse faillissementsrecht kunnen worden toegepast.

---

<sup>447</sup> Artikel 48 lid 5 en 6 EMIR. Reeds uitgebreid besproken in paragraaf 4.3.

### 6.5.1 Bestanddelen van de faillissementsboedel

De faillissementsboedel van een clearing member omvat het gehele vermogen<sup>448</sup> van de clearing member ten tijde van de faillietverklaring<sup>449</sup> en wat zij gedurende het faillissement verwerft.<sup>450</sup> Dit vermogen omvat mede de derivatencontracten die de failliete clearing member is aangegaan met end-users. De rechten en vorderingen van alle schuldeisers – waaronder de rechten en vorderingen van end-users uit hoofde van de met de clearing member afgesloten derivatencontracten – worden bepaald naar de dag waarop een clearing member failliet wordt verklaard.<sup>451</sup> Met andere woorden, de rechten en vorderingen van schuldeisers worden gefixeerd.<sup>452</sup>

Dat zorgt voor tegenstrijdigheid met de portabiliteitsbepalingen in EMIR. Enerzijds vallen derivatencontracten en bijbehorende zekerheden op grond van de Faillissementswet in de faillissementsboedel bij faillissement van een clearing member en brengt het fixatiebeginsel mee dat niet meer over de activa die tot de faillissementsboedel behoort kan worden beschikt. Anderzijds bepaalt EMIR dat de CCP wel mag beschikken over activa in de faillissementsboedel, namelijk over de derivatentransacties die de failliete clearing member met end-users is aangegaan en de door de CCP aangehouden zekerheden die zijn gestort door de clearing member voor rekening en risico van de end-user, door deze over te dragen naar een back-up clearing member of tot liquidatie over te gaan.

De overdracht van zekerheden wordt tevens belemmerd door het fixatiebeginsel. De overdracht van zekerheden ziet immers op de initial margin die door de clearing member voor rekening en risico van de end-user bij de CCP wordt aangehouden. Dat betreft een vordering van de clearing member op de CCP en behoort tot het vermogen van de clearing member.<sup>453</sup> Vanaf het moment der faillietverklaring is deze vordering gefixeerd waardoor de end-user zijn rechten onder de Deed of Assignment niet zal kunnen uitoefenen of waardoor de vordering niet kan worden overgedragen aan de end-user. De vordering op de CCP wordt immers onder opschortende voorwaarde dat zich een Enforcement Event voordoet overgedragen aan de end-user. Dat kan het faillissement van de clearing member zijn. Anders gezegd, draagt een clearing member vorderingen op de CCP over aan de end-user onder de opschortende voorwaarde dat hij beschikkingsonbevoegd wordt. Naar

---

<sup>448</sup> Het gehele vermogen omvat alle zaken en alle vermogensrechten van de gefailleerde die te gelde kunnen worden gemaakt. Anders gezegd: alle activa van de gefailleerde. Zie ook: Polak 2011, p. 52.

<sup>449</sup> Op het faillissement van een clearing member/bank is afdeling 11AA van de Faillissementswet van toepassing. De faillietverklaring van een clearing member/bank geschiedt door de Rechtbank Amsterdam, artikel 212h lid 1 Fw. DNB is bevoegd om de rechtbank Amsterdam te verzoeken het faillissement van een clearing member/bank uit te spreken, artikel 212ha lid 1 Fw.

<sup>450</sup> Artikel 20 Faillissementswet.

<sup>451</sup> Artikel 23 Faillissementswet.

<sup>452</sup> De gefixeerde vorderingen van de schuldeisers vormen de basis voor de uitkeringen. Dit beginsel wordt ook wel het fixatiebeginsel genoemd.

<sup>453</sup> Artikel 20 Faillissementswet.

Nederlands faillissementsrecht is dat niet mogelijk omdat de boedel vanaf het moment van faillietverklaring wordt gefixeerd waardoor er zonder tussenkomst van de curator niet meer over de boedel kan worden beschikt.<sup>454</sup>

### 6.5.2 *Ontbinding van rechtswege*

Artikel 38 van de Faillissementswet kent een specifieke regeling voor ter beurse verhandelde termijncontracten. Indien het moment van levering plaatsvindt nadat het faillissement is uitgesproken, dan worden de goederentermijncontracten van rechtswege ontbonden. De gedachte achter deze bepaling is de verschaffing van zekerheid aan partijen door onmiddellijke ontbinding van rechtswege. Gezien de ratio is het niet duidelijk waarom deze regeling niet zou gelden voor andere financiële termijncontracten zoals valutatermijncontracten en swaps.<sup>455</sup> Een analoge toepassing ligt eveneens voor de hand indien het transacties betreffen die niet ter beurse worden verhandeld maar wel worden gecleard.<sup>456</sup>

Het van rechtswege ontbinden van transacties staat op gespannen voet met de in EMIR opgenomen portabiliteitsbepalingen. Indien een CCP posities overdraagt door middel van contractsovername, worden de transacties niet vervroegd beëindigd maar worden de contracten waaronder de transacties zijn gesloten geheel overgedragen naar een back-up clearing member. Indien de ontbinding van rechtswege plaatsvindt, zou dat portabiliteit kunnen frustreren of kunnen leiden tot discussie omtrent de rechtsgeldigheid van de ontbinding van rechtswege op basis van de Faillissementswet.

Indien wordt gekozen voor overdracht door beëindiging van de bestaande posities en het aangaan van nieuwe, identieke transacties met de back-up clearing member, zal de beëindiging van de bestaande posities ertoe leiden dat de door de end-user gestorte zekerheden vrijvallen.<sup>457</sup> Het recht op teruggave van de vrijgevallen zekerheden kan vervolgens worden verrekend met de verplichting om zekerheden te stellen bij de back-up clearing member. Dat is noodzakelijk om vervolgens identieke posities met de back-up clearing member te kunnen sluiten. Indien sprake is van ontbinding van rechtswege vallen de vrijgevallen zekerheden en een mogelijk positief close-out amount voor de end-user in de faillissementsboedel van zijn clearing member. Dat speelt met name indien de end-user zijn rechten uit hoofde van de Deed of Assignment niet kan uitoefenen, zoals reeds genoemd in de vorige paragraaf.

---

<sup>454</sup> Artikel 23 Faillissementswet.

<sup>455</sup> Nijenhuis 1998, p. 608.

<sup>456</sup> Zebregs 2013, p. 101.

<sup>457</sup> Zebregs 2013, p. 280.

### 6.5.3 Afkoelingsperiode

De rechter-commissaris kan op verzoek van elke belanghebbende of ambtshalve een afkoelingsperiode afkondigen waarin elke bevoegdheid van derden, met uitzondering van boedelschuldeisers, tot verhaal op tot de boedel behorende goederen of tot opeising van goederen die zich in de macht van de gefailleerde of de curator bevinden, voor een periode van ten hoogste twee maanden niet dan met zijn machtiging kan worden uitgeoefend.<sup>458</sup> Het doel van de afkoelingsperiode is enerzijds dat de curator voldoende tijd wordt gegund om zich een oordeel te vormen over de activa die in de boedel vallen en anderzijds om te kunnen bepalen welke activa hij in elk geval voor de boedel wil behouden of daarin wil terugbrengen.<sup>459</sup>

De bevoegdheid van de rechter-commissaris om de curator exclusief de mogelijkheid te geven om gedurende een bepaalde periode onderzoek te doen naar de activa in de faillissementsboedel levert frictie op met de bevoegdheid van CCP's uit hoofde van EMIR om posities en zekerheden van end-users over te dragen naar een back-up clearing member en de snelheid waarmee dat dient te geschieden. Tijdens de afkoelingsperiode zit de boedel als het ware twee maanden op slot. Dat is funest voor de uitvoering van de portabiliteitsbepalingen in EMIR. Het is niet wenselijk dat de afkoelingsperiode aan de default procedures van een CCP kan worden tegengeworpen om de simpele reden dat een dergelijke vertraging grote schade zou veroorzaken.<sup>460</sup>

## 6.6 Voorstel tot aanpassing van de Faillissementswet

De impact van het faillissement van een clearing member wordt beperkt indien end-users van de failliete clearing member kunnen rekenen op de overdraagbaarheid van hun posities en bijbehorende zekerheden of de ordelijke close-out van hun posities in overeenstemming met de default rules van de CCP.<sup>461</sup> Uit de geschetste belemmeringen in de vorige paragraaf is gebleken dat de Faillissementswet in zijn huidige vorm kan zorgen voor problemen indien een clearing member failliet gaat en de default procedures van een CCP in werking worden gesteld.

Hierna volgen drie benaderingen voor de aanpassing van de Faillissementswet. Daaruit volgt een aanbeveling voor de aanpassing van de Faillissementswet waardoor de overdracht van posities en zekerheden niet wordt belemmerd door het Nederlandse faillissementsrecht.

---

<sup>458</sup> Artikel 63a lid 1 Faillissementswet.

<sup>459</sup> Van der Aa 2007, p. 9.

<sup>460</sup> Zebregs 2013, p. 264.

<sup>461</sup> Barwise, Reynolds & Yang 2010.

### 6.6.1 *Individuele aanpassing van faillissementsbepalingen*

Eenzijds kan worden gekozen voor een aanpak waarbij een analyse dient plaats te vinden ten aanzien van de manieren waarop een CCP de posities en zekerheden van end-users kan overdragen naar een back-up clearing member. Wat betreft de overdracht van posities geschiedt dat over het algemeen door contractoverneming of door close-out van de huidige transacties met de failliete clearing member en het aangaan van nieuwe, identieke transacties met de back-up clearing member.<sup>462</sup> Wat betreft de overdracht van zekerheden ligt het in het principal model voor de hand om overdracht te bewerkstelligen door een Deed of Assignment. In het agency model heeft de end-user reeds een rechtstreekse relatie met de CCP en speelt de problematiek rondom nationaal faillissementsrecht bij faillissement van een clearing member minder.

Door te analyseren welke handelingen de CCP dient te verrichten bij deze methoden van overdracht van posities en zekerheden en vervolgens te bepalen welke bepalingen in de Faillissementswet daarbij belemmeringen of onduidelijkheden kunnen opwerpen, kan worden bepaald welke bepalingen in de Faillissement moeten worden aangepast om de portabiliteitsbepalingen in EMIR naadloos op het Nederlandse faillissementsrecht te laten aansluiten. Gedacht kan worden aan het toevoegen van een extra lid in de bepalingen van de Faillissementswet die belemmeringen kunnen opwerpen waarin een *carve out* wordt gecreëerd voor zover strijdig met EMIR.

Het voordeel van deze benadering is dat de rechtszekerheid het meest is gewaarborgd indien alle betrokkenen bij het faillissement van een clearing member ervan op de hoogte zijn dat een bepaalde bepaling niet aan de overdracht van posities kan worden tegengeworpen omdat dat expliciet in die bepaling is opgenomen. Op die manier kan er op het moment dat een CCP zijn default procedures in werking stelt geen discussie ontstaan over de eventuele toepassing van een bepaling van nationaal faillissementsrecht.

Het nadeel van deze benadering is dat er een soort 'lappendeken' ontstaat met bepalingen die buiten toepassing worden gelaten bij toepassing van de default procedure van een CCP. EMIR geeft CCP's veel vrijheid ten aanzien van de invulling van hun default procedures, waardoor de belemmerende bepalingen in de Faillissementswet kunnen variëren per handelswijze.<sup>463</sup> Het gevaar bestaat dat er discussie ontstaat indien één van

---

<sup>462</sup> Stegeman 2012, p. 333.

<sup>463</sup> De bepalingen in de Faillissementswet die belemmeringen kunnen opwerpen bij de uitvoering van de default procedure van een CCP zullen voor een groot deel ten aanzien van iedere CCP en haar default procedure belemmeringen kunnen opwerpen. Zie bijvoorbeeld artikel 20 Faillissementswet waarin wordt bepaald dat de faillissementsboedel van een clearing member het gehele vermogen ten tijde van de faillietverklaring omvat. Er is echter iets bij voor te stellen dat een CCP een verandering aanbrengt in de wijze

de betrokkenen zich op een artikel in de Faillissementswet beroept waarin niet is bepaald dat de default procedure van de CCP onverlet wordt gelaten door dat artikel. De beleidsvrijheid van CCP's doet in dat geval afbreuk aan de rechtszekerheid doordat onzekerheid kan ontstaan indien een bepaling uit de Faillissementswet van toepassing lijkt te zijn terwijl deze niet is aangepast aan EMIR.<sup>464</sup> Indien sprake is van enige discussie kan worden betoogd dat EMIR voorrang heeft. Elke onzekerheid in het nationale faillissementsrecht levert echter vertraging op en dat kan portabiliteit bemoeilijken, dan wel verhinderen.

### *6.6.2 Collectieve aanpassing van de Faillissementswet*

Anderzijds kan worden gekozen voor een meer rigoureuze aanpak, waarbij wordt gekozen voor een bepaling die de Faillissementswet ten aanzien van default procedures van een CCP buiten toepassing verklaart. Voorwaarde is echter wel dat diens clearingsysteem wordt aangemerkt als 'systeem' in de zin van de Finaliteitsrichtlijn.<sup>465</sup>

In een dergelijke bepaling dient te worden gesteld dat default procedures van een aangewezen systeem in geen geval als ongeldig worden beschouwd in verband met strijdigheid met nationaal faillissementsrecht. Daarnaast moet worden bewerkstelligd dat de bevoegdheden van de curator en de bevoegdheden van de rechtbank onder de Faillissementswet niet kunnen worden uitgeoefend op een manier waardoor handelingen die een CCP verricht in het kader van de uitvoering van zijn default procedures kunnen worden voorkomen of verstoord. Het ligt het meest voor de hand om een dergelijke bepaling op te nemen in Afdeling 11AA van de Faillissementswet<sup>466</sup> en zou er als volgt uit kunnen zien:

#### *Artikel 212f*

- 1. Ingeval een insolventieprocedure wordt geopend tegen een clearinginstelling, heeft de wanbetalingsprocedure van een centrale tegenpartij voorrang op de insolventieprocedures uit hoofde van deze wet.*

---

van overdracht van posities en zekerheden van end-users waar ten tijde van de wijziging van de Faillissementswet niet op is geanticipeerd.

<sup>464</sup> In een dergelijk geval is het evident dat EMIR prevaleert. Het is echter belangrijk om dergelijke situaties te voorkomen. Discussies verdragen zich slecht met het nemen van belangrijke beslissingen op zeer korte termijn in chaotische situaties.

<sup>465</sup> In het Engelse recht is voor een soortgelijke benadering gekozen. De Engelse wetgever heeft de implementatie van de Finaliteitsrichtlijn aangegrepen om tevens de default procedures van CCP's te vrijwaren van nationaal insolventierecht. Zie section 14 van The Financial Markets and Insolvency (Settlement Finality) Regulations 1999. Deze regeling gold al voordat EMIR in werking trad.

<sup>466</sup> Afdeling 11AA van de Faillissementswet ziet op het faillissement van een bank. Deze afdeling ligt het meest voor de hand omdat het reeds een uitzondering vormt op de bestaande faillissementsregelgeving. Met Afdeling 11AA is een aparte faillissementsprocedure in het leven geroepen voor banken. Nu clearing members over het algemeen over een bankvergunning beschikken en de CCP intervenueert in het faillissement van een bank is deze afdeling mijns inziens het meest geschikt om een dergelijke bepaling in op te nemen.



2. *De bevoegdheden die uit hoofde van deze wet aan de curator en de rechtbank Amsterdam zijn toegekend worden niet op zodanige wijze uitgeoefend dat enige handeling verricht door een centrale tegenpartij in de uitvoering van haar wanbetalingsprocedure wordt voorkomen of verstoord.*

Het voordeel van deze benadering is dat het een zekere mate van flexibiliteit met betrekking tot de verschillende default procedures van CCP's garandeert. De default procedure van een CCP moet in dit kader ruim worden opgevat. Daar valt zowel de overdracht van posities als de overdracht van zekerheden onder, op welke wijze dan ook bewerkstelligd. Opgemerkt zij dat bij de keuze voor deze benadering niet met zekerheid is te zeggen dat zich nooit conflicten zullen voordoen. De hierboven geopteerde bepaling bewerkstelligt echter wel dat zowel de curator als de rechtbank Amsterdam niet bevoegd is om enige discussie aan te wakkeren c.q. zich over enige discussie te buigen waardoor in beginsel geen vertraging wordt opgelopen die tot grote schade kan leiden. Daarmee geniet de default procedure van een CCP een zekere immuniteit binnen het nationale faillissementsrecht en dat is wat EMIR beoogt te bewerkstelligen.

### *6.6.3 Aanpassing van artikel 21 van de Faillissementswet*

Een andere benadering is de aanpassing van artikel 21 van de Faillissementswet. Daarin wordt een aantal vermogensbestanddelen opgesomd die buiten de boedel vallen bij faillissement. Gedacht kan worden aan het uitsluiten van derivatenposities, die door clearing members ten behoeve van end-users worden gehouden, en zekerheden, die door clearing members ten behoeve van end-users bij de CCP worden aangehouden, van het voor verhaal vatbare vermogen van die clearing members.<sup>467</sup>

Het voordeel van deze benadering is dat het systeem van het Nederlandse faillissementsrecht in tact blijft. Bovendien is de aanpassing van artikel 21 van de Faillissementswet relatief eenvoudig te realiseren. Het nadeel van deze oplossing is dat zij in zekere zin het vermogensrecht doorkruist.<sup>468</sup> Desalniettemin lijkt dit de meest voor de hand liggende en, niet geheel onbelangrijk, de minst ingrijpende oplossing.

---

<sup>467</sup> Zie ook Wibier 2011, p. 333. Wibier pleit voor aanpassing van artikel 21 Faillissementswet door de rechten die financiële intermediairs ten behoeve van cliënten houden in het kader van opties generiek uit te sluiten van het voor verhaal vatbare vermogen van die intermediairs.

<sup>468</sup> Het Nederlandse vermogensrecht verhoudt zich slecht met een economische werkelijkheid waarin het voorkomt dat de economische rechthebbende iemand anders is dan degene op wiens naam het recht staat. Doordat derivaten te complex zijn en te zeer verschillen om tot het systeem van de Wge te kunnen worden toegelaten vallen de door een financiële intermediair voor een belegger gehouden rechten in beginsel in de failliete boedel. Dat volgt uit de hoofdregel dat een schuldenaar met zijn gehele vermogen instaat voor al zijn schulden, dat schuldeisers onderling een gelijk recht hebben om uit de opbrengst van dat vermogen te worden voldaan en dat voorrang alleen uit de wet voortvloeit, artikel 3:276 en 3:277 lid 1 BW.

Aanpassing van artikel 21 van de Faillissementswet kan worden bewerkstelligd door de volgende alinea's toe te voegen:

8° *Financiële instrumenten als bedoeld in artikel 2 (7) van verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters (PbEU 2012, L 201/1).*<sup>469</sup>

9° *Activa als bedoeld in artikel 39, tiende lid van verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters (PbEU 2012, L 201/1).*<sup>470</sup>

### *Aanbeveling*

Omdat EMIR het aan de beleidsvrijheid van CCP's overlaat op welke wijze zij hun default procedures inrichten, moet de aanpassing van de Faillissementswet een zekere mate van flexibiliteit waarborgen. Mijns inziens wordt deze flexibiliteit ten aanzien van default procedures van CCP's zowel bereikt door collectieve aanpassing van de Faillissement als door aanpassing van artikel 21 van de Faillissementswet. Ik opteer echter voor de laatste optie omdat aanpassing van artikel 21 van de Faillissementswet een *carve out* creëert ten aanzien van de toepassing van de Faillissementswet op derivatenposities en de daarbij behorende zekerheden. Op die manier worden derivatenposities en zekerheden niet geraakt door het faillissement en wordt de CCP niet belemmerd bij de overdracht dan wel afwikkeling van de derivatenposities en zekerheden van end-users en de failliete clearing member. Daarnaast zorgt aanpassing van artikel 21 van de Faillissementswet ervoor dat het systeem van het Nederlandse faillissementsrecht in tact blijft.

## **6.7 Tussenconclusie**

In dit hoofdstuk stond de volgende vraag centraal: hoe zouden de regels op het gebied van segregatie en portabiliteit in EMIR in het Nederlandse faillissementsrecht kunnen worden ingepast? Zowel segregatie als portabiliteit zijn in dit hoofdstuk in een Nederlandsrechtelijk perspectief geplaatst. Wat betreft segregatie is de conclusie dat

---

<sup>469</sup> Er is bewust voor gekozen om de *carve out* in artikel 21 Faillissementswet te beperken tot OTC-derivaten. Enkel OTC-derivaten worden immers onderworpen aan verplichte centrale clearing.

<sup>470</sup> 'Onder 'activa' wordt een zekerheid verstaan die ter dekking van posities wordt aangehouden; hieronder is het recht op overdracht van activa die gelijkwaardig zijn aan die zekerheid of de opbrengst van om het even welke te gelde gemaakte zekerheid begrepen, maar niet de bijdragen in het wanbetalingsfonds', artikel 39 lid 10 EMIR. Door te refereren naar 'activa' als bedoeld in EMIR wordt bewerkstelligd dat de zekerheden buiten het faillissementsrecht vallen.

segregatie als bedoeld in EMIR slechts administratieve segregatie impliceert, hetgeen naar Nederlands faillissementsrecht verder geen belemmeringen opwerpt.

Wat betreft portabiliteit kan worden geconcludeerd dat er naar Nederlands recht nog geen regeling is die de overdracht van derivatenposities bewerkstelligt bij faillissement van een clearing member waardoor het Nederlandse faillissementsrecht daar thans nog niet tegen opgewassen is. Dat betekent dat de Faillissementswet enkele strijdigheden bevat die met het oog op de rechtszekerheid en de zuiverheid van het systeem moeten worden weggenomen. De meest voor de hand liggende manier om dat te bewerkstelligen is het creëren van een *carve out* in artikel 21 van de Faillissementswet ten aanzien van zowel de posities als de bijbehorende zekerheden van end-users.

## 7. Conclusie

In dit onderzoek stond de volgende vraag centraal: *Bieden de regels op het gebied van segregatie en portabiliteit in EMIR een adequaat beschermingsmechanisme aan de end-user van OTC-derivaten in geval van faillissement van een clearing member en hoe zou dat beschermingsmechanisme in het Nederlandse faillissementsrecht kunnen worden ingepast?*

Naar aanleiding van de analyse met betrekking tot de regels op het gebied van segregatie en portabiliteit in EMIR kan worden geconcludeerd dat de bescherming die deze regels beogen te bieden op dit moment niet voldoende toereikend is. Een groot probleem op dit moment is dat zowel de bepalingen op het gebied van segregatie als de bepalingen op het gebied van portabiliteit slechts zien op de posities en zekerheden die door een clearing member voor rekening en risico van een end-user bij de CCP worden aangehouden. Een end-user is echter het meest gebaat bij bescherming op het niveau van de clearing member.

De gewenste bescherming kan worden bewerkstelligd door het creëren van een toezichtmechanisme voor clearing members waardoor de regels op het gebied van segregatie en portabiliteit ook van toepassing zijn op clearing members. Clearing members zullen verplicht zijn zich aan de segregatieregels te houden. Portabiliteit van posities en zekerheden van end-users naar een back-up clearing member kan worden bewerkstelligd door aanpassing van de Finaliteitsrichtlijn en de FZO-richtlijn. Deze richtlijnen harmoniseren reeds een deel van het nationale faillissementsrecht. Door aanpassing van deze richtlijnen wordt de portabiliteitsregeling in EMIR binnen de reikwijdte gebracht waardoor de afdwingbaarheid bij faillissement van een clearing member gewaarborgd is.

Los van de vraag of de regels op het gebied van segregatie en portabiliteit in EMIR een adequaat beschermingsmechanisme bieden, is EMIR in zijn huidige vorm reeds in werking getreden en rechtstreeks toepasselijk in iedere EU-lidstaat. Omwille van de rechtszekerheid is het wenselijk om het nationale faillissementsrecht in overeenstemming te brengen met EMIR. Omdat EMIR het aan de beleidsvrijheid van CCP's overlaat op welke wijze zij hun default procedures inrichten, moet de aanpassing van de Nederlandse Faillissementswet een zekere mate van flexibiliteit waarborgen. Eén van de mogelijkheden is aanpassing van artikel 21 van de Faillissementswet waarmee een *carve out* wordt gecreëerd ten aanzien van de toepassing van de Faillissementswet op derivatencontracten en de daarbij behorende zekerheden. Op die manier worden derivatencontracten en zekerheden niet geraakt door het faillissement van een clearing member en wordt de CCP

niet belemmerd bij de overdracht dan wel afwikkeling van de derivatenposities en zekerheden van end-users en de failliete clearing member.

Is de redding van een zinkend schip voorbij? Geconcludeerd kan worden dat deze vraag op dit moment niet direct met 'ja' kan worden beantwoord. De handvatten die in deze scriptie zijn aangereikt kunnen echter wel in aanmerking worden genomen bij de zoektocht naar een manier waarop EMIR in een adequaat beschermingsmechanisme voor end-users kan voorzien en de manier waarop EMIR in het Nederlandse recht kan worden ingepast.

\*\*\*

## Lijst van verkort aangehaalde literatuur

### **Van der Aa 2008**

M.J. van der Aa, *De afkoelingsperiode in faillissement: een onderzoek naar enkele materieelrechtelijke aspecten van de afkoelingsperiode tijdens het faillissement van een onderneming naar huidig en mogelijk komend insolventierecht* (Serie Recht en Praktijk deel 154), Deventer: Kluwer 2007.

### **Acharya e.a. 2009**

V.V. Acharya e.a., 'Derivatives: The Ultimate Financial Innovation', in: V.V. Acharya en M. Richardson (red.), *Restoring Financial Stability: How to repair a failed system*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 2009.

### **Van Angeren & Bonhof 2012**

A.A. van Angeren en R.K. Bonhof, 'Vermogensscheiding voor derivaten – lastig maar niet onmogelijk', in: *Gedurfde essays over financieel toezichtrecht, Lustrumbundel 2012 Vereniging voor Effectenrecht*, Deventer: Kluwer 2012, p. 231 – 246.

### **Arons 2010**

T.M.C. Arons, 'Future of European Financial Supervision, Towards a European System of Financial Supervisors', *TvJ* 2010, afl. 3, p. 65 – 73.

### **Asser/Hartkamp & Sieburgh 2013**

A.S. Hartkamp & C.H. Sieburgh, *Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 6. Verbintenissenrecht. Deel II. De verbintenis in het algemeen, tweede gedeelte*, Deventer: Kluwer 2013.

### **Bais 2009**

H. Bais, 'De wijziging van de wet giraal effectenverkeer in perspectief van een toenemend aantal (inter)nationale effectenafwikkelingsystemen', *TFR* 2009, afl. 5/6, p. 224 – 231.

### **Bais 2012**

H. Bais, 'Afwikkeling van effectentransacties en bewaring van effecten', in: R.E. van Esch e.a. (red.), *Inleiding financieel recht*, Deventer: Den Hollander 2012, p. 263 – 280.

### **Barrachdi & Ramsanjhal 2013**

F. Barrachdi & S. Ramsanjhal, 'De verhouding tussen EMIR en het MiFIR-voorstel: over de clearing- en de handelsverplichting', *TFR* 2013, afl. 11, p. 366 – 374.

### **Barents & Brinkhorst 2012**

R. Barents & L.J. Brinkhorst, *Grondlijnen van Europees Recht*, Deventer: Kluwer 2012.

### **Barwise, Reynolds & Yang 2010**

D. Barwise, J. Reynolds & T. Yang, 'Not yet clear: issues surrounding central counterparty clearing', *Journal of International Banking and Financial Law* 2010, afl. 10.

### **Bierman & Struycken 2011**

B. Bierman & T.H.D. Struycken, 'Beurstransacties en het daarop toepasselijke recht – over artikel 4 (1)(H) van de Rome I-verordening', in: S.E. Bartels, A.J. Verdaas & R.J. van der Weijden (red.), *Effecten en Vermogensrecht* (Serie Onderneming en Recht, deel 63), Deventer: Kluwer 2011, p. 49 – 82.

### **Bikker, Brinkhoff & Wesseling 2011**

J.A. Bikker, J. Brinkhoff & A.A.T. Wesseling, 'De nieuwe Europese financiële toezichthouders', *O&F* 2011/19, p. 31 – 46.

### **BIS 2012**

Bank of International Settlements, Semi-annual OTC derivatives statistics December 2012, <[www.bis.org](http://www.bis.org)>.

### **BIS 2013**

Basel Committee on Banking Supervision – IOSCO, 'Margin requirements for non-centrally cleared derivatives', september 2013, <[www.bis.org](http://www.bis.org)>.

### **Ten Broeke 2013**

P.G.M. Broeke, 'Dodd-Frank en EMIR: een jaar verder en een stap dichterbij de eindstreep', *TFR* 2013-1/2, p. 16 – 30.

### **Broekhuizen 2004**

J.Ph. Broekhuizen, 'Toezicht op clearinginstellingen', *Bb* 2004/61.

### **Van Buchem-Spapens & Pouw 2013**

A.M.J. van Buchem-Spapens & Th.A. Pouw, *Monografieën Privaatrecht, Faillissement, surseance van betaling en schuldsanering*, Deventer: Kluwer 2013.

### **Chandy 2007**

M. Chandy, 'ISDA Master Agreement: some key features', *Journal of International Banking & Financial Law* mei 2007, Vol. 22, Issue 5.

### **CPSS – IOSCO 2004**

CPSS – IOSCO, 'Recommendations for Central Counterparties', november 2004, <[www.bis.org](http://www.bis.org)>.

### **CPSS 2007**

CPSS, 'New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives', March 2007, <[www.bis.org](http://www.bis.org)>.

### **DNB Brochure 2013**

DNB Brochure, 'Alle Ins & Outs van CCPs. De centrale tegenpartij als spil in het financiële netwerk', maart 2013, <[www.dnb.nl](http://www.dnb.nl)>.

### **Duffie & Zhu 2011**

D. Duffie & H. Zhu, 'Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk?', *Review of Asset Pricing Studies* July 2011, p. 74 – 95.

### **Van Esch 1999**

R.E. van Esch, 'Betalingssystemen en insolventieprocedures', *TvI* 1999/4, p. 85 – 91.

### **Van Esch 2010**

R.E. van Esch, 'Het definitieve karakter van de afwikkeling van girale betalingen in faillissementssituaties en de Europese Finaliteitsrichtlijnen 1998 en 2009', *TFR* 2010-7/8, p. 200 – 206.

### **ESMA Final Report 2012**

ESMA Final Report of 12 September 2012. Draft technical standards under the Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC Derivatives, CCPs and Trade Repositories (ESMA/2012/600).



### **ESMA Q&A 2013**

ESMA Q&A, Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR), 20 December 2013, ESMA/2013/1959.

### **Graaf & Stegeman 2011a**

F.G.B. Graaf en R.A. Stegeman, 'Europees voorstel voor de regulering van de OTC-derivatenmarkten', *OR* 2011/20.

### **Graaf & Stegeman 2011b**

F.G.B. Graaf & R.A. Stegeman, *Regulering van de otc-derivatenmarkten in de EU en de VS – Ontmanteling van de 'financiële massavernietigingswapens' of 'regulatory overkill'?*, *Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2011*, Deventer: Kluwer 2011.

### **Groenewoud 2010**

L. Groenewoud, 'Naar beschermingsuitbreiding, verdergaande dematerialisatie en identificatie van investeerders. Wet giraal effectenverkeer: voorgestelde wijzigingen', *TOP* 2010, afl. 6, p. 233 – 238.

### **Grundmann-van de Krol 2012**

C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2012.

### **Hay Davison Report 1988**

'The Operation and Regulation of the Hong Kong Securities Industry', Report of the Securities Review Committee, 27 mei 1988 (Hay Davison Report), <[www.fstb.gov.hk](http://www.fstb.gov.hk)>.

### **Hills, Rule & Parkinson 1999**

B. Hills, D. Rule & S. Parkinson, 'Central counterparty clearing houses and financial stability', *Financial Stability Review* June 1999, p. 122 – 134.

### **Hudson 2012**

A. Hudson, *The law on financial derivatives*, London: Sweet & Maxwell 2012.

### **Hull & Rotman 2010**

J. Hull & J.L. Rotman, 'OTC-Derivatives and Central Clearing: Can All Transactions Be Cleared?', Toronto University 2010, <[www.rotman.utoronto.ca](http://www.rotman.utoronto.ca)>.

**Hval 1996**

N. Hval, 'Credit Support Arrangements: An Analysis Of ISDA's Latest Standardized Documentation Governed By English Law', *Journal of International Banking & Financial Law* 2012, afl. 11.

**ISDA 2000**

ISDA Report, Collateral Law Reform Group, 'Collateral Arrangements in the European Financial Markets. The Need for National Law Reform', maart 2000, <[www.isda.org](http://www.isda.org)>.

**ISDA 2009**

ISDA Report, 'AIG and Credit Default Swaps', november 2009, <[www.isda.org](http://www.isda.org)>.

**ISDA 2013**

ISDA report, 'Non-cleared OTC Derivatives: Their Importance to the Global Economy', March 2013.

**Jarrow & Oldfield 1981**

R.A. Jarrow & G.S. Oldfield, 'Forward contracts and futures contracts', *Journal of Financial Economics* 1981, afl. 9, p. 373 – 382.

**Keijser & Keijser 2008**

T.R.M.P. Keijser & J.A.M.P. Keijser, *Financiële zekerheidsvereenkomsten*, Deventer: Kluwer 2008.

**Leeger & Renkens 2003**

C.F. Leeger & N.C.J. Renkens, 'De nieuwe 2002 ISDA Master Agreement: een vlaggenschip in revisie', *TvE* 2003, afl. 4, p. 64 – 77.

**Lenaerts & Van Nuffel 2011**

K. Lenaerts & P. van Nuffel, *Europees recht*, Antwerpen: Intersentia 2011.

**Löber 2013**

K.M. Löber, 'The changing legal landscape for clearing and settlement in the European Union', *Uniform Law Review* 2005, afl. 1/2, p. 155 – 188.

**Loof 2008**

G. Loof, 'De Richtlijn financiële zekerheidsvereenkomsten: een vooruitgang of achteruitgang van het civiele recht?', *NTHR* 2008/27, p. 27 – 40.

**Lotay 2010**

M.S. Lotay, 'Derivatives', in: M.C.A. van den Nieuwenhuijzen (red.), *Financial law in the Netherlands*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2010, p. 239 – 302.

**Monnet 2010**

C. Monnet, 'Let's make it clear: how central counterparties save(d) the day', *Business Review* Q1 2010, p. 1 – 7.

**Morrison 2010**

J. Morrison, 'The Operational Challenges of OTC Clearing', *Futures Industry* June 2010, p. 25 – 28.

**Mulder 2003**

W.F. Mulder, 'EU-richtlijn financiële zekerheidsvereenkomsten bevordert werking financiële markten', *TvI* 2003/20, p. 20 – 25.

**Naber & Schuijling 2012**

G.V. Naber & B.A. Schuijling, 'Giraal effectenverkeer na de wijziging van de Wge', *OR* 2012/101.

**Nijenhuis 1998**

A. Nijenhuis, 'Close-out netting en insolventie. Close-out netting bepalingen in swaps en valutatermijncontracten en de rol van de artikelen 38 en 237 Faillissementswet', in: S.C.J.J. Kortmann, W.A.K. Rank, M.H.E. Rongen, G. van Solinge, H.L.E. Verhagen (red.), *Onderneming en effecten* (Serie Onderneming en Recht, deel 13), Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1998, p. 601 – 616.

**Nijenhuis & Verhagen 1994**

A. Nijenhuis & H.L.E. Verhagen, "Netting": een beschouwing naar Nederlands recht', *NV* 1994, afl. 4.

**Peeters 2005**

M. Peeters, 'OTC-derivaten, beurseffecten en risico's', *O&F* 2005/67, p. 63 – 77.

### **Peeters & Rank 2011**

M.G.C.M. Peeters en W.A.K. Rank, 'Bescherming van rechten van derivatencliënten bij insolventie van een intermediair', in: S.E. Bartels, A.J. Verdaas & R.J. van der Weijden (red.), *Effecten en Vermogensrecht* (Serie Onderneming en Recht, deel 63), Deventer: Kluwer 2011, p. 137 – 176.

### **Pirrong 2010**

C. Pirrong, 'The inefficiency of clearing mandates', *Policy Analysis* no. 665, Cato Institute, 21 July 2010, <[www.cato.org](http://www.cato.org)>.

### **Pirrong 2011**

C. Pirrong, 'The Economics of Central Clearing: Theory and Practice', ISDA Discussion Papers Series, mei 2011, <[www.isda.org](http://www.isda.org)>.

### **Polak 2008**

N.J. Polak, *Insolventierecht*, Deventer: Kluwer 2011.

### **Rank 2002**

W.A.K. Rank, 'EU Collateral Directive vastgesteld: zekerheid voor financiële zekerheidsovereenkomsten?', in: B.M. van Beek (e.a.), *Een bewezen bestaansrecht, Lustrumbundel 2002 Vereniging voor Effectenrecht* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut 71), Deventer: Kluwer 2002, p. 319 – 328.

### **Rank 2008**

W.A.K. Rank, 'Vermogensscheiding: a bird's eye overview', in: W.A.K. Rank (red.), *Vermogensscheiding in de financiële praktijk* (Bankjuridische reeks, nr. 56), Amsterdam: NIBE-SVV 2008, p. 9 – 28.

### **Rank 2009a**

W.A.K. Rank, 'Vermogensscheiding', in: D. Busch & C.M. Grundmann-van de Krol (red.), *Handboek Beleggingsondernemingen* (Serie Onderneming en Recht, deel 51), Deventer: Kluwer 2009, p. 509 – 539.

### **Rank 2009b**

W.A.K. Rank, 'OTC-Derivaten in de kredietcrisis: de ISDA-documentatie als instrument van risicobeheersing', *TFR* 2009, afl. 2/3, p. 111 – 123.

### **Rank 2013**

W.A.K. Rank, 'Segregatie en portabiliteit: is er leven na de dood?', *Financial Investigator* 2013/4, p. 17.

### **Rasheed 2012**

T.Z. Rasheed, 'Central clearing: an overview of SwapClear documentation for non-clearing members', *Journal of International Banking & Financial Law* 2012, afl. 27.

### **Rasheed & Zebregs 2012**

T.Z. Rasheed & B.J.A. Zebregs, 'Can a house divided between itself stand? Segregation in derivatives clearing', *Journal of International Banking & Financial Law* 2012, afl. 5, p. 293 – 300.

### **Rooke 2008**

C.A. Rooke, 'MiFID en custodians: let op extra informatieverplichtingen!'. *TFR* 2008, afl. 1/2, p. 43 – 45.

### **Schim 2006**

B.F.L.M. Schim, *Giraal effectenverkeer en goederenrecht* (Serie Onderneming en Recht, deel 36), Deventer: Kluwer 2006.

### **Schot 2012**

C.H. Schot, 'To hedge or not to hedge'; de toekomst van de derivatenmarkt', *O&F* 2012, afl. 2, p. 39 – 52.

### **Van Setten 1998**

L.D. van Setten, *De commissionair in effecten* (Serie Recht en Praktijk deel 109), Deventer: Kluwer 1998.

### **Silverentand & Heemskerk 2011**

L.J. Silverentand & P. Heemskerk, Clearing: kern- en knelpunten, in: S.E. Bartels, A.J. Verdaas & R.J. van der Weijden (red.), *Effecten en Vermogensrecht* (Serie Onderneming en Recht, deel 63), Deventer: Kluwer 2011, p. 239 – 261.

### **Steffens 2005**

L.F.A. Steffens, 'De Europese Richtlijn Financiële zekerheidsvereenkomsten en de implementatie in de Nederlandse wetgeving', *NTHR* 2005, afl. 2, p. 56 – 66.

**Stegeman 2012**

R.A. Stegeman, 'Een introductie tot de SwapClear Client Clearing documentatie', *TFR* 2012, afl. 9, p. 321 – 335.

**Thomas 2012**

M. Thomas, 'European Market Infrastructure Directive (EMIR): expanding horizons and increasing standards for CCPs', *Journal of International Banking & Financial Law* 2012, afl. 10.

**Valukas Rapport 2010**

Anton R. Valukas, 'Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 proceedings examiner report', maart 2010.

**Weber & Gruenewald 2009**

R.H. Weber & S. Gruenewald, 'Settlement Finality and Financial Collateral Directives: ignored but crucial in financial turmoil', *Journal of International Banking & Financial Law* 2009, afl. 6, p. 70 – 73.

**Wibier 2011**

R.M. Wibier, 'Opties en andere derivaten in het vermogensrecht', in: S.E. Bartels, A.J. Verdaas & R.J. van der Weijden (red.), *Effecten en Vermogensrecht* (Serie Onderneming en Recht, deel 63), Deventer: Kluwer 2011, p. 137 – 176.

**Wymeersch 2012**

E. Wymeersch, 'The European financial supervisory authorities or ESAs', in: E. Wymeersch, K.J. Hopt & G. Ferrarini, *Financial regulation and supervision. A post-crisis analysis*, Oxford: Oxford University Press 2012, p. 248 – 273.

**Zebregs 2010**

B.J.A. Zebregs, 'Clearing and Settlement in the Netherlands', in: M.C.A. van den Nieuwenhuijzen (red.), *Financial law in the Netherlands*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2010, p. 99 – 134.

**Zebregs 2011a**

B.J.A. Zebregs, 'Verplichte clearing van OTC-derivaten in Europa', *TFR* 2011, afl. 1/2, p. 5-17.

**Zebregs 2011b**

B.J.A. Zebregs, 'Guaranteed portability under EMIR?', *Journal of International Banking & Financial Law* 2011, afl. 5, p. 276 – 278.

**Zebregs 2013**

B.J.A. Zebregs, *Effecten- en derivatenclearing* (Financieel Juridische Reeks, nr. 5), Amsterdam: NIBE-SVV 2008.