

Initiële marge en segregatie van zekerheden. Gelukkig gescheiden?

*Mr. K.J.C. Bader en mr. D.J. Wickering**

1 Inleiding

In reactie op de wereldwijde financiële crisis van 2008 besloten de G20-leiders in 2009 tot het verbeteren van de over-the-counter (otc)-derivatenmarkt. De voorgestelde herzieningen houden onder meer in dat alle standaard-otc-derivaten waar mogelijk verhandeld moeten worden op elektronische handelsplatformen, en *gecleard* via centrale tegenpartijen (*central counterparties*, of CCPs).¹ Clearing door een CCP houdt in dat een oorspronkelijk bilaterale transactie tenietgaat, en transformeert in twee nieuwe transacties. De CCP neemt een centrale positie in tussen de tegenpartijen en de respectievelijke rechten en verplichtingen van de tegenpartijen uit hoofde van het otc-derivaat worden vervangen door corresponderende rechten en verplichtingen ten opzichte van de CCP, waarmee de afhandeling van de transactie wordt gegarandeerd. De oorspronkelijke tegenpartijen bij een otc-derivaat vervangen zodoende de wederzijdse tegenpartijkredietrisico's door een tegenpartijkredietrisico op een CCP.² Alleen de leden van een CCP (hierna: clearingleden) hebben directe toegang tot een CCP. De meeste tegenpartijen hebben een contractuele relatie met een clearinglid, waardoor zij in staat zijn otc-transacties te clearen bij een CCP. Aangezien niet alle otc-derivaten geschikt zijn voor clearing,³ en dus niet alle otc-derivaten langs die weg kunnen worden gereguleerd, dienen niet-geclearde otc-derivaten op een andere wijze onderworpen te worden aan strengere regels, zoals aangescherpte kapitaaleisen en strikte margeverplichtingen (niet-geclearde margeregels, of *uncleared margin rules* (UMR)).

De verplichting tot het clearen van otc-derivaten bij centrale tegenpartijen (CCPs) is voor de Europese Unie opgenomen in Verordening (EU) 648/2012 (European Markets Infrastruc-

ture Regulation; EMIR).⁴ Voor otc-derivaten die niet centraal gecleard (kunnen) worden, verplichten de UMR zowel financiële als niet-financiële tegenpartijen risico-inperkings technieken toe te passen.⁵ Een belangrijke vorm van risicolimitering is de verplichting voor alle financiële tegenpartijen, zoals een bank, en niet-financiële tegenpartijen, zoals een industriële onderneming, met posities in otc-derivaten die boven de clearingdrempel⁶ uit komen om te 'beschikken over risicobeheerprocedures die een tijdige, nauwkeurige en passend gescheiden uitwisseling van zekerheden voorschrijven met betrekking tot otc-derivaten'.⁷ Deze verplichtingen zijn, in navolging van aanbevelingen door de Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) en de Board of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) in 2015,⁸ op grond van art. 11 lid 15 EMIR nader uitgewerkt in de Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/2251,⁹ die de relevante technische reguleringsnormen (Regulatory Technical Standards) bevat (hierna: EMIR Marge RTS).¹⁰ Daar komt voor financiële tegenpartijen bij dat zij, met het oog op het beheer van niet door een passende uitwisseling van zekerheden gedek-

4. Verordening (EU) 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters. Zie voor EMIR in het algemeen bijv. F.G.B. Graaf & R.A. Stegeman, *Regulering van de otc-derivatenmarkten in de EU en de VS* (preadvis voor de Vereniging voor Effectenrecht 2011), Deventer: Kluwer 2011 en Zebregs 2013.

5. Art. 11 EMIR.

6. Art. 11 Gedelegeerde Verordening (EU) 149/2013 van de Commissie van 19 december 2012 tot aanvulling van Verordening (EU) 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-inperkings technieken voor niet door een CTP geclearde otc-derivatencontracten.

7. Art. 11 lid 3 EMIR.

8. BCBS & IOSCO, *Margin Requirements for Non-Centrally Cleared Derivatives*, maart 2015.

9. Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/2251 van de Commissie van 4 oktober 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters ten aanzien van technische reguleringsnormen met betrekking tot risicolimiteringstechnieken voor niet door een centrale tegenpartij geclearde otc-derivatencontracten.

10. Zie over de EMIR Marge RTS o.a. de tweedelige bijdrage van J.C. Hintzen, *Collateral management onder EMIR*, TFR 2016, afl. 11, p. 438-448 (deel 1) en TFR 2017, afl. 11, p. 515-523 (deel 2), en de eveneens tweedelige bijdrage van R.A. Stegeman, D.A. Gerrits & A. Berket, *De gevolgen van de EMIR op de ISDA Credit Support Annex voor niet-geclearde otc-derivaten*, TFR 2017, afl. 6, p. 253-259 (deel 1) en TFR 2017, afl. 7/8, p. 322-329 (deel 2).

* Mr. K.J.C. Bader is werkzaam als bedrijfsjurist bij een Nederlandse financiële instelling te Amsterdam. Mr. D.J. Wickering is werkzaam als bedrijfsjurist bij een buitenlandse financiële instelling te Amsterdam.

Deze bijdrage is op persoonlijke titel geschreven.

1. Voor het transcript van het G20 Leaders' Statement, zie www.g20.utoronto.ca/2009/2009communiqué0925.html.

2. Zie over clearing onder meer L.J. Silverentand & P. Heemskerk, *Clearing: kern- en knelpunten*, in: S.E. Bartels, A.J. Verdaas & R.J. van der Weijde (red.), *Effecten en vermogensrecht* (Serie Onderneming en Recht, deel 63), Deventer: Kluwer 2011, p. 239-261 en B.J.A. Zebregs, *Effecten- en derivatenclearing* (Financieel Juridische Reeks, deel 5), Amsterdam: NIBE-SVV 2013.

3. J. Hull, *OTC Derivatives and Central Clearing: Can All Transactions Be Cleared?* (working paper), april 2010.

te risico's, in passende en evenredige mate kapitaal dienen aan te houden.¹¹ De kapitaaleisen voor financiële tegenpartijen met betrekking tot niet-geclearde otc-derivaten zijn opgenomen in Verordening (EU) 575/2013 (CRR).¹² Overigens kunnen CCPs, om kredietrisico's op hun clearingleden te beperken, eveneens marges opleggen.¹³ Marge voor geclearde otc-derivaten blijft in deze bijdrage echter buiten beschouwing.

In deze bijdrage wordt stilgestaan bij de goederenrechtelijke overwegingen die van belang zijn voor (Nederlandse) otc-derivatengebruikers in het kader van het uitwisselen van onderpand uit hoofde van de EMIR Marge RTS. Hierbij zal vanwege de naderende laatste fasen van inwerkingtreding van deze verplichting de nadruk liggen op het verstrekken van initiële marge. Hierna wordt eerst het uitwisselen van (initiële) marge nader toegelicht (par. 2), waarna de margeverplichting onder de EMIR Marge RTS wordt uiteengezet (par. 3). Vervolgens wordt stilgestaan bij de segregatieregels voor initiële marge (par. 4) bij de toepassing daarvan in de huidige praktijk (par. 5). Hierop volgend wordt bezien welke (Nederlandse) goederenrechtelijke overwegingen relevant zijn in het geval van een dergelijke vermogensscheiding (par. 6).

2 Het uitwisselen van (initiële) marge

De verplichting tot het aanhouden van marge is onder het Nederlands financieel toezichtrecht niet nieuw. Vanwege de verplichting tot een zorgvuldige dienstverlening zijn beleggingsondernemingen op grond van art. 86 Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen (BGfo) verplicht erop toe te zien dat cliënten – niet zijnde professionele beleggers¹⁴ – met posities in financiële instrumenten waaruit verplichtingen kunnen voortvloeien, voortdurend over voldoende saldi beschikken om aan de actuele verplichtingen die uit die posities voortvloeien te voldoen. Als er onvoldoende saldo aanwezig blijkt om aan deze actuele verplichtingen te voldoen, dient de beleggingsonderneming erop toe te zien dat haar cliënt zekerheden stelt waaruit die verplichtingen kunnen worden voldaan. De beleggingsonderneming sluit, indien de cliënt geen zekerheden kan stellen, de posities zo spoedig mogelijk (uiterlijk binnen vijf werkdagen), tenzij er zich bijzondere omstandigheden voordoen. Deze margeplicht is ingesteld om te voorkomen dat beleggers geconfronteerd worden met ver-

liezen uit hoofde van posities in, bijvoorbeeld, derivatentransacties, die zij niet kunnen dragen.¹⁵

Buiten de verplichting voor beleggingsondernemingen om niet-professionele beleggers te beschermen tegen aanzienlijke verliezen door middel van de hiervoor genoemde margeplicht, is het in de otc-derivatenpraktijk al sinds jaar en dag gebruikelijk dat partijen om vergelijkbare redenen onderling zekerheden stellen, in een mate die afhankelijk is van het onderlinge tegenpartijkredietrisico. Partijen bij otc-derivaten gaan doorgaans een overeenkomst aan waarin alle rechten en verplichtingen van de partijen worden vastgelegd, en die alle¹⁶ otc-derivaten tussen die partijen beheerst. Een in internationaal verband bekend voorbeeld hiervan is de door Engels recht of het recht van New York¹⁷ beheerste ISDA Master Agreement,¹⁸ ontwikkeld door het marktorgaan International Swaps and Derivatives Association (ISDA), hoewel er ook lokale varianten van een dergelijke overeenkomst worden gebruikt.¹⁹ In het geval van verzuim van een van de partijen (en het dientengevolge onmiddellijk opeisbaar worden van de verplichtingen vanwege de vroegtijdige beëindiging van de uitstaande otc-derivatentransacties) worden de wederzijdse verplichtingen uit hoofde van de verschillende otc-derivaten op geld gewaardeerd en vervolgens verrekend. Het resultaat is dat,

11. Art. 11 lid 4 EMIR. Ook de kapitaaleisen voor niet-geclearde otc-derivaten zijn gebaseerd op aanbevelingen door BCBS. Zie BCBS, *The Standardised Approach for Measuring Counterparty Credit Risk Exposures*, maart 2014 (herzien in april 2014).
12. Verordening (EU) 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. Voor de kapitaalvereisten ten aanzien van niet-geclearde otc-derivaten, zie titel IV van de CRR.
13. Art. 40 e.v. EMIR.
14. Op grond van art. 51 Vrijstellingsregeling Wft zijn beleggingsondernemingen vrijgesteld van de margeplicht ex art. 86 BGfo voor zover de beleggingsdienst wordt verleend aan professionele beleggers.

15. Zie onder meer de conclusie van A-G Mok bij HR 13 november 1987, NJ 1988/278. Voorts M. Tas, *Saldibewaking gerelativeerd*, V&O 2010, afl. 4, p. 78-80.
16. Partijen kunnen uiteraard overeenkomen dat bepaalde (klassen) otc-derivaten buiten de reikwijdte van een raamovereenkomst vallen. Dergelijke contractuele variaties kunnen van invloed zijn op bijv. de (berekningen ten aanzien van) initiële margeverplichting.
17. Partijen bij een ISDA Master Agreement kunnen uiteraard overeenkomen een ander rechtsstelsel toe te passen. Echter, de standaardbepalingen van de raamovereenkomst zijn gebaseerd op concepten van Engels recht en het recht van de staat New York. Zie ook ISDA, *User's Guide to the 1992 ISDA Master Agreement*, 1993. Vanwege de brexit heeft ISDA recentelijk raamovereenkomsten naar Frans en Iers recht ontwikkeld.
18. Over de ISDA Master Agreement is zeer veel gepubliceerd. Leidend is nog altijd P. Harding, *Mastering the ISDA Master Agreement*, Londen/New York: Financial Times/Prentice Hall 2004. Zie bijv. R.W.K. Steeg, *Otc-derivaten en de ISDA Master Agreement; (hoe) werkt het naar Nederlands recht?*, FRP 2017, afl. 4, p. 49-57. Zie over het gebruik en de ontwikkeling van de ISDA Master Agreement door de jaren heen W.A.K. Rank, *Een paarlen jubileum voor de ISDA Master Agreement: 30 jaar contractzekerheid voor OTC-derivaten*, TFR 2017, afl. 4, p. 117-128.
19. In een aantal jurisdicties hebben (centrale) banken een meer op de lokale markt gerichte raamovereenkomst ontwikkeld of laten ontwikkelen. Zo gebruikt men in Duitsland het *Deutscher Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte* (aangeduid als DRV), heeft in Frankrijk de *Fédération Bancaire Française de Convention cadre FBF relative aux opérations sur instruments financiers à terme* ontwikkeld (vaak afgekort als FBF Master Agreement), en gebruikt men in Spanje het *Contrato Marco de Operaciones Financieras (CMOF)*. In Nederland is de Raamovereenkomst Financiële Derivaten (RFD) een bekend contract. De Europese Banken Federatie heeft, in samenwerking met de Europese Spaarbank Groep en de Europese Vereniging van Coöperatieve Banken, de meertalige *Master Agreement for Financial Transactions*, beter bekend als de *European Master Agreement (EMA)* opgesteld. Gemene deler voor deze raamovereenkomsten is dat zij vooral in zwang zijn bij partijen die voornamelijk lokaal actief zijn en zodoende minder kennis en expertise bezitten van de internationale otc-derivatenmarkt, vanwege de taal waarin de overeenkomsten zijn opgesteld, en het rechtsstelsel dat van toepassing is.

in het geval van verzuim, uiteindelijk één bedrag betaald zal moeten worden door een van de partijen aan de andere partij. Men spreekt in dit verband van ‘close-out netting’, en de verschillende otc-derivaten die onder één raamovereenkomst verrekend worden, vormen zodoende een ‘netting set’.²⁰ Tot het moment van vroegtijdige beëindiging van de transacties fluctueert het in het geval van verzuim te betalen bedrag constant onder invloed van marktbevingen en, daarmee verband houdend, de tot betaling verplichte partij. Vanwege deze constante fluctuaties lopen de contracterende partijen een constant wijzigend tegenpartijkredietrisico op elkaar (‘exposure’). Om de exposure te doen afnemen, kunnen de partijen overeenkomen dat zij over en weer onderpand zullen verstrekken. De mate waarin onderpand wordt verstrekt, komt overeen met de exposure die partijen op elkaar lopen, tenzij anders bepaald.²¹ Indien partijen een ISDA Master Agreement zijn overeengekomen, wordt een dergelijk onderpandarrangement vaak beheerst door een Credit Support Annex (CSA).²²

Vóór de introductie van de UMR was het uitwisselen van onderpand ter vermindering van het tegenpartijkredietrisico slechts het resultaat van algemene regels ten aanzien van zorgvuldige dienstverlening voor beleggingsondernemingen, of van een bilaterale afspraak tussen partijen. Vanwege de clearingverplichting, en meer in het bijzonder de verplichting tot risico-inperkingstechnieken voor otc-derivaten die niet gecleard worden, worden twee soorten zekerheden in de vorm van marges noodzakelijk geacht voor een goed beheer van de risico’s waaraan tegenpartijen zijn blootgesteld. Het eerste type is variatiemarge, die tegenpartijen bescherming biedt tegen blootstellingen in verband met de actuele marktwaarde van hun otc-derivaten (‘mark-to-market’). Het tweede type is initiële marge, die tegenpartijen beschermt tegen potentiële verliezen uit hoofde van fluctuaties in de mark-to-market tussen de laatste uitwisseling van variatiemarge vóór de wanbetaling van een tegenpartij en het tijdstip waarop de otc-derivaten worden geliquideerd of vervangen, dan wel het overeenkomstige risico wordt afgedekt. In de otc-derivatenpraktijk is variatiemarge geen onbekende, maar initiële marge is een min

of meer nieuw fenomeen.²³ Initiële marge functioneert als een additionele buffer voor onverwachte kredietrisico’s en operationele risico’s, zoals significante bewegingen in marktwaarde, of vertraging in het plaatsen of ontvangen van onderpand. Initiële marge is zodoende tweerichtingsverkeer: partijen dienen onderpand te ontvangen en te plaatsen, onafhankelijk van (de som van) het tegenpartijrisico. Vanwege dit onderscheidenlijke doel houden partijen het onderpand dat wordt verstrekt als variatiemarge doorgaans zelf, terwijl het onderpand dat wordt verstrekt voor initiële marge gescheiden bewaard dient te worden.²⁴

3 Margeplicht onder de EMIR Marge RTS

De verplichting voor financiële tegenpartijen en niet-financiële tegenpartijen met posities in otc-derivaten die boven de clearingdrempel uit komen tot het verstrekken van de verschillende soorten marge onder EMIR is, net als de verplichting tot het clearen van otc-derivaten,²⁵ gefaseerd ingevoerd.²⁶ Eén maand na de inwerkingtreding van de EMIR Marge RTS, dus vanaf 4 februari 2017, waren tegenpartijen die beide beschikken over of behoren tot groepen die elk een geaggregeerd gemiddeld nominaal bedrag aan niet centraal geclearde otc-derivaten (‘aggregate average notional amount’, of AANA²⁷) van meer dan € 3 biljoen (€ 3000 miljard) hebben uitstaan, verplicht tot het uitwisselen van marge.²⁸ Sinds 1 maart 2017 is het verstrekken van variatiemarge ook verplicht

20. Art. 1 onder (3) EMIR Marge RTS. In het geval van clearing worden posities van verschillende tegenpartijen eveneens verrekend. In dat verband spreekt men van *multilateral netting*, in tegenstelling tot *bilateral netting*, waarbij de verrekening tussen twee partijen plaatsvindt. Zie ook R. Cont & T. Kokholm, *Central Clearing of OTC Derivatives, Bilateral vs Multilateral Netting, Statistics & Risk Modeling* (31) 2014, afl. 1, p. 3-22.

21. Om te voorkomen dat partijen voor iedere minimale wijziging in de exposure onderpand uitwisselen, wordt doorgaans een ondergrens afgesproken. Alleen als de wijzigingen in de exposure groter zijn dan deze ondergrens zal onderpand worden uitgewisseld. Een dergelijke afspraak is overigens niet in strijd met art. 86 BGfo; zie bijv. Rb. Amsterdam 22 april 2015, ECLI:NL:RBAMS:2015:3657.

22. De ISDA Credit Support Documentation bestaat in verschillende varianten. In Europa wordt voornamelijk gebruik gemaakt van de 1995 ISDA Credit Support Annex (Bilateral Form – Transfer). Dit document voorziet in het creëren van zekerheid door overdracht van het onderpand.

23. Hoewel onder een CSA (of vergelijkbare onderpanddocumentatie) partijen een bedrag kunnen afspreken dat moet worden verstrekt als onderpand, onafhankelijk van mark-to-market fluctuaties (vaak aan gerefeerd als de *Independent Amount*, of *non-regulatory initial margin*).

24. Zie voor meer achtergrondinformatie over het economische principe van initiële marge bijv. D. Murphy, *OTC Derivatives: Bilateral Trading and Central Clearing. An Introduction to Regulatory Policy, Market Impact and Systemic Risk*, Londen: Palgrave Macmillan 2013, hoofdstuk 2.

25. Zie Gedelegeerde Verordening (EU) 2015/2205 van de Commissie van 6 augustus 2015 tot aanvulling van Verordening (EU) 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen inzake de clearingverplichting.

26. Omdat de verplichting tot het verstrekken van marge vanaf een bepaalde datum geldt, zijn otc-derivaten die zijn aangegaan vóór de betreffende datum niet onderworpen aan de margeplicht. Zo kan het dus zijn dat tegenpartijen een otc-derivatenportfolio hebben waarvoor slechts voor een deel verplicht marge moet worden verstrekt. Mocht hiervan sprake zijn, dan kan het voor tegenpartijen echter economisch aantrekkelijker zijn om voor de gehele otc-derivatenportfolio, dus ook voor de otc-derivaten aangegaan voor de inwerkingtreding van de margeplicht, marge te verstrekken. Dit is uiteraard toegestaan. Voor de volledigheid: otc-derivaten die zijn aangegaan voordat de margeplicht van kracht was, waarvan de looptijd langer is dan de inwerkingtreding van de margeplicht, en ten aanzien waarvan zich nadat de margeplicht van kracht is geworden een gebeurtenis die een herwaardering van het otc-derivaat verlangt (een zogenoemd *life-cycle event*), voordoet, worden vanaf het moment van die gebeurtenis als nieuw aangegane otc-derivaten beschouwd, en zijn daarmee dus onderworpen aan de margeplicht.

27. Te berekenen in overeenstemming met art. 39 EMIR Marge RTS.

28. Art. 36 lid 1 onder (a) EMIR Marge RTS (initiële marge) en art. 37 lid 1 onder (a) EMIR Marge RTS (variatiemarge).

voor alle andere tegenpartijen.²⁹ De verplichting tot het innen van initiële marge is, naast de hiervoor genoemde datum voor de grootste tegenpartijen (fase 1), van kracht sinds 1 september 2017 voor niet-geclearde otc-derivaten tussen tegenpartijen die beschikken over of behoren tot groepen die elk een AANA aan niet centraal geclarede otc-derivaten boven € 2250 miljard hebben (fase 2). Per 1 september 2018 is dit grensbedrag verlaagd tot € 1500 miljard (fase 3), en per 1 september 2019 zal dit bedrag € 750 miljard zijn (fase 4). Per 1 september 2020 is dit bedrag € 8 miljard³⁰ (fase 5).³¹

Tegenpartijen zijn verplicht dagelijks variatiemarge te berekenen. Het berekenen van initiële marge is verplicht indien zich een specifieke gebeurtenis ten aanzien van een otc-derivaat voordoet.³² Het aangaan of beëindigen van een otc-derivaat of het toevoegen of wegnemen van een otc-derivaat aan een netting set zijn gebeurtenissen die de (her)berekening van het bedrag aan initiële marge vergen. Een berekening van initiële marge moet in ieder geval worden verricht als dit in de vooraf-

gaande tien werkdagen niet heeft plaatsgevonden.³³ De daadwerkelijke berekening van het bedrag aan initiële marge dat moet worden geïnd, is tamelijk ingewikkeld. Voor de berekening van het bedrag aan initiële marge dat moet worden geïnd, kan gebruik worden gemaakt van een zogenoemde standaardbenadering, van initiële margemodellen, of beide.³⁴ Kort samengevat: volgens de standaardbenadering moet de marktwaarde van de verschillende otc-derivaten, afhankelijk van het type en de resterende looptijd, worden vermenigvuldigd met een opslagfactor. Voor otc-derivaten die binnen een netting set vallen, wordt minder initiële marge geïnd. Initiële margemodellen kunnen worden ontwikkeld door de tegenpartijen zelf, of door een derde agent. De eisen waaraan deze modellen dienen te voldoen, zijn – niet verbazingwekkend – legio.³⁵ ISDA, in de hoedanigheid van derde agent, heeft het veelgebruikte Standard Initial Margin Model (ISDA SIMM) ontwikkeld.³⁶ Tegenpartijen die gebruik maken van ISDA SIMM of andere initiële margemodellen blijven zelf verantwoordelijk voor het waarborgen dat dit model voldoet aan de vereisten.³⁷ Vanwege het karakter van initiële marge is het partijen niet toegestaan de onderlinge initiële margeverplichtingen te verrekenen.³⁸ Overigens is het zeer wel mogelijk dat tegenpartijen

29. Art. 37 lid 1 onder (b) EMIR Marge RTS. Een uitzondering gold voor fysiek afgewikkelde deviezenforwards (*physically settled FX forwards*); vanwege onduidelijkheid over de definitie van dit type otc-derivaat geldt de verplichting tot het aanhouden van variatiemarge sinds de inwerkingtreding van Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/565 van de Commissie van 25 april 2016 houdende aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU 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. Vlak voor de inwerkingtreding van de verplichting tot het verstrekken van variatiemarge kwamen de toezichthouders overigens met de mededeling dat handhaving op de naleving van de EMIR Marge RTS niet direct per 1 maart 2017 zou plaatsvinden. Zie hierover Hintzen 2017, p. 515.

30. Na eigen onderzoek heeft ISDA op 12 september 2018, tezamen met enkele andere marktorganen en bankverenigingen, aan het BCBS en de IOSCO voorgesteld om dit grensbedrag te verhogen naar € 100 miljard vanwege het grote aantal partijen dat geconfronteerd wordt met kostbare operationele verplichtingen ten aanzien van initiële marge, zonder dat deze partijen (aanzienlijke hoeveelheden) initiële marge zullen moeten uitwisselen. Op 5 maart 2019 gaven BCBS en IOSCO in een persbericht aan deze zorgen te erkennen, maar dat geen regelingen nodig zijn zolang tegenpartijen de ondergrens van € 50 miljoen aan te innen initiële marge niet ontstijgen (art. 29 lid 1 EMIR Marge RTS).

31. Art. 36 lid 1 onder (b) t/m (e) EMIR Marge RTS. Voor niet centraal geclarede aandelenopties of indexopties is de inwerkingtreding opgeschort tot drie jaar na de datum van inwerkingtreding van de EMIR Marge RTS (art. 38 lid 1 EMIR Marge RTS). De reden is dat deze typen otc-derivaten in sommige rechtsgebieden niet onderworpen zijn aan gelijkwaardige margerequirements.

32. Voor otc-derivaten die zijn aangegaan in verband met gedekte obligaties ('covered bonds') hoeft, onder voorwaarden, geen initiële marge te worden geïnd (art. 30 EMIR Marge RTS). In art. 42 lid 1 Verordening (EU) 2017/2402 van het Europees Parlement en de Raad van 12 december 2017 tot vaststelling van een algemeen kader voor securitisatie en tot instelling van een specifiek kader voor eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde securitisatie, en tot wijziging van de Richtlijnen 2009/65/EG, 2009/138/EG en 2011/61/EU en de Verordeningen (EG) 1060/2009 en (EU) 648/2012 (hierna: de Securitatieverordening) wordt de term 'gedekte obligatie' zoals gebruikt in de EMIR Marge RTS nader gedefinieerd onder verwijzing naar art. 129 CRR, en wordt de term 'gedekte obligatie-entiteit' geïntroduceerd als 'de emittent van de gedekte obligatie of de dekkingspool van een gedekte obligatie'. Daarnaast wordt door middel van de Securitatieverordening het toepassingsbereik van de clearingverplichting in art. 4 EMIR aangepast: deze verplichting wordt, onder voorwaarden, niet van toepassing verklaard op otc-derivatencontracten die door gedekte obligatie-entiteiten in verband met een gedekte obligatie of door een *special purpose entity* voor securitisatiedoelinden in verband met een securitisatie in de zin van de Securitatieverordening worden gesloten (art. 42 lid 2 Securitatieverordening). In de (finale) ontwerp-technische reguleringsnormen behorende bij de Securitatieverordening (JC 2018 77, 12 december 2018) stellen de *European Supervisory Authorities* (EBA, ESMA en EIOPA) voor in de EMIR Marge RTS eveneens een uitzondering te maken voor otc-derivaten aangegaan met STS-securitisaties. Zie over STS-securitisaties J.C. Hintzen, de securitisatie verordening: een nieuw regulatorisch kader voor securitisaties, TFR 2018, afl. 8/9, p. 413-423.

33. Art. 9 lid 2 EMIR Marge RTS.

34. Art. 11 lid 1 EMIR Marge RTS. Partijen zijn niet verplicht dezelfde methodologie te gebruiken om de initiële marge vast te stellen (art. 11 lid 5 EMIR Marge RTS). Tegenpartijen verstrekken alle informatie die noodzakelijk is voor het uitleggen van de berekening van een gegeven waarde van het initiële margemodel aan de andere tegenpartij, zodanig dat een goed geïnformeerde derde die berekening zou kunnen controleren (art. 14 lid 6 EMIR Marge RTS).

35. Art. 14 lid 2 EMIR Marge RTS.

36. Per 1 december 2018 is versie 2.1 van ISDA SIMM van kracht. Een (tamelijk technische) beschrijving van de berekeningen en methodologie onder dit model is te vinden op: www.isda.org/a/zSpEE/ISDA-SIMM-v2.1-PUBLIC.pdf.

37. Art. 14 lid 1 EMIR Marge RTS.

38. Art. 11 lid 2 EMIR Marge RTS.

bij een otc-derivaat gevestigd zijn in verschillende jurisdicties, en aldus onderworpen zijn aan verschillende regimes ten aanzien van het berekenen van initiële marge. Hoewel de UMR wereldwijd zijn geïmplementeerd in lokaal recht, is van volledige uniformiteit geen sprake. Tegenpartijen zijn in dat geval verplicht het meest strikte regime toe te passen.³⁹ De gedachte hier is dat indien tegenpartijen aan het zwaarste regime voldoen, zij daarmee ook voldoen aan de mogelijk lichtere regimes. Overigens vergt dit vanuit operationeel oogpunt dat tegenpartijen onder elk toepasselijk regime het relevante bedrag aan uit te wisselen initiële marge kunnen berekenen.

De EMIR Marge RTS beschrijven in detail welke klassen zekerheden toelaatbaar zijn om te voldoen aan de verplichting tot het uitwisselen van onderpand. Het gaat om (1) contanten in de vorm van geld of soortgelijke aanspraken op terugbetalingen van geld, zoals geldmarktdelposito's, (2) goud, (3) schuldtitels, (4) bedrijfsobligaties, (5) tranches van de hoogste rang in een securitisatie, (6) converteerbare obligaties, (7) aandelen, en (8) aandelen of rechten van deelneming in instellingen voor collectieve beleggingen in effecten (icbe's). De geschiktheid van de verschillende zekerheden houdt voor de meeste klassen verband met de vraag of wordt voldaan aan de vormvereisten zoals opgenomen in de CRR; deze typen zekerheden vertonen sterke gelijkenis met zekerheden die onder de CRR eveneens toelaatbaar zijn als onderpand voor tegenpartijen om te voldoen aan kredietrisicolimitering.⁴⁰ Vanzelfsprekend dient het te gaan om zekerheden met een hoge kredietwaardigheid, vanwege de verlangde liquiditeit van het onderpand.⁴¹ De innende tegenpartij is verantwoordelijk voor de beoordeling van de kredietkwaliteit van de activa op basis van interne ratings⁴² of een externe kredietkwaliteitsbeoordeling.⁴³ De kredietkwaliteit waaraan de activa moeten voldoen, is gedetailleerd omschreven in de EMIR Marge RTS, inclusief de verplichting tot het tijdig vervangen van activa indien de kredietwaardigheid onder een bepaald niveau geraakt.⁴⁴

Het verstrekken van (het bedrag aan) initiële marge dient plaats te vinden op dezelfde werkdag als waarop de berekening van het over te dragen bedrag is gemaakt.⁴⁵ Bij de inwerking-

trekking van de verplichting tot het verstrekken van variatiemarge leverde dit enige interpretatieproblemen op. Immers, het moment waarop het onderpand wordt 'verstrekkt' (de Engelstalige tekst van de EMIR Marge RTS gebruikt de term 'provide'), is, zeker in het geval van effecten, veelal niet gelijk aan het moment waarop het onderpand wordt ontvangen. De thans algemeen aanvaarde interpretatie van de term 'verstrekken' is dat de verstrekkende partij op het moment dat het onderpand verlangd wordt de benodigde handelingen moet hebben verricht om het onderpand te verstrekken. Met andere woorden: het moment waarop de overdracht van de activa door de verstrekkende partij wordt geïnitieerd, is leidend.⁴⁶ Voor wat betreft de verplichtingen ten aanzien van initiële marge dient, naar onze mening, deze interpretatie niet anders te zijn, waarbij aangetekend dient te worden dat als partijen gebruik maken van een derde partij die als bewaarnemer van initiële marge optreedt, dit interpretatievraagstuk waarschijnlijk geen rol meer speelt vanwege de diensten die de derde partij aan kan bieden (zie nader hierover par. 5). Bij een geschil tussen partijen over het verschuldigde bedrag wordt in ieder geval het onbetwiste deel verstrekt op de dag waarop de berekening is gemaakt. Het is de innende tegenpartij niet toegestaan de zekerheden die als initiële marge zijn geïnd te herhypothekeren, herbelenen of anderszins hergebruiken.⁴⁷ Een derde houder die contanten ontvangt als initiële marge mag deze echter wel voor herbeleggingsdoelinden gebruiken.⁴⁸

Gelet op de naderende laatste fasen van inwerkingtreding van de verplichting tot het innen van initiële marge, zal in de volgende paragrafen de nadruk liggen op de vereisten ten aanzien van vermogensscheiding en initiële marge, en de betrokkenheid van bewaarnemers. Variatiemarge zal, omdat dit een voornamelijk bilaterale aangelegenheid is, in het vervolg van deze bijdrage zodoende buiten beschouwing blijven.

4 Initiële marge, diversificatie en segregatie

Initiële marge dient te worden beschermd tegen wanbetaling of insolventie van de innende tegenpartij. Dit gebeurt door de initiële marge te scheiden in de boeken en vastleggingen van een derde houder of bewaarnemer of via andere juridisch bindende regelingen.⁴⁹ Als initiële marge door de zekerheidsgever wordt gehouden, bijvoorbeeld door ten behoeve van de zekerheidsnemer een pandrecht te vestigen op de als initiële marge geïnde zekerheden, dienen de zekerheden te worden gehouden op bewaarnemingsrekeningen die buiten de insolventie van de

39. BCBS & IOSCO 2015. De vaststelling van equivalentie van UMR in niet-EU-jurisdicties is geen onderdeel van de EMIR Marge RTS, omdat dit buiten de reikwijdte valt van wat EMIR voorschrijft op te nemen in de EMIR Marge RTS.

40. Art. 197 CRR.

41. Immers, in het geval van verzuim van een van de partijen zal het onderpand worden gebruikt om vorderingen van de betreffende tegenpartij te voldoen. Deze eis komt eveneens voor in CRR, in art. 197 lid 7.

42. Dit kunnen interne ratings van zowel de innende als de verstrekkende tegenpartij zijn (art. 6 lid 1 onder (a) en (b) EMIR Marge RTS). Dit is echter alleen toegestaan voor tegenpartijen die de benadering van de interne rating (IRB) mogen gebruiken ingevolge art. 143 CRR (art. 6 lid 3 EMIR Marge RTS).

43. Deze dient te zijn afgegeven door een erkende externe kredietbeoordelingsinstelling (EKBI) als gedefinieerd in art. 4, punt 98 CRR of door een exportkredietverzekeringsmaatschappij, waarvan sprake in art. 137 CRR (art. 6 lid 1 onder (c) EMIR Marge RTS).

44. Art. 7 EMIR Marge RTS.

45. Art. 13 lid 2 EMIR Marge RTS.

46. Zie ook Stegeman e.a. 2017, deel 2, p. 324.

47. Art. 20 lid 1 EMIR Marge RTS; immers, als zekerheden worden hergebruikt, bestaat de kans dat de innende tegenpartij niet tijdig, of in het geheel niet kan retourneren aan de verstrekkende tegenpartij vanwege conflicterende aanspraken van derden op de zekerheden (overweging 35 EMIR Marge RTS).

48. Art. 20 lid 2 EMIR Marge RTS. De reden voor dit onderscheid zijn de moeilijkheden rondom het houden van contant geld; zie ook overweging 29 en 36 EMIR Marge RTS. Deze moeilijkheden lijken overigens in eerste instantie niet te zijn erkend door BCBS en IOSCO, zie BCBS & IOSCO 2015, p. 20.

49. Art. 19 lid 3 EMIR Marge RTS.

zekerheidsgever vallen.⁵⁰ Indien initiële marge in de vorm van contanten wordt bewaard op liquiditeitsrekeningen bij centrale banken of bij andere kredietinstellingen, dan dienen de laatste een vergunning te hebben overeenkomstig Richtlijn 2013/36/EU,⁵¹ en mogen zij niet behoren tot de groep van een van de tegenpartijen. Voor zekerheden anders dan contanten die als initiële marge worden gebruikt, geldt eveneens dat zij moeten worden gescheiden van de eigen activa. Zowel de innende tegenpartij, die de zekerheden voor eigen rekening en risico houdt, als de stellende tegenpartij, die de zekerheden niet voor eigen rekening en risico houdt, dient de zekerheden te scheiden van de rest van de eigen activa. Indien zekerheden worden gehouden in de boeken en vastleggingen van een bewaarnemer of een andere derde houder, worden deze gescheiden van de eigen activa van die derde houder of bewaarnemer.⁵² Indien niet-contante zekerheden door de innende partij of door een derde houder of bewaarnemer worden gehouden, biedt de innende tegenpartij de stellende tegenpartij altijd de optie haar zekerheden van de activa van andere stellende tegenpartijen te scheiden.⁵³ Tegenpartijen verrichten een onafhankelijk juridische onderzoek om na te gaan of de scheidingsregelingen voldoen aan de hier genoemde vereisten. Dat juridisch onderzoek kan worden verricht door een onafhankelijke interne afdeling of door een onafhankelijke derde.⁵⁴

Systeemrelevante tegenpartijen dienen de zekerheden die zij gebruiken om te voldoen aan de initiële margeverplichting, te diversifiëren, waarbij specifieke concentratielimieten gelden. Deze verplichting geldt niet voor niet-systeemrelevante tegenpartijen, omdat wordt erkend dat tegenpartijen met een kleine otc-derivatenportefeuille wellicht slechts over een beperkte waaier aan toelaatbare zekerheden beschikken. Anderzijds wordt van systeemrelevante tegenpartijen en andere partijen met omvangrijke otc-derivatenportefeuilles die met elkaar handelen verwacht dat zij in staat zijn zekerheden te transformeren of toegang hebben tot verschillende markten om de gestelde zekerheden voldoende te diversifiëren.⁵⁵

Een relevant vraagstuk ten aanzien van segregatie van vermogensbestanddelen in de context van initiële marge is of de EMIR Marge RTS voorziet in een verplichting tot juridische

segregatie (vermogensscheiding), of slechts in een verplichting tot administratieve segregatie. Men spreekt van juridische segregatie in het geval de voor een tegenpartij gehouden zekerheden afgescheiden zijn van het vermogen van de bewarende partij zelf, en van het vermogen van andere tegenpartijen die eveneens gebruik maken van de diensten van de betreffende partij. De zekerheden behoren in juridische zin toe aan de stellende tegenpartij, of zijn uitsluitend vatbaar voor verhaal door de stellende tegenpartij, en zijn *niet* vatbaar voor verhaal door andere crediteuren van de bewarende partij. In het geval van administratieve segregatie zijn de voor een tegenpartij gehouden activa slechts operationeel afgescheiden van de activa van de financiële onderneming acterend als bewaarnemer zelf en mogelijk van die van andere cliënten van de financiële onderneming. Administratieve segregatie sluit juridische segregatie niet uit, maar kan hiervoor een voorwaarde zijn.⁵⁶ De consensus lijkt te zijn dat art. 39 EMIR in de context van centrale clearing slechts administratieve segregatie van CCPs en clearingleden vereist. Dit lijkt nog eens te worden bevestigd door de voorgestelde wijziging van EMIR, waarbij een nieuw lid 11 aan art. 39 wordt toegevoegd dat lidstaten,⁵⁷ volgend op de administratieve scheiding, juridische segregatie lijkt voor te schrijven.⁵⁸ Wat art. 19 EMIR Marge RTS vereist ten aanzien van niet-geclearde otc-derivaten is niet geheel duidelijk. Enerzijds laat art. 19 lid 4 EMIR Marge RTS ruimte voor het innen van initiële marge anders dan contanten door middel van eigendomsoverdracht. Wanneer onderpand wordt verschaft door middel van een eigendomsoverdracht, zal het onderpand behoren tot de activa van de verkrijgende partij, waarmee segregatie van het vermogen van de verkrijgende partij in juridische zin uitgesloten is. Aangenomen wordt daarom dat uit art. 19 lid 4 onder (a) EMIR Marge RTS volgt dat voor het scheiden van initiële marge anders dan contanten slechts administratieve segregatie wordt voorgeschreven, aangezien daar wordt bepaald dat de innende partij die activa als initiële marge in eigendom heeft verkregen (dit kan zowel de innende partij als de stellende partij of een derde bewaarnemer zijn), deze activa dient te scheiden van de overige activa die zij in

50. Art. 19 lid 1 onder (c) EMIR Marge RTS.

51. 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. Een vergunning in een derde land waarvan de toezicht- en regelgevingsstelsels gelijkwaardig zijn bevonden in overeenstemming met art. 142 lid 2 CRR is volgens art. 19 lid 1 EMIR Marge RTS eveneens acceptabel.

52. Art. 19 lid 4 EMIR Marge RTS.

53. Art. 19 lid 5 EMIR Marge RTS.

54. Art. 19 lid 6 EMIR Marge RTS. Dit vereiste komt overeen met wat de CRR voorschrijft ten aanzien van contractuele verrekeningsovereenkomsten (lees: raamovereenkomsten zoals de ISDA Master Agreement) (art. 296 CRR). In de praktijk worden voornamelijk externe advocatenkantoren in de arm genomen voor het opstellen van *legal opinions*.

55. Overweging 27 EMIR Marge RTS.

56. Zie over het onderscheid tussen juridische segregatie en administratieve segregatie o.a. W.A.K. Rank & S. Uiterwijk, Voorgestelde wijziging segregatie EMIR: een (ondoordacht) steuntje in de rug voor portabiliteit, TFR 2017, afl. 9, p. 374-380, W.A.K. Rank, Segregatie en portabiliteit: de Wge als panacee voor MiFID en EMIR, MvV 2014, afl. 7/8, p. 214-223 en W.A.K. Rank, Vermogensscheiding door beleggingsondernemingen: een perfecte symbiose van toezichtrecht en civiel recht, MvV 2018, afl. 5-6, p. 139-149 (hierna: Rank 2018a).

57. Voorstel voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Verordening (EU) 648/2012 wat betreft de clearingverplichting, de opschorting van de clearingverplichting, de rapportagevereisten, de risicolimiteringstechnieken voor otc-derivatencontracten die niet door een centrale tegenpartij worden geclareerd, de registratie van en het toezicht op transactieregisters en de vereisten voor transactieregisters.

58. Zie ook W.A.K. Rank, Vermogensscheiding: a bird's eye overview, in: W.A.K. Rank (red.), Vermogensscheiding in de financiële praktijk (Financieel Juridische Reeks, deel 14), Zutphen: Uitgeverij Paris 2018, p. 25 (hierna: Rank 2018b). Het nieuw toe te voegen lid 11 stelt dat de nationale insolventiewetgeving van lidstaten wordt geacht niet in de weg te staan aan het overdragen van posities door een CCP aan een ander clearinglid als die posities op grond van art. 39 EMIR (administratief) gescheiden zijn.

eigendom heeft.⁵⁹ Anderzijds lijkt art. 19 EMIR Marge RTS, in vergelijking met art. 39 EMIR (voor zover deze vergelijking opgaat), minder expliciet te bepalen dat aan (administratieve) scheiding kan worden voldaan door de zekerheden vast te leggen in gescheiden rekeningen, wat wellicht impliceert dat meer vereist is dan enkel administratieve scheiding. Bovendien stelt art. 19 lid 3 EMIR Marge RTS expliciet dat initiële marge dient te worden beschermd tegen het verzuim of de insolventie van de innende partij. Op het moment dat de innende partij initiële marge in eigendom verkrijgt en deze slechts operationeel scheidt van haar overige activa, lijkt het noodzakelijk dat de stellende partij een pandrecht verkrijgt ten aanzien van de initiële marge om bescherming te verkrijgen tegen het verzuim of de insolventie van de innende partij.⁶⁰ Voor het vervolg van deze bijdrage wordt ervan uitgegaan dat art. 19 EMIR Marge RTS in beginsel administratieve segregatie voorschrijft, en dat het dus afhangt van de toepasselijke nationale wetgeving of dat ook resulteert in juridische segregatie.

5 De huidige praktijk van vermogensscheiding en initiële marge

Zoals hierboven uiteen is gezet, schrijven de EMIR Marge RTS onder meer voor dat partijen moeten vastleggen op welke manier onderpand voor niet centraal geclearde otc-derivaten dient te worden afgescheiden. Vermogensscheiding is in de eerste plaats een civielrechtelijke aangelegenheid, maar met de komst van MiFID II,⁶¹ EMIR en de Central Securities Depositories-verordening⁶² (CSD-verordening) is vermogensscheiding inmiddels een Europees toezichtrechtelijk fenomeen.⁶³

ISDA heeft specifiek voor de initiële margeverplichting meerdere varianten van de CSA ontwikkeld. In de praktijk hebben de grootste otc-derivatengebruikers voor wie de verplichting om initiële marge uit te wisselen reeds geldt, invulling gegeven aan bovenstaande vereisten door initiële marge onder te brengen bij een derde partij die als bewaarnemer van het betreffende onderpand optreedt. Er zijn twee verschillende typen bewaarnemers te onderscheiden: enerzijds zogenoemde '*bank custodians*' ofwel bankbewaarnemers, zoals bijvoorbeeld JP Morgan Chase Bank N.A. en de Bank of New York Mellon,⁶⁴

en anderzijds internationale centrale effectenbewaarinstellingen die tevens bewaardiensten verlenen, namelijk Euroclear Bank SA/NV (hierna: Euroclear) en Clearstream Banking S.A. (hierna: Clearstream). Euroclear en Clearstream zijn met name bekend als de enige twee in de Europese Unie gevestigde internationale centrale effectenbewaarinstellingen (International Central Securities Depositories; ICSDs) gereguleerd onder de CSD-verordening.⁶⁵ Het uitgangspunt is bij elke bewaarnemer hetzelfde: de stellende partij plaatst initiële marge in de vorm van contanten of effecten⁶⁶ in overeenstemming met hetgeen overeengekomen is in de toepasselijke variant van de initiële margedocumentatie op een separate (effecten)rekening bij de bewaarnemer⁶⁷ en verpandt dit vervolgens in overeenstemming met het toepasselijke zekerheidsarrangement aan de innende partij. In de praktijk zullen tegenpartijen bij een bewaarnemer een 'eigen' (effecten)rekening openen van waaruit zekerheden overgedragen worden naar een bij dezelfde bewaarnemer gehouden separate (effecten)rekening ten behoeve van de innende partij.⁶⁸ De initiële marge die op deze (effecten)rekening staat, wordt vervolgens verpand aan de innende partij. Hoewel de EMIR Marge RTS verschillende zekerheden toestaan als onderpand, zullen wij ons in deze bijdrage beperken tot andere zekerheden dan contanten (en goud). Daarnaast zullen wij in het vervolg van deze bijdrage uitsluitend ingaan op de documentatiestructuur zoals die door de hiervoor genoemde ICSDs gebruikt wordt, aangezien wij verwachten dat de meeste in Nederland gevestigde tegenpartijen gebruik zullen maken van een van deze twee in Europa gevestigde bewaarnemers.

De documentatie tussen de stellende en de innende partij bestaat uit een Collateral Transfer Agreement (CTA) en een Security Agreement (SA). De CTA vormt de grondslag voor het plaatsen van initiële marge door partijen. Indien partijen gebruik maken van dezelfde bewaarnemer voor het plaatsen van initiële marge, dan volstaat één CTA. Indien partijen gebruik maken van verschillende bewaarnemers voor het plaatsen van initiële marge, dan is per bewaarnemer en stellen-

59. Hintzen 2016, p. 443. De verplichting tot administratieve segregatie is eveneens terug te vinden in art. 39 EMIR ten aanzien van door CCPs aangehouden zekerheden en posities. Zie o.a. A. Schouten, De bescherming van derivatenbeleggers tegen het faillissement van hun tussenpersoon: de oplossing nabij, TFR 2014, afl. 10, p. 400; Rank 2014, 2018.

60. Zie ook noot 70.

61. Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU.

62. Verordening (EU) 909/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 23 juli 2014 betreffende de verbetering van de effectenafwikkeling in de Europese Unie, betreffende centrale effectenbewaarinstellingen en tot wijziging van Richtlijnen 98/26/EG en 2014/65/EU en Verordening (EU) 236/2012.

63. Zie voor een uitgebreide beschrijving van recente (toezichtrechtelijke) ontwikkelingen op het vlak van vermogensscheiding o.a. Rank 2018a, p. 139-149 en 173-188.

64. Zogenoemde *global custodians* die effecten bewaren in verschillende jurisdicties, al dan niet via een keten van *subcustodians*.

65. Voor de volledigheid wordt opgemerkt dat een nader onderscheid tussen bankbewaarnemers en ICSD-bewaarnemers is dat de laatsten hun diensten uitsluitend op zogenoemde *triparty*-basis verlenen, waarbij de ICSD-bewaarnemer zonder nadere instructie zorgt voor het plaatsen van voldoende onderpand van de effectenrekening van de stellende partij op de aan de innende partij verpande (effecten)rekening nadat partijen het eens zijn over de hoeveelheid te plaatsen onderpand. Bankbewaarnemers bieden hun diensten ook op zogenoemde *third party*-basis aan, waarbij de partijen expliciet instructie moeten geven aan de bankbewaarnemer ten aanzien van het te plaatsen onderpand.

66. Op grond van art. 4 lid 1 onder (b) EMIR Marge RTS is het partijen eveneens toegestaan goud in de vorm van toegewezen staven puur goud die worden erkend als 'goede levering' uit te wisselen als onderpand. De thans beschikbare standaarddocumentatie lijkt zich, niet verwonderlijk, te beperken tot contanten en effecten.

67. Op basis van een bewaarnemingsovereenkomst tussen de stellende partij en de bewaarnemer.

68. In wiens naam deze (effecten)rekening wordt geopend en wat de relatie van de bewaarnemer is tot het te vestigen pandrecht is afhankelijk van de gebruikte bewaarnemer en het toepasselijk lokale recht, zie ook noot 70 hieronder.

de partij een CTA nodig.⁶⁹ De CTA wordt beheerd door hetzelfde recht dat van toepassing is op de overige ISDA-documentatie tussen partijen. Door middel van de SA vindt verpanding van het als initiële marge geplaatste onderpand op de betreffende effectenrekening aan de innende partij plaats.⁷⁰ Hier geldt dat altijd een SA per stellende partij nodig is, ook als partijen gebruik maken van dezelfde bewaarnemers, aangezien partijen hun initiële margeverplichtingen niet onderling mogen verrekenen en beide partijen dus zowel onderpand zullen stellen (en verpanden) als innen. Om gebruik te kunnen maken van de diensten van de ICSDs dienen partijen daarbij aangesloten te zijn.⁷¹ De *membership*-documentatie bepaalt de relatie met de bewaarnemer en onder andere onder welke voorwaarden de innende partij toegang tot het onderpand krijgt.⁷² De *membership*-documentatie bestaat onder meer uit lijsten met voor de stellende en innende partij acceptabel onderpand (*collateral schedules*) en de voorwaarden waaronder effectenrekeningen verpand worden. De SA kwalificeert zeer waarschijnlijk⁷³ als financiële zekerheidsvereenkomst, die leidt tot de vestiging van een zakelijk zekerheidsrecht als bedoeld in de richtlijn van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 6 juni 2002 betreffende financiële zekerheidsvereenkomsten (hierna: de FZO-richtlijn) en tezamen met de afspraken in de *membership*-documentatie tegelijkertijd de vastlegging vormt van de in de FZO-richtlijn opgenomen eis voor een geldige verpanding om het onderpand in het bezit of onder de controle van de zekerheidsnemer te brengen (het zogenoemde controlevereiste).⁷⁴ Ter uitwerking van het controlevereiste staat in de SA en de toepasselijke *membership*-documentatie beschreven in welke gevallen de innende partij als zekerheidsnemer toegang tot en controle over het onderpand heeft en over kan gaan tot uitwinning van het pandrecht, en vooral ook dat de stellende partij niet langer over het onderpand kan beschikken zonder toestemming van de innende partij.

Vanzelfsprekend is het wel van belang dat tegenpartijen door middel van opinies (laten) bevestigen dat de verschillende

rechten en verplichtingen afdwingbaar zijn in de jurisdictie waar zij geconfronteerd kunnen worden met het verzuim van de andere tegenpartij. Voor zover bekend stellen de ICSD-bewaarnemers opinies beschikbaar voor hun leden ten aanzien van het insolventierisico en de segregatiearrangementen van de betreffende bewaarnemer. Zonder deze laatste opinies te hebben ingezien lijkt de hierboven beschreven structuur te voldoen aan de (administratieve) segregatievereisten uit de EMIR Marge RTS: initiële marge zal worden vastgelegd in een separate rekening in de administratie van de bewaarnemer en zal worden verpand ten gunste van de innende partij.

6 Goederenrechtelijke overwegingen

6.1 Inleiding

Gelet op het toenemende aantal (Nederlandse) otc-derivatengebruikers dat, in verband met de gefaseerde invoering,⁷⁵ geconfronteerd wordt met de initiële margeplicht, is het relevant te bezien welke goederenrechtelijke overwegingen van belang zijn ten aanzien van vermogensscheiding uit hoofde van de initiële margeplicht. Hoewel de huidige aanbieders van dergelijke diensten buiten Nederland gevestigd zijn, is het niet ondenkbaar dat op enig moment een lokale bewaarnemer diensten zal aanbieden die zullen moeten voldoen aan de EMIR Marge RTS. Stel, voor het vervolg van deze bijdrage, dat een in (bijvoorbeeld) Nederland gevestigde tegenpartij een in Nederland gevestigde bewaarnemer aan zou wijzen in het kader van de bewaring van initiële marge. Vraag is waar de betreffende tegenpartij in dat geval rekening mee zou moeten houden. De in Nederland gevestigde bewaarnemer dient aan de toepasselijke Nederlandse toezichtrechtelijke regels ten aanzien van vermogensscheiding te voldoen. Partijen dienen tegelijkertijd de voorschriften uit art. 19 EMIR Marge RTS na te leven.

Het bewaren en beheren van financiële instrumenten voor rekening van cliënten is op grond van MiFID II een nevendienst van het verlenen van beleggingsdiensten.⁷⁶ Hieronder gaan we ervan uit dat een lokale bewaarnemer ook beleggingsdiensten verleent in Nederland en een vergunninghoudende beleggingsonderneming is.⁷⁷

Naar Nederlands recht zijn beleggingsondernemingen – waaronder, voor de volledigheid, bankbeleggingsondernemingen – op grond van art. 4:87 lid 1 Wet op het financieel toezicht (Wft)⁷⁸ gehouden om adequate maatregelen te tref-

69. Het is in dat geval – voor de volledigheid – wel steeds vereist dat de innende partij aangesloten is bij de betreffende bewaarnemer.

70. De SA wordt beheerd door het recht van de jurisdictie waar de betreffende effectenrekening wordt geadmistriseerd, in geval van Euroclear het recht van België en in geval van Clearstream het recht van Luxemburg.

71. Voor de volledigheid zij opgemerkt dat in ieder geval Euroclear ook werkt aan een structuur waarbij een zogenoemde *representative* of vertegenwoordiger op kan treden namens een partij die zelf niet aangesloten is bij Euroclear, maar deze structuur blijft hier verder buiten beschouwing.

72. Afgezien van de *membership*-documentatie is een in het oog springend verschil tussen de Euroclear-documentatie en de Clearstream-documentatie dat in het geval van Euroclear de effectenrekening geopend wordt in naam van Euroclear, maar voor rekening van de innende partij, terwijl in het geval van Clearstream de effectenrekening geopend wordt in naam van de stellende of innende partij (Clearstream biedt partijen de keuze).

73. Zie Hintzen 2017, p. 519.

74. Zie over het controlevereiste S. Swinkels, Het FZO-pandrecht op giraal saldo: een alternatief voor de huidige verpandingspraktijk, O&F 2016, afl. 4, p. 56-66, W.A.K. Rank, Controlevereiste bij FZO's: beschikken door de pandgever niet (langer) geoorloofd?, MvV 2017, afl. 4, p. 117-128 en HvJ EU 10 november 2016, ECLI:EU:C:2016:851 (Private Equity Insurance Group/Swedbank).

75. Hoewel ook de brexit kan leiden tot een toename van het aantal otc-derivatengebruikers in Nederland.

76. Zie bijlage I deel B sub a MiFID II.

77. Strikt genomen zijn nevendiensten niet vergunningplichtig, maar worden zij uitsluitend in combinatie met het verlenen van beleggingsdiensten en/of het verrichten van beleggingsactiviteiten in de vergunning opgenomen.

78. Zie ook art. 16 lid 8 MiFID II zoals nader uitgewerkt in art. 2 e.v. Gedelegeerde Richtlijn (EU) 2917/593 van de Europese Commissie van 7 april 2016 (Uitvoeringsrichtlijn MiFID II).

fen ter bescherming van de rechten van cliënten⁷⁹ op aan hen toebehorende gelden en financiële instrumenten. Achtergrond van deze verplichting tot vermogensscheiding is de ook onder EMIR relevante bescherming tegen het tussenpersoonrisico: het risico dat in geval van insolventie van de beleggingsonderneming andere crediteuren dan de betreffende cliënten zich op de financiële instrumenten pogen te verhalen.⁸⁰ Deze verplichting is op basis van art. 165 lid 2 BGfo nader uitgewerkt in art. 7:15 t/m 7:18 Nadere Regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen (NRgfo). Een bankbeleggingsonderneming als bedoeld in art. 7:18 NRgfo en een niet-bankbeleggingsonderneming als bedoeld in art. 7:17 NRgfo kunnen aan de vereisten uit art. 4:87 lid 1 Wft voldoen door financiële instrumenten te bewaren in een speciaal daartoe opgerichte bewaarinstelling of door de financiële instrumenten te bewaren en administreren conform de vereisten van de Wet giraal effectenverkeer (Wge). De manier waarop de financiële instrumenten worden bewaard, dient te worden gevat in een overeenkomst met de cliënt, waarin tevens overeengekomen dient te worden dat levering van financiële instrumenten geschiedt onder gelijktijdige betaling,⁸¹ en dat de beleggingsonderneming uitsluitend kan beschikken over de financiële instrumenten voor zover dat nodig is in het kader van de uitvoering van diensten voor de betreffende cliënt.

6.2 Bewaarinstelling

Beleggingsondernemingen als bedoeld in art. 7:17 en 7:18 NRgfo kunnen voor cliënten financiële instrumenten bewaren door gebruik te maken van een separate juridische entiteit, een bewaarinstelling.⁸² De financiële instrumenten van de betreffende cliënten zijn op deze manier afgescheiden van het vermogen van de beleggingsonderneming, maar vallen in het vermogen van de bewaarinstelling. Cliënten hebben vervolgens (slechts) een contractuele aanspraak jegens de bewaarinstelling, en zijn niet beschermd tegen het insolventierisico van de bewaarinstelling. Dit lijkt om twee redenen problematisch. Ten eerste schrijft art. 19 lid 4 onder (c) EMIR Marge RTS voor dat als initiële marge gehouden zekerheden in ieder geval administratief gescheiden dienen te zijn van de eigen activa van de bewaarinstelling. Dat kan hier niet worden gegarandeerd, tenzij de bewaarinstelling de betreffende zekerheden operationeel zou (kunnen) scheiden van de overige activa van de bewaarinstelling. Juridische segregatie is (ook) niet aan de orde, aangezien alle door de bewaarinstelling gehouden financiële instrumenten tot haar vermogen behoren. Dat zou op het

eerste gezicht kunnen worden opgelost door een pandrecht te vestigen op de als initiële marge gehouden zekerheden.⁸³ De vervolgvraag is echter aan wie de financiële instrumenten verpand zouden moeten worden. Alleen aan de innende partij of tevens aan de stellende partij, zodat deze een goederenrechtelijke aanspraak heeft op de financiële instrumenten in het geval van wanprestatie of faillissement van de innende partij? Ten tweede zal een bewaarinstelling vrijwel altijd ook optreden voor andere cliënten van de betreffende beleggingsonderneming, en dus mogelijk voor andere stellende partijen. Dit druist in tegen het vereiste van art. 19 lid 5 EMIR Marge RTS, dat voorschrijft dat de innende tegenpartij de stellende tegenpartij altijd de optie moet bieden haar zekerheden administratief van de activa van andere stellende tegenpartijen te scheiden. Een innende partij kan de stellende partij deze mogelijkheid slechts bieden als de bewaarinstelling uitsluitend zekerheden bewaart van de betreffende stellende partij. Het *follow customer*-risico zou wellicht kunnen worden ondervangen door één bewaarinstelling in te richten per stellende partij, zodat de effecten die de betreffende stellende partij heeft geplaatst, afgezien van het eigen vermogen van de bewaarinstelling, de enige activa vormen van de betreffende bewaarinstelling. Op die manier is het risico ten aanzien van andere partijen die gebruik maken van dezelfde bewaarinstelling te mitigeren, maar tegelijkertijd is deze oplossing in de praktijk vermoedelijk niet werkbaar.⁸⁴

6.3 Wge

Volgens de Wge maken effecten⁸⁵ die door een intermediair⁸⁶ voor cliënten worden gehouden, deel uit van een verzameldepot.⁸⁷ De term 'effecten' komt niet noodzakelijkerwijs overeen met de onder de EMIR Marge RTS als initiële marge toegestane klassen van zekerheden. Integendeel, de EMIR Marge RTS staan meer klassen zekerheden toe dan het toepassingsbereik van de Wge. Alle effecten die door intermediairs aangesloten bij het centraal instituut worden gehouden, maken deel uit van een girodepot. Het centraal instituut houdt vervolgens de girodepots.⁸⁸ Verzameldepots en girodepots zijn bijzondere

79. De term 'cliënt' is gedefinieerd in MiFID II als 'iedere natuurlijke of rechtspersoon voor wie een beleggingsonderneming beleggingsdiensten en/of nevendiensten verleent'. Het begrip 'cliënt' omvat in de context van deze bijdrage eveneens tegenpartijen zoals gedefinieerd in EMIR.

80. Zie ook Rank 2018b, p 11.

81. Zie nader over dit vereiste Y.O.M. van Vugt & A.A. van Angeren, Vermogensscheiding: aandachtspunten bij de bescherming van de rechten van cliënten, TvCo 2007, afl. 6, p. 172-176.

82. Zie Stichting Autoriteit Financiële Markten, Besluit van 22 november 2016, houdende wijziging van de Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft van 15 november 2006 in verband met regels met betrekking tot de bescherming van de rechten, financiële instrumenten of gelden van de cliënt, Stcrt. 2016, 71642.

83. Zie over een dergelijk *chargeback*-zekerheidsrecht Hintzen 2016, p. 444.

84. Partijen zouden binnen relatief korte tijd een groot aantal bewaarinstellingen dienen op en in te richten. Zie over deze mogelijkheid W.A.K. Rank, Requiem voor het effectenbewaarbedrijf, TFR 2016, afl. 3, p. 74.

85. Effecten als bedoeld in de Wge zijn alle onder a, b en c genoemde instrumenten in de definitie van 'financieel instrument' in art. 1:1 Wft en elk ander door een centraal instituut aangewezen financieel instrument dat tot een girodepot kan behoren.

86. Een aangesloten instelling, beleggingsonderneming of bank in de zin van art. 1:1 Wft die het is toegestaan het bankbedrijf uit te oefenen of beleggingsdiensten te verlenen.

87. Art. 10 Wge.

88. Art. 34 Wge. Als centraal instituut is per 1 mei 2000 het Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer B.V. (Necigef) aangewezen (zie Ministerie van Financiën, Regels inzake het toezicht op het centraal instituut als bedoeld in de Wet giraal effectenverkeer, 1 mei 2000). Necigef opereert als gevolg van een overname thans vooral onder haar handelsnaam Euroclear Nederland.

gemeenschappen, beheerst door de regels van de Wge.⁸⁹ Intermediairs administreren per verzameldepot alle effecten van een bepaalde soort voor alle cliënten gezamenlijk die de betreffende effecten bij de intermediair hebben gedeponeerd. Een cliënt heeft een goederenrechtelijke aanspraak ter hoogte van zijn aandeel in deze gemeenschap. Dit aandeel is gelijk aan de door de cliënt aangehouden effecten van een soort in verhouding tot het totaal aantal effecten van dezelfde soort in het betreffende verzameldepot.⁹⁰

Effecten die worden bewaard conform de Wge maken geen onderdeel uit van het vermogen van de intermediair, noch van het vermogen van het centraal instituut, maar vormen een bijzondere gemeenschap met cliënten als deelgenoten. De cliënt is, met andere woorden, beschermd tegen het insolventierisico van zowel de intermediair als het centraal instituut.

Nederlands internationaal privaatrecht wijst voor goederenrechtelijke vragen ten aanzien van het onderpand middels art. 10:141 Burgerlijk Wetboek (BW) naar het recht van de staat op welk grondgebied de effectenrekening wordt gehouden waarin de effecten worden geadmistreerd. Dat zou in geval van een in Nederland gevestigde bewaarnemer Nederlands recht zijn. Het administreren en bewaren van effecten conform de Wge zal erop neerkomen dat de stellende partij een goederenrechtelijke aanspraak heeft ter hoogte van haar aandeel in het betreffende door de – als intermediair in de zin van de Wge te kwalificeren – bewaarnemer gehouden verzameldepot. Deze aanspraak betekent dat de effecten juridisch zijn afgescheiden van de activa van de bewaarnemer en niet in de boedel van de bewaarnemer zullen vallen bij diens insolventie. De stellende partij houdt haar goederenrechtelijke aanspraak niet voor eigen rekening en risico, maar voor rekening en risico van de innende partij. Dit komt tot uitdrukking in het pandrecht dat de stellende partij op haar aandeel in het verzameldepot zal vestigen ten behoeve van de innende partij door bijschrijving van dit pandrecht ten name van de innende partij in de administratie van de bewaarnemer.⁹¹ Op het eerste

gezicht kan een tegenpartij daarmee voldoen aan de vereisten die art. 19 EMIR Marge RTS stelt. De bewaarnemer houdt echter geen separate effectenrekening aan met uitsluitend de effecten die als initiële marge in de relatie stellende en innende partij zijn gestort. De bewaarnemer houdt in het betreffende verzameldepot alle effecten van dezelfde soort, mogelijk zelfs effecten van de betreffende soort die de bewaarnemer zelf bezit. Dat betekent dat in het theoretische geval van een tekort alle deelgenoten in het betreffende verzameldepot delen in dat tekort. Het lijkt wellicht dat het tegenpartijrisico dat partijen proberen te elimineren door middel van initiële marge via een achterdeur toch weer naar binnen komt,⁹² maar Nederland neemt hier geen uitzonderingspositie in⁹³ en benadrukt dient te worden dat het risico op een tekort klein lijkt. Bovendien doet het gesignaleerde risico niet af aan het feit dat de effecten wel degelijk juridisch afgescheiden zijn van het vermogen van de bewaarnemer.

7 Uitleiding

In deze bijdrage zijn de (initiële)margeverplichtingen voor niet-geclearde otc-derivaten nader bezien vanuit goederenrechtelijk perspectief en geplaatst in de Nederlandse context. De margeverplichtingen zijn divers en complex en de verplichting tot het stellen en innen van initiële marge confronteert marktpartijen met grote (operationele) uitdagingen, al is het maar vanwege de aanzienlijke hoeveelheid documentatie die partijen zullen moeten verwerken. Wat dat betreft zal de aankondiging van BCBS-IOSCO positief worden ontvangen.⁹⁴

Een (in Nederland gevestigde) tegenpartij die een lokale bewaarnemer aanwijst in het kader van de bewaring van initiële marge, treft in Nederland op basis van de Wge een systeem van vermogensscheiding van effecten dat lijkt aan te sluiten bij – en wellicht zelfs verder gaat dan – de vermogensscheidingsvereisten die de EMIR Marge RTS stellen. Wel dienen tegenpartijen rekening te houden met het feit dat zij samen met al hun andere deelgenoten delen in een eventueel tekort. Tussenpersoon- of tegenpartijrisico (b)lijkt niet helemaal uit te sluiten, al is dat voor wat betreft geclearde derivatentransacties, althans in theorie, niet anders (zie hieronder). Dat doet echter niet af aan het feit dat op basis van de Wge effecten juridisch af te scheiden zijn van het vermogen van de bewaarnemer.

Als laatste nog een constatering. Met de invoering van de UMR zou men kunnen zeggen dat het (economisch) onderscheid tussen geclearde en niet-geclearde otc-derivaten kleiner is geworden. Waar in geval van geclearde otc-derivaten een CCP zich tussen de partijen plaatst en het initiële tegenpartijrisico tussen partijen overneemt, plaatst in geval van niet-geclearde otc-derivaten waarbij partijen initiële marge dienen uit te wisselen, een derde bewaarnemer zich tussen partijen om de bewaring van initiële marge op zich te nemen. Een belang-

89. Voor een uitvoerige beschrijving van de ontwikkeling van de Wge, zie C.A. Rooke, Van Teixeira de Mattos tot MiFID II: het vraagstuk van de vermogensscheiding vanuit bancaire perspectief, in: W.A.K. Rank (red.), *Vermogensscheiding in de financiële praktijk* (Financieel Juridische Reeks, deel 14), Zutphen: Uitgeverij Paris 2018, p. 85-100. Weliswaar geen bijzondere gemeenschap, maar wel een afgescheiden vermogen vormt het sinds 1 april 2016 in de Wge geïntroduceerde concept 'derivatenvermogen'. Aangezien dit met name lijkt te zijn geïntroduceerd in het kader van de clearingverplichting onder EMIR en het faciliteren van het overdragen van derivatenposities door een CCP van een clearinglid dat in verzuim is naar een ander clearinglid, blijft dit vermogen voor deze bijdrage verder buiten beschouwing. Voor meer achtergrond, zie Rank & Uiterwijk 2017 en M. Haentjens, *Internationale aspecten van vermogensscheiding*, TFR 2019, afl. 3, p. 119.

90. Deze structuur wordt ook wel een *indirect holding structure* genoemd, zie bijv. R. Priem, *Asset Segregation Rules for Central Securities Depositories: Maximizing Investor Protection While Ensuring a Level Playing Field* (SSRN working paper), 12 maart 2018. Daarmee maakt Nederland samen met o.a. België onderdeel uit van de zogenoemde *omnibus markets*: European Central Securities Depositories Association, *Account Segregation Practices at European CSDs*, 13 oktober 2015.

91. Conform art. 20 Wge. Zie ook titel 2 van Boek 7 BW.

92. Zie ook Rank 2016, p. 74.

93. België en Luxemburg kennen een vergelijkbaar regime voor de bewaring van effecten, zie Haentjens 2019, p. 125.

94. Zie noot 30.

rijk verschil tussen de twee is natuurlijk wel dat een bewaarner niet de rechten en verplichtingen van partijen overneemt, en dus niet als tegenpartij, maar slechts als tussenpersoon optreedt. Of het betrekken van een derde partij voor het uitwisselen van initiële marge, en het daarmee mogelijk creëren van nieuw tegenpartijrisico op die derde partij, verstandig is, zal de toekomst uitwijzen.