

599. OTC-Derivaten en de ISDA Master Agreement; (hoe) werkt het naar Nederlands recht? (Deel II)

ROBERT STEEG

Deel II van dit artikel bevat een overzicht van de stand van zaken betreffende de uitrol van EMIR en de handelsverplichting onder MiFIR. De clearingverplichting geldt inmiddels voor een aantal klassen OTC-derivaten en bepaalde categorieën tegenpartijen en wordt verder uitgerold. De vereisten betreffende variatiemarge zijn inmiddels vrijwel universeel van toepassing. Dat geldt nog niet voor de vereisten betreffende initiële marge. ESMA heeft een voorstel gedaan voor de concrete uitwerking van de handelsverplichting dat betrekking heeft op een aanzienlijk deel van de markt voor renteswaps en bepaalde klassen kredietverzuimderivaten. Inmiddels ligt er een voorstel tot wijziging van een aantal bepalingen van EMIR dat voorziet in beperking van de strekking of het toepassingsbereik van een aantal van de hiervoor genoemde verplichtingen.

1. Inleiding

Dit is het tweede deel van een artikel over in Nederland geldende rechtsregels die van toepassing zijn op ‘*over-the-counter*’ (OTC) derivaten.¹ Het eerste deel ging over de door de *International Swaps and Derivatives Association (ISDA)* ontwikkelde Master Agreement tegen de achtergrond van Nederlands (internationaal) privaatrecht en faillissementsrecht. Dit deel gaat over regels van financieel toezicht met betrekking tot de handel in en het gebruik van OTC-derivaten. Voorafgaand aan de financiële crisis van 2008 was de wereldwijde OTC-derivatenmarkt nauwelijks gereguleerd. Naar aanleiding van de financiële crisis vond een aantal bijeenkomsten van de G20 plaats. Tijdens de G20 top van 25 september 2009 kwamen de G20 landen overeen om, onder meer, de OTC-derivatenmarkt te verbeteren door middel van intensievere regelgeving. De G20 landen droegen hun ministers van financiën en centrale bankbestuurders op om een internationaal stelsel van hervormingen op te tuigen met de volgende doelstellingen:

- *verplichte verhandeling op beurzen of elektronische handelsplatforms en afwikkeling via centrale tegenpartijen van alle gestandaardiseerde OTC-derivaten;*
- *verplichte rapportage over OTC-derivaten aan transactieregisters; en*
- *hogere kapitaalvereisten voor niet-centraal afgewikkelde derivaten.*²

1 Het betreft voornamelijk Europese regelgeving met rechtstreekse werking in Nederland, die derhalve deel uitmaakt van de Nederlands rechtsorde.

2 *G20 Leaders' Statement: The Pittsburg Summit*, 24-25 september 2009, Pittsburg (<http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communiqué0925.html>).

De Verenigde Staten hebben deze en andere doelstellingen omgezet in regelgeving die in de *Dodd-Frank Act*³ is opgenomen. Het Europese antwoord volgde in de vorm van de *European Market Infrastructure Regulation (EMIR)*.⁴ EMIR is op 16 augustus 2012 in werking getreden en schept verplichtingen tot clearing en bilaterale risicobeheersing van OTC-derivaten, rapportagevereisten met betrekking tot derivaten en uniforme vereisten voor de uitvoering van de activiteiten van centrale tegenpartijen (CTP's) en transactieregisters.⁵ EMIR maakt deel uit van een breder pakket aan maatregelen tot hervorming van de kapitaalmarkten. Daarmee samenhangend wordt de *Markets in Financial Instruments Directive (MiFID I)*⁶ deels herschikt in de vorm van een nieuwe richtlijn (*MiFID II*)⁷ en deels vervangen door de *Markets in Financial Instruments Regulation (MiFIR)*.⁸ Tezamen vormen MiFID II en MiFIR het

3 *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* van 21 juli 2010. De volledige tekst is beschikbaar via: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/html/PLAW-111publ203.htm>.

4 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).

5 Art. 1 lid 1 EMIR.

6 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 (*PbEU* 2004, L 145/1).

7 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 (*PbEU* 2014, L 173/349).

8 Verordening (EU) Nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten in financiële instrumenten en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012 (*PbEU* 2014, L 173/84).

rechtskader voor de vereisten die gelden voor beleggingsondernemingen, handelsplatformen, aanbieders van data-rapporteringsdiensten en ondernemingen van derde landen die in de EU beleggingsdiensten verlenen of beleggingsactiviteiten verrichten.⁹ MiFIR introduceert onder meer een verplichting om gestandaardiseerde OTC-derivaten te verhandelen op een gereguleerde markt, een multilaterale handelsfaciliteit of een georganiseerde handelsfaciliteit (de **handelsverplichting**). EMIR en de bepalingen van MiFIR betreffende de handelsverplichting bestaan voor een overwegend deel uit raamwerkregelgeving. Deze regelgeving is veelal in technische reguleringsnormen (*regulatory technical standards* – RTS) uitgewerkt.¹⁰

MiFIR introduceert onder meer een verplichting om gestandaardiseerde OTC-derivaten te verhandelen op een gereguleerde markt, een multilaterale handelsfaciliteit of een georganiseerde handelsfaciliteit

Veel van de uit die technische reguleringsnormen voortvloeiende verplichtingen worden gefaseerd ingevoerd. Over EMIR en de handelsverplichting onder MiFIR is al het nodige aan Nederlandse literatuur verschenen.¹¹ De hierna volgende onderdelen bevatten een overzicht van de huidige stand van zaken, zowel ten aanzien van de regels onder EMIR als ten aanzien van de uitwerking van de handelsverplichting onder MiFIR. Daarna volgt een onderdeel over een recent voorstel tot wijziging van EMIR. Tot slot volgt

een onderdeel met enkele afsluitende opmerkingen.

9 MiFID II moest uiterlijk op 3 juli 2017 door de lidstaten zijn omgezet in nationale regelgeving met toepassing vanaf 3 januari 2018, maar Nederland voldoet daar nog niet aan. Het wetsvoorstel tot implementatie van MiFID II ligt bij de Tweede Kamer. MiFIR is vanaf 3 januari 2018 van toepassing.

10 Krachtens art. 10 van 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) kan de Commissie, wanneer het Europees Parlement en de Raad een bevoegdheid voor de vaststelling van technische reguleringsnormen aan de Commissie hebben gedelegeerd, dergelijke technische reguleringsnormen vaststellen door middel van een verordening of een besluit. Net als verordeningen hebben gedelegeerde verordeningen rechtstreekse werking in de lidstaten.

11 Zie onder meer B.J.A. Zebregs, 'Verplichte clearing van OTC-derivaten in Europa', in *TFR* 2011 (1/2); P.G.M. ten Broeke, 'Dodd-Frank en EMIR: een jaar verder en een stap dichterbij de eindstreep', in *TFR* 2013 (1/2); F. Barrachdi en S. Ramsanjhal, 'De verhouding tussen EMIR en het MiFIR-voorstel: over de clearing- en de handelsverplichting', in *TFR*, 2013 (11); 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, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, Deventer, Kluwer 2011; J.C. Hintzen, 'Collateral management onder EMIR', in *TFR* 2016 (11).

2. EMIR

Algemeen

Kernelementen

Tot de kernelementen van EMIR behoren:

- verplichte clearing van gestandaardiseerde OTC-derivaten (de **clearingverplichting**);
- vereisten betreffende risicobeheersing voor niet-geclearde OTC-derivaten, waaronder margevereisten (de **margeverplichting**);
- rapportageverplichtingen betreffende derivaten (de **rapportageverplichting**); en
- vereisten voor CTP's en transactieregisters.

De clearingverplichting, de vereisten betreffende risicobeheersing voor niet-geclearde OTC-derivaten en de rapportageverplichting komen hierna aan de orde. De vereisten voor CTP's en transactieregisters blijven buiten beschouwing.

Begrippen

EMIR bevat een eigen definitie van het begrip OTC-derivaat. Kort gezegd gaat het om een derivatencontract waarvan de uitvoering niet plaatsvindt op een beurs.¹² Financiële instrumenten die niet als OTC-derivaat kunnen worden aangemerkt vallen in beginsel buiten het bereik van EMIR.¹³ Behoudens enkele uitzonderingen is EMIR van toepassing op CTP's en hun clearingleden, financiële tegenpartijen en transactieregisters en, voor zover bepaald, niet-financiële tegenpartijen en handelsplatforms.¹⁴ Gereguleerde beleggingsondernemingen, kredietinstellingen en verzekeringsondernemingen zijn financiële tegenpartijen in de zin van EMIR. Daarnaast vallen herverzekeringsondernemingen, icbe's en beheermaatschappijen van icbe's, instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening en alternatieve beleggingsfondsen beheerd door *alternative investment fund managers* onder het begrip financiële tegenpartij.¹⁵ EMIR maakt onderscheid tussen niet-financiële tegenpartijen die posities in OTC-derivaten innemen die boven een bepaalde drempelwaarde uitkomen (**niet-financiële tegenpartijen (+)**) en overige niet-financiële tegenpartijen (**niet-financiële tegenpartijen (-)**). Dit onderscheid is onder meer van belang voor de toepasselijkheid van de clearingverplichting.

12 De volledige definitie luidt: "een derivatencontract waarvan de uitvoering niet plaatsvindt op een gereguleerde 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 gereguleerde markt."

13 De rapportageverplichting heeft wel mede betrekking op derivaten die niet *over-the-counter* worden verhandeld.

14 Art. 1 lid 2 EMIR.

15 Art. 2 sub 8 EMIR.

Clearingverplichting

Clearing

Clearing is in EMIR gedefinieerd als het proces waarbij een CTP posities vaststelt, inclusief het berekenen van netto verplichtingen, en ervoor zorgt dat financiële instrumenten, contanten of beide beschikbaar zijn om de uit deze posities voortkomende risicopositie zeker te stellen.¹⁶ Een CTP is omschreven als 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.¹⁷ Met andere woorden: bij clearing neemt een CTP de primaire verplichtingen van de tegenpartijen over, waardoor het oorspronkelijke tegenpartijrisico bij de centrale tegenpartij komt te liggen.¹⁸ Alleen *clearing members* van een CTP hebben direct toegang tot de door de CTP verleende clearingdiensten. Om te worden toegelaten als clearing member moet een partij aan hoge kapitaal- en andere eisen voldoen. De meeste eindgebruikers van OTC-derivaten voldoen niet aan deze eisen. Dergelijke eindgebruikers verrichten OTC-derivatentransacties met een *swap dealer* als tegenpartij. Als een swap dealer zelf geen clearing member is kan hij zich als cliënt bij een clearing member aansluiten. Er zijn in hoofdlijnen twee manieren waarop een eindgebruiker zijn OTC-derivaten kan laten clearen: ofwel via de swap dealer waarbij de swap dealer als clearing member voor zichzelf en voor de eindgebruiker optreedt, dan wel via zijn eigen clearing member, waarbij de swap dealer een andere clearing member inschakelt.¹⁹ Tot de voordelen van clearing behoren de afname van het tegenpartijrisico, afname van margeverplichtingen wegens dagelijkse saldering, verhoogde markttransparantie en een efficiënter afwikkelingsproces.

Naar schatting werd eind 2016 wereldwijd voor een totaalbedrag van USD 285.000 miljard aan notionele waarde van derivaten gecleard via een centrale tegenpartij en bedroeg de totale notionele waarde van niet-geclearde derivaten USD 169.000 miljard

Voor eindgebruikers vormen ongetwijfeld de aan clearing verbonden kosten het belangrijkste nadeel van de clearingverplichting. Naar schatting werd eind 2016 wereldwijd voor een totaalbedrag van USD 285.000 miljard aan

notionele waarde van derivaten gecleard via een centrale tegenpartij en bedroeg de totale notionele waarde van niet-geclearde derivaten USD 169.000 miljard.²⁰

Uitwerking van de clearingverplichting

De Commissie is bevoegd om door vaststelling van technische reguleringsnormen klassen van OTC-derivaten te bepalen die onder de clearingverplichting vallen.²¹ Er zijn twee procedures mogelijk: (i) een bevoegde autoriteit stelt ESMA in kennis van het feit dat hij een vergunning heeft verleend aan een CTP om een bepaalde klasse OTC-derivaten te clearen of (ii) ESMA selecteert op eigen initiatief klassen van OTC-derivaten waarop de clearingverplichting van toepassing moet zijn maar waarvoor tot op dat moment nog geen CTP een vergunning heeft gekregen. In beide gevallen stelt ESMA ontwerp technische reguleringsnormen op, die vervolgens door de Commissie worden vastgesteld. Naast een omschrijving van de desbetreffende klasse OTC-derivaten bepalen de technische reguleringsnormen de datum met ingang waarvan de clearingverplichting voor die klasse OTC-derivaten in werking treedt, de categorieën van tegenpartijen voor wie de verplichting geldt en de minimale resterende looptijd van bestaande OTC-derivaten waarvoor de verplichting geldt.²² EMIR bevat diverse criteria die ESMA bij het ontwerp van een technische reguleringsnorm in acht moet nemen.²³ Inmiddels is door middel van een aantal technische reguleringsnormen voor de in onderstaande tabel weergegeven klassen OTC-rente- en kredietverzuimderivaten bepaald dat zij aan

20 *Bank for International Settlements, Statistical Release, OTC derivatives statistics at end-December 2016, Monetary and Economic Department, mei 2017, http://www.bis.org/publ/otc_hy1705.pdf.*

21 Art. 5 lid 2 EMIR.

22 Art. 5 lid 2 EMIR.

23 De criteria voor het bepalen van een klasse OTC-derivaten die aan de clearingverplichting wordt onderworpen zijn:

- (i) de mate waarin de contractvoorwaarden en de operationele processen met betrekking tot de betrokken klasse van OTC-derivaten zijn gestandaardiseerd;
- (ii) het volume en de liquiditeit van de betrokken klasse van OTC-derivaten; en
- (iii) de beschikbaarheid van eerlijke, betrouwbare en algemeen aanvaarde informatie over de prijsstelling in de desbetreffende klasse van OTC-derivaten.

De criteria voor het bepalen van een datum van inwerkingtreding van de clearingverplichting voor een bepaalde klasse OTC-derivaten en de categorieën tegenpartijen voor wie de verplichting geldt zijn:

- (i) het verwachte volume van de betrokken klasse OTC-derivaten;
- (ii) de vraag of meer dan één CTP reeds dezelfde klasse van OTC-derivaten clearen;
- (iii) het vermogen van de betrokken CTP's om het verwachte volume te verwerken en om het risico dat voortvloeit uit de clearing van de betrokken klasse van OTC-derivaten te beheersen;
- (iv) het type en de aantallen tegenpartijen die in de markt voor de betrokken klasse van OTC-derivaten actief zijn en naar verwachting actief zullen zijn;
- (v) de vraag hoeveel tijd een onder de clearingverplichting vallende tegenpartij nodig heeft om regelingen te treffen voor het clearen van haar OTC-derivatencontracten via een CTP; en
- (vi) het risicobeheer en de juridische en operationele capaciteit van het scala aan tegenpartijen die actief zijn in de markt voor de betrokken klasse OTC-derivaten en die onder de clearingverplichting zouden vallen.

16 Art. 2 sub 3 EMIR.

17 Art. 2 sub 1 EMIR.

18 Voor een grafisch geïllustreerde beschrijving van clearing: Zebregs 2011.

19 Voor een bespreking van beide methoden: Graaf & Stegeman 2011.

de clearingverplichting onderworpen zijn.²⁴ De verwachting is dat in de toekomst meer klassen OTC-derivaten aan de clearingverplichting zullen worden onderworpen.

Tabel 1. OTC-derivaten waarop de clearingverplichting van toepassing is				
Type	Referentie index	Afwikkelingsvaluta	Looptijd	Gedelegeerde Verordening
Basis renteswap	EURIBOR	EUR	28 dagen – 50 jaar	RTS 1
Basis renteswap	LIBOR	GBP	28 dagen – 50 jaar	RTS 1
Basis renteswap	LIBOR	JPY	28 dagen – 50 jaar	RTS 1
Basis renteswap	LIBOR	USD	28 dagen – 50 jaar	RTS 1
Vast-naar-variabel renteswap	EURIBOR	EUR	28 dagen – 50 jaar	RTS 1
Vast-naar-variabel renteswap	LIBOR	GBP	28 dagen – 50 jaar	RTS 1
Vast-naar-variabel renteswap	LIBOR	JPY	28 dagen – 50 jaar	RTS 1
Vast-naar-variabel renteswap	LIBOR	USD	28 dagen – 50 jaar	RTS 1
Vast-naar-variabel renteswap	NIBOR	NOK	28 dagen – 50 jaar	RTS 3
Vast-naar-variabel renteswap	WIBOR	PLN	28 dagen – 50 jaar	RTS 3

24 Gedelegeerde Verordening (EU) 2015/2205 van de Commissie van 6 augustus 2015 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen inzake de clearingverplichting (*PbEU* 2015, L 314/13) (**RTS 1**), Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/592 van de Commissie van 1 maart 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen inzake de clearingverplichting (*PbEU* 2016, L 103/5) (**RTS 2**) en Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/1178 van de Commissie van 10 juni 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen inzake de clearingverplichting (*PbEU* 2016, L 195/3) (**RTS 3**), elk zoals gewijzigd door Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/751 van de Commissie van 16 maart 2017 tot wijziging van de Gedelegeerde Verordeningen (EU) 2015/2205, (EU) 2016/592 en (EU) 2016/1178 wat betreft de uiterste datum voor de naleving van clearingverplichtingen door bepaalde tegenpartijen die in otc-derivaten handelen (*PbEU* 2017, L 113/15).

Tabel 1. OTC-derivaten waarop de clearingverplichting van toepassing is				
Type	Referentie index	Afwikkelingsvaluta	Looptijd	Gedelegeerde Verordening
Vast-naar-variabel renteswap	STIBOR	SEK	28 dagen – 50 jaar	RTS 3
Rentetermijncontract	EURIBOR	EUR	3 dagen – 3 jaar	RTS 1
Rentetermijncontract	LIBOR	GBP	3 dagen – 3 jaar	RTS 1
Rentetermijncontract	LIBOR	USD	3 dagen – 3 jaar	RTS 1
Rentetermijncontract	NIBOR	NOK	3 dagen – 3 jaar	RTS 3
Rentetermijncontract	WIBOR	PLN	3 dagen – 3 jaar	RTS 3
Rentetermijncontract	STIBOR	SEK	3 dagen – 3 jaar	RTS 3
Overnight rente index swap	EONIA	EUR	7 dagen – 3 jaar	RTS 1
Overnight rente index swap	FedFunds	USD	7 dagen – 3 jaar	RTS 1
Overnight rente index swap	SONIA	GBP	7 dagen – 3 jaar	RTS 1
Index kredietverzuimswap	iTraxx Europe Main	EUR	5 jaar	RTS 2
Index kredietverzuimswap	iTraxx Europe Crossover	EUR	5 jaar	RTS 2

De datum met ingang waarvan de clearingverplichting van toepassing is varieert van klasse tot klasse OTC-derivaten en van categorie tot categorie tegenpartijen. Tabel 2 vermeldt per categorie tegenpartijen en per gedelegeerde verordening de ingangsdatum van de clearingverplichting.²⁵

25 Zie verder het door ESMA bijgehouden register betreffende de clearingverplichting, dat ook weergeeft aan welke CTP's een vergunning is verleend voor het clearen van een bepaalde klasse OTC-derivaten: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/public_register_for_the_clearing_obligation_under_emir.pdf.

Tabel 2. Ingangsdatum van de clearingverplichting voor verschillende categorieën tegenpartijen per gedelegeerde verordening			
Categorie tegenpartijen	Gedelegeerde verordening		
	RTS 1	RTS 2	RTS 3
1. Clearingleden van CTP's die een vergunning hebben om ten minste één van de in de reguleringsnorm genoemde klassen OTC-derivaten te clearen	21 juni 2016	9 februari 2017	9 februari 2017
2. Financiële tegenpartijen en alternatieve beleggingsfondsen die deel uitmaken van een groep waarvoor het totale gemiddelde van de nominale waarde van de niet-geclearde OTC-derivaten meer dan EUR 8 miljard bedraagt die niet tot categorie 1 behoren	21 december 2016	9 augustus 2017	9 augustus 2017
3. Financiële tegenpartijen en alternatieve beleggingsfondsen die niet tot categorie 1 of categorie 2 behoren	21 juni 2019	21 juni 2019	21 juni 2019
4. Niet-financiële tegenpartijen (+) die niet tot categorie 1, categorie 2 of categorie 3 behoren	21 december 2018	9 mei 2019	9 augustus 2019

Reikwijdte van de clearingverplichting

Indien een klasse OTC-derivaten onder de clearingverplichting valt moet een tot de desbetreffende klasse behorend contract worden gecleard voor zover het contract is gesloten tussen twee financiële tegenpartijen, een financiële tegenpartij en een niet-financiële tegenpartij (+), twee niet-financiële tegenpartijen (+) of, kort gezegd, met dergelijke tegenpartijen gelijk te stellen partijen uit derde landen.²⁶ De clearingverplichting geldt niet voor contracten die zijn gesloten voorafgaand aan de datum waarop de clearingver-

plichting in werking treedt, tenzij de resterende looptijd van het contract langer is dan de door de Commissie bepaalde minimale resterende looptijd.²⁷ De clearingverplichting is niet van toepassing op OTC-derivaten die zijn gesloten met een niet-financiële tegenpartij (-).²⁸ Om te bepalen of een niet-financiële tegenpartij een niet-financiële tegenpartij (-) is moet de omvang van zijn posities in OTC-derivaten worden vastgesteld. Tot die posities behoren ook OTC-derivaten die zijn gesloten door andere niet-financiële entiteiten binnen de groep waartoe de niet-financiële tegenpartij behoort.²⁹ OTC-derivaten waarvan objectief kan worden aangetoond dat zij risico's verminderen die rechtstreeks verband houden met de commerciële bedrijvigheid of de activiteiten betreffende het beheer van de kasmiddelen van de niet-financiële tegenpartij of van de groep waartoe die niet-financiële tegenpartij behoort (**hedging**) mogen buiten beschouwing blijven.³⁰ Intragroeptransacties (zoals hierna besproken) die niet aan het hedging vereiste voldoen tellen wel mee.³¹

Vervolgens moet worden vastgesteld of de omvang van de posities in OTC-derivaten een drempelwaarde overschrijdt. De Commissie heeft de in Tabel 3 vermelde drempelwaarden vastgesteld.³²

27 Art. 4 lid 1 sub b EMIR.

28 Art. 4 lid 1 sub a EMIR.

29 Art. 10 lid 3 EMIR.

30 Op grond van art. 10 van Gedelegeerde Verordening (EU) Nr. 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 (*PbEU* 2013, L 52/11) kan een otc-derivatencontract objectief geacht worden de risico's te verminderen die rechtstreeks verband houden met commerciële activiteiten of treasuryfinancieringsactiviteiten van de niet-financiële tegenpartij of van de groep waartoe die niet-financiële tegenpartij behoort wanneer het, als zodanig of in combinatie met andere derivatencontracten, rechtstreeks of via sterk gecorreleerde instrumenten, één van de volgende criteria vervult:

- het dekt de risico's die voortkomen uit de potentiële wijziging van de waarde van activa, diensten, inputs, producten, grondstoffen of passiva die de niet-financiële tegenpartij of haar eigen groep in de normale loop van haar bedrijfsuitoefening in eigendom heeft, produceert, vervaardigt, verwerkt, aanbiedt, aankoopt, verhandelt, leest, verkoopt of oploopt of redelijkerwijs verwacht in eigendom te zullen hebben, te zullen produceren, te zullen vervaardigen, te zullen verwerken, te zullen aanbieden, te zullen aankopen, te zullen verhandelen, te zullen leasen, te zullen verkopen of te zullen oplopen;
- het dekt de risico's die voortkomen uit de potentiële indirecte impact op de waarde van activa, diensten, inputs, producten, grondstoffen of passiva als bedoeld in punt (a), als gevolg van schommeling van rentevoeten, inflatiepercentages, wisselkoersen of kredietrisico;
- het kwalificeert als een hedgingcontract ingevolge internationale standaarden voor jaarrekeningen (IFRS) die overeenkomstig art. 3 van Verordening (EG) nr. 1606/2002 van het Europees Parlement en de Raad (van 19 juli 2002 zijn goedgekeurd).

26 Art. 4 lid 1 sub a EMIR. Indien een OTC-derivaat is gesloten tussen twee met niet-financiële tegenpartijen + gelijk te stellen entiteiten die in derde landen gevestigd zijn, is de clearingverplichting alleen van toepassing als het contract aanzienlijke en voorzienbare rechtstreekse gevolgen binnen de EU heeft of indien een daartoe strekkende verplichting passend of noodzakelijk is om te voorkomen dat bepalingen van EMIR worden omzeild.

31 *Questions and Answers, Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR)*, ESMA, 10 July 2017, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-1861941480-52_qa_on_emir_implementation.pdf.

32 Gedelegeerde Verordening (EU) Nr. 149/2013 van de Commissie van 19 december 2012.

Tabel 3. Clearingdrempels	
Categorieën OTC-derivaten	Drempelwaarden
OTC-kredietderivatencontracten	EUR 1 miljard
OTC-aandelenderivatencontracten	EUR 1 miljard
OTC-rentederivatencontracten	EUR 3 miljard
OTC-valutaderivatencontracten	EUR 3 miljard
OTC-grondstoffederivatencontracten en overige OTC-derivatencontracten	EUR 3 miljard

OTC-derivaten die zijn aan te merken als intragroeptransacties zijn in beginsel niet aan de clearingverplichting onderworpen.³³ Om te kunnen worden aangemerkt als intragroeptransactie moet een OTC-derivaat gesloten zijn tussen twee tot dezelfde groep behorende tegenpartijen die zijn opgenomen in dezelfde volledige consolidatie en onderworpen zijn aan passende gecentraliseerde risicobeoordelings-, meet- en controleprocedures.³⁴ Daarnaast gelden andere vereisten. Er is een tijdelijke uitzondering op de clearingverplichting voor OTC-derivaten die door pensioenregelingen worden gebruikt om beleggingsrisico's te beperken.³⁵ Net als voor andere niet-geclearde OTC-derivaten gelden voor dergelijke derivaten de margeverplichting en de vereisten betreffende operationele risicobeheersing die hierna aan de orde komen.

Vereisten betreffende risicobeheersing

Algemeen

Tegenpartijen die niet-geclearde OTC-derivaten sluiten moeten passende procedures en regelingen invoeren om operationele risico's en tegenpartijrisico's te meten, te bewaken en te limiteren.³⁶ De beheersing van tegenpartijrisico vindt plaats door middel van uitwisseling van zekerheden (*collateral*). Met het oog op de beheersing van operationele risico's moeten tegenpartijen (elektronische) middelen beschikbaar hebben om de voorwaarden van OTC-derivatencontracten tijdig te bevestigen.³⁷ Daarnaast moeten tegenpartijen gestandaardiseerde processen hanteren die

robuust, veerkrachtig en controleerbaar zijn, om portefeuilles te laten aansluiten, het gerelateerde risico te beheersen, geschillen tussen partijen vroegtijdig vast te stellen en op te lossen en de waarde van uitstaande contracten te bewaken.³⁸ De bepalingen betreffende operationele risicobeheersing zijn uitgewerkt in technische reguleringsnormen.³⁹ De margeverplichting en de overige vereisten worden hierna besproken.

Tegenpartijen die niet-geclearde OTC-derivaten sluiten moeten passende procedures en regelingen invoeren om operationele risico's en tegenpartijrisico's te meten, te bewaken en te limiteren

Margeverplichting

De margeverplichting volgt uit artikel 11 lid 3 EMIR: tegenpartijen moeten beschikken over risicobeheerprocedures die een tijdige, nauwkeurige en passend gescheiden uitwisseling van zekerheden voorschrijven met betrekking tot niet-centraal geclearde OTC-derivaten die op of na 16 augustus 2016 of, in het geval van niet-financiële tegenpartijen, de datum waarop de clearingdrempel wordt overschreden, zijn gesloten.⁴⁰ Behoudens enkele uitzonderingen zijn intragroeptransacties tussen tegenpartijen die in dezelfde lidstaat gevestigd zijn uitgesloten van de margeverplichting.⁴¹ Voor intragroeptransacties tussen tegenpartijen die in verschillende lidstaten gevestigd zijn of met een tegenpartij die in een derde staat is gevestigd gelden meer uitgebreide regels.⁴² De margeverplichting is uitgewerkt in technische reguleringsnormen.⁴³ Naast de margeverplichting bevatten deze technische reguleringsnormen algemene voorschriften betreffende de risicobeheerprocedures die tegenpartijen moeten invoeren, minimum vereisten aan de overeenkomst inzake uitwisseling van zekerheden die tegenpartijen op grond van dergelijke procedures moeten aangaan, voorschriften betreffende de toelaatbaarheid van zekerheden en de kredietkwaliteitsbeoordeling van bepaalde activaklassen, concentratielimieten met betrekking tot activaklassen, bepalingen over beheer, scheiding en waardering van zekerheden en enkele uitzonderings- en vrijstellingsbepalingen. Hierna komen de bepalingen

33 Art. 4 lid 2 EMIR. Om gebruik te kunnen maken van de vrijstelling is vereist dat de tegenpartijen hun respectieve bevoegde autoriteiten vooraf informeren over hun daartoe strekkende voornemen.

34 Art. 3 EMIR.

35 Art. 1 Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/610 van de Commissie van 20 december 2016 tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad wat de verlenging van de overgangperiode voor pensioenregelingen betreft (*PbEU* 2017, L 86/3). De overgangperiode duurt tot en met 16 augustus 2018.

36 Art. 11 lid 1 EMIR.

37 Art. 11 lid 1 sub a EMIR.

38 Art. 11 lid 1 sub b EMIR.

39 Gedelegeerde Verordening (EU) Nr. 149/2013 van de Commissie van 19 december 2012.

40 Art. 11 lid 3 EMIR.

41 Art. 11 lid 5 EMIR.

42 Art. 11 lid 6, 7, 8, 9 en 10 EMIR.

43 Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/2251 van de Commissie van 4 oktober 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 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 (*PbEU* 2016, L 340/9).

betreffende berekening en verstrekking van marge aan de orde. De overige bepalingen blijven buiten beschouwing.⁴⁴

Uitwerking van de margeverplichting

De technische reguleringsnormen maken onderscheid tussen variatiemarge (VM) en initiële marge (IM). VM is de door een tegenpartij geïnde zekerheid in verband met de resultaten van de dagelijkse waardering van uitstaande niet-geclearde OTC-derivaten.⁴⁵ De dagelijkse waardering van uitstaande niet-geclearde OTC-derivaten is verplicht op grond van EMIR.⁴⁶ IM is de door een tegenpartij geïnde zekerheid ter dekking van haar actuele en potentiële toekomstige blootstelling in de tijd tussen de laatste inning van marge en de liquidatie van posities of afdekking van marktrisico volgend op een wanbetaling van de andere tegenpartij.⁴⁷ VM moet dagelijks worden berekend.⁴⁸ IM moet op de eerste werkdag na bepaalde gebeurtenissen, zoals de verrichting van een nieuwe niet-geclearde OTC-derivatentransactie, worden berekend en in elk geval indien in de voorafgaande tien werkdagen geen berekening is uitgevoerd.⁴⁹

Berekening en verstrekking van VM

De omvang van te innen VM wordt als volgt berekend:

- a. de actuele waarde van alle OTC-derivaten in het stelsel van verrekenbare transacties; *min*
- b. de waarde van alle eerder geïnde VM; *min*
- c. de nettowaarde van elk contract in het samenstel van verrekenbare transacties op het punt van aangaan van het contract; *plus*
- d. de waarde van alle eerder gestelde VM.⁵⁰

VM moet in beginsel worden verstrekt binnen de werkdag waarop het bedrag aan te verstrekken VM is berekend.⁵¹ Onder bepaalde voorwaarden mag VM binnen twee werkdagen van de berekeningsdatum worden verstrekt.⁵² De VM-vereisten gelden sinds 4 februari 2017 voor tegenpartijen die beide zelf of op groepsniveau beschikken over een totaal gemiddeld notioneel bedrag aan niet-geclearde OTC-derivaten van boven EUR 3.000 miljard (de *phase-one firms*) en vanaf 5 maart 2017 voor alle andere tegenpartijen die onder de margeverplichting vallen.^{53 54} Voor de toepassing van de VM-vereisten op fysiek afgewikkelde deviezenforwards geldt een afwijkende datum: 31 december 2018.

Berekening en verstrekking van IM

Tegenpartijen moeten het bedrag aan IM berekenen met behulp van de standaardbenadering in bijlage IV van de technische reguleringsnormen of een initiële margemodel dat voldoet aan de daarvoor geldende vereisten.⁵⁵ De standaardbenadering gaat uit van het product van het notionele bedrag van een OTC-derivaat en een voor de categorie waartoe het desbetreffende derivaat behoort vastgestelde opslagfactor. De laagste opslagfactor is 1% en de hoogste opslagfactor is 15%.⁵⁶ De bruto IM is de som van de voor alle tot een samenstel van verrekenbare transacties behorende OTC-derivaten vastgestelde producten. ISDA heeft een initiële margemodel ontwikkeld dat inmiddels veelvuldig in de markt wordt gebruikt.⁵⁷ IM moet worden verstrekt binnen de werkdag waarop het bedrag aan te verstrekken IM is berekend.

44 Voor een uitvoerige bespreking van de overige bepalingen: Hintzen 2016.

45 Art. 1 lid 2 Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/2251 van de Commissie van 4 oktober 2016.

46 Art. 11 lid 2 EMIR.

47 Art. 1 lid 1 Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/2251 van de Commissie van 4 oktober 2016.

48 Art. 9 lid 1 Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/2251 van de Commissie van 4 oktober 2016.

49 Art. 9 lid 2 Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/2251 van de Commissie van 4 oktober 2016.

50 Art. 10 Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/2251 van de Commissie van 4 oktober 2016.

51 Art. 12 lid 1 sub a Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/2251 van de Commissie van 4 oktober 2016.

52 Art. 12 lid 1 sub b Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/2251 van de Commissie van 4 oktober 2016.

53 Art. 37 lid 1 Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/2251 van de Commissie van 4 oktober 2016.

54 Over de datum van 5 maart 2017 is het nodige te doen geweest. Met name kleinere marktdeelnemers zouden operationele moeilijkheden hebben om op die datum aan de VM-vereisten te voldoen. Naar aanleiding van signalen uit de markt hebben de Europese toezichthoudende autoriteiten, bij gebrek aan een formele mogelijkheid om de inwerkingtreding van de VM-vereisten uit te stellen, op 1 maart 2017 een statement gepubliceerd waarin zij de verwachting uiten dat de bevoegde autoriteiten bij de uitoefening van toezicht op de naleving van de margevereisten een risico-gedreven benadering nemen, waarbij zij rekening houden met de omvang van het risico en door marktdeelnemers genomen alternatieve maatregelen om dat risico te beheersen.

55 Art. 11 Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/2251 van de Commissie van 4 oktober 2016.

56 De opslagfactor van 1% geldt voor OTC-rentederivaten met een resterende looptijd van maximaal twee jaar. De opslagfactor van 15% geldt voor OTC-grondstoffenderivaten en OTC-aandelenderivaten.

57 *ISDA Standard Initial Margin Model (ISDA SIMM) for non-cleared derivatives*: <https://www2.isda.org/functional-areas/wgmr-implementation/>.

De IM-vereisten worden overeenkomstig de inhoud van Tabel 4 gefaseerd ingevoerd.⁵⁸

Tabel 4. Invoeringsdatum margeverplichting - IM	
Invoeringsdatum	Indien beide tegenpartijen zelf of op groepsniveau beschikken over een totaal gemiddeld notioneel bedrag aan niet-geclearde OTC-derivaten van meer dan:
4 februari 2017	EUR 3.000 miljard
1 september 2017	EUR 2.250 miljard
1 september 2018	EUR 1.500 miljard
1 september 2019	EUR 750 miljard
1 september 2020	EUR 8 miljard

Enkele kanttekeningen bij de margeverplichting

In de praktijk bestaat ongeveer 71% van het collateral uit contanten en 21% uit staatsobligaties.⁵⁹ Volgens een schatting van ISDA in het kader van een onderzoek onder 20 phase-one firms hadden deze tegenpartijen eind maart 2017 een totaalbedrag van bijna USD 1.000 aan ontvangen collateral en een totaalbedrag van USD 748 miljard aan verstrekt collateral uitstaan.⁶⁰ Het over en weer verstrekken van collateral is een kostbare zaak en de daarmee samenhangende administratieve lasten zijn aanzienlijk. Eén van de voornaamste kritiekpunten op de margeverplichting is dat de kredietwaardigheid van tegenpartijen buiten beschouwing blijft. Dit leidt ertoe dat kredietwaardige tegenpartijen die voorheen geen collateral hoefden te verstrekken dat nu wel moeten doen, terwijl er voor zwakkere tegenpartijen in wezen weinig verandert. Zo verdwijnt een comparatief voordeel dat voorheen gemoeid was met het aanhouden van hoge kapitaalbuffers.

Bevestiging van transactievoorwaarden

De voorwaarden van niet-geclearde OTC-derivaten moeten zo snel mogelijk, bij voorkeur elektronisch, worden bevestigd. Voor nieuw afgesloten niet-geclearde OTC-derivaten geldt dat zij tegen het einde van de werkdag volgend op de uitvoeringsdatum moeten worden bevestigd of, in geval van een transactie gesloten met een niet-financiële tegenpartij (-), op de tweede werkdag volgend op de uitvoeringsdatum.⁶¹ Indien de transactie na 16:00 uur lokale tijd is

uitgevoerd of is gesloten met een tegenpartij die zich in een andere tijdzone bevindt, wordt de termijn met maximaal één werkdag verlengd.⁶²

Reconciliëren van portefeuilles

Tegenpartijen moeten voorafgaand aan het verrichten van een transactie afspraken maken over de wijze waarop zij voor onderlinge aansluiting van hun portefeuilles (**reconciliatie**) zullen zorgen.⁶³ Reconciliatie is het proces waarbij partijen nagaan of hun gegevens betreffende de kerntransactievoorwaarden en de actuele waarde van elk afzonderlijk tussen hen gesloten OTC-derivaat overeenkomen.^{64 65} Het doel van reconciliatie is het identificeren van misverstanden die tot geschillen kunnen leiden.⁶⁶ De frequentie waarmee reconciliatie moet plaatsvinden is afhankelijk van de omvang van de portefeuille, zoals weergegeven in Tabel 5.

Tabel 5. Frequentie reconciliatie van portefeuilles		
Tegenpartijen	Omvang portefeuille	Frequentie
Financiële tegenpartijen en niet-financiële tegenpartijen (+)	500 of meer uitstaande OTC-derivaten	Elke werkdag
	51 tot en met 499 uitstaande OTC-derivaten	Eenmaal per week
	50 of minder uitstaande OTC-derivaten	Eenmaal per kwartaal
Niet-financiële tegenpartijen	meer dan 100 uitstaande OTC-derivaten	Eenmaal per kwartaal
	100 of minder uitstaande OTC-derivaten	Eenmaal per jaar

Comprimeren van portefeuilles

Daarnaast moeten tegenpartijen die 500 of meer niet-geclearde OTC-derivaten hebben uitstaan op een enkele tegenpartij minimaal tweemaal per jaar beoordelen of het mogelijk is om het tegenpartijrisico te verminderen door de portefeuille te comprimeren en, zo ja, daartoe overgaan.⁶⁷ Comprimeren is het proces waarbij tegenpartijen tegen-gestelde posities sluiten en/of transacties die zich daar-

58 Art. 36 lid 1 Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/2251 van de Commissie van 4 oktober 2016. NB: Art. 36 lid 2 en 3 voorzien in een afwijkende regeling voor niet-geclearde OTC-derivaten die zijn gesloten met een tegenpartij die is gevestigd in een derde land die in dezelfde consolidatie als de andere tegenpartij is opgenomen.

59 *ISDA Margin Survey 2017, September 2017*, ISDA 2017 <https://www2.isda.org/functional-areas/research/surveys/margin-surveys>.

60 ISDA 2017.

61 Art. 12 lid 1 en 2 Gedelegeerde Verordening (EU) Nr. 149/2013 van de Commissie van 19 december 2012.

62 Art. 12 lid 3 Gedelegeerde Verordening (EU) Nr. 149/2013 van de Commissie van 19 december 2012.

63 Art. 13 lid 1 Gedelegeerde Verordening (EU) Nr. 149/2013 van de Commissie van 19 december 2012.

64 Het betreft de actuele waarde die op grond van art. 11 lid 2 EMIR dagelijks door de tegenpartijen tegen marktwaarde moet worden vastgesteld.

65 Zie uitgebreider: S.N. Dempster, 'EMIR: de verplichtingen voor de niet-financiële tegenpartij (onder de clearingdrempel)', in: *V&O* 2014 (4).

66 Overweging (28) Gedelegeerde Verordening (EU) Nr. 149/2013 van de Commissie van 19 december 2012.

67 Art. 14 Gedelegeerde Verordening (EU) Nr. 149/2013 van de Commissie van 19 december 2012.

voor lenen samenvoegen om zo het risico op geschillen te verkleinen.

Geschillen

Tegenpartijen moeten procedures afspreken met betrekking tot de identificatie, registratie, monitoring en tijdige oplossing van geschillen betreffende de erkenning of de waardering van OTC-derivatencontracten en de uitwisseling van zekerheid.⁶⁸ Geschillen die niet binnen vijf werkdagen zijn opgelost moeten aan een specifiek proces, zoals arbitrage, worden onderworpen. Doorgaans spreken tegenpartijen af dat het geschil eerst onderling moet worden opgelost met betrokkenheid van hoger management of bestuurders.⁶⁹ Geschillen over een bedrag van meer dan EUR 1,5 miljoen die niet binnen 15 werkdagen zijn opgelost moeten aan de bevoegde autoriteiten worden gerapporteerd.⁷⁰ Deze verplichting geldt alleen voor financiële tegenpartijen.

ISDA EMIR Protocol

ISDA heeft een protocol ontwikkeld waarmee tegenpartijen gestandaardiseerde afspraken betreffende bevestiging van transactievoorwaarden, reconciliëren en comprimeren van portfolio's en geschillenprocedures kunnen opnemen in hun contractuele verhouding.⁷¹ Veel financiële tegenpartijen maken ook gebruik van intern ontwikkelde modelvoorwaarden.

Dagelijkse waardering van posities

Hiervoor kwam al aan de orde dat EMIR uitgaat van een dagelijkse waardering van niet-geclearde OTC-derivaten tegen marktwaarde. Indien waardering tegen marktwaarde door marktomstandigheden⁷² onmogelijk is, mogen tegen-

partijen terugvallen op waardering op basis van een modellenbenadering.⁷³ Daarvoor moeten zij beschikken over een model dat aan de daarvoor geldende vereisten voldoet.⁷⁴

Rapportageverplichting

Algemeen

Tegenpartijen en CTP's zijn verplicht om de gegevens van elk derivaat dat zij hebben gesloten te rapporteren aan een bij ESMA geregistreerd of een door ESMA erkend transactieregister.⁷⁵ Het maakt daarbij niet uit of het derivaat *over-the-counter* of via de beurs wordt verhandeld. Ook gegevens over wijzigingen en beëindiging van een derivaat moeten worden gerapporteerd. De rapportage moet uiterlijk plaatsvinden op de werkdag volgend op de sluiting, wijziging of beëindiging van het derivaat. Het is toegestaan om de rapportage te delegeren aan een derde, zoals een CTP of de andere tegenpartij. ESMA heeft ontwerpen van technische reguleringsnormen opgesteld die door de Commissie in de vorm van een gedelegeerde verordening zijn vastgesteld waarin de voor de verschillende klassen derivaten te rapporteren gegevens en de typen rapporten zijn bepaald.⁷⁶ Daarnaast heeft ESMA ontwerpen van technische uitvoeringsnormen opgesteld die door de Commissie in de vorm van een uitvoeringsverordening zijn vastgesteld waarin, onder meer, de formattering en de frequentie van de rapportage voor de verschillende klassen derivaten is bepaald.⁷⁷

68 Art. 15 lid 1 Gedelegeerde Verordening (EU) Nr. 149/2013 van de Commissie van 19 december 2012.

69 Het hierna besproken EMIR Protocol van ISDA voorziet erin dat geschillen die niet binnen vijf werkdagen zijn opgelost intern worden voorgelegd aan senior stafleden, overigens zonder afbreuk te doen aan een elders overeengekomen methode van geschilbeslechting, waaronder de standaard forumkeuzebepaling in de Master Agreement.

70 Art. 15 lid 2 Gedelegeerde Verordening (EU) Nr. 149/2013 van de Commissie van 19 december 2012.

71 ISDA 2013 EMIR Portfolio Reconciliation, Dispute Resolution and Disclosure Protocol, <http://assets.isda.org/media/f253b540-12/b9c7f210-pdf/>.

72 Dergelijke marktomstandigheden doen zich voor als de markt inactief is of als de bandbreedte van redelijke waardeschattingen significant is en het redelijkerwijs niet mogelijk is om een inschatting te maken van de waarschijnlijkheid van de verschillende schattingen (art. 16 lid 1 Gedelegeerde Verordening (EU) Nr. 149/2013 van de Commissie van 19 december 2012).

73 Art. 11 lid 2 EMIR.

74 Het model moet:

1. alle factoren omvatten die tegenpartijen in aanmerking zouden nemen bij de vaststelling van een prijs;
2. consistent zijn met aanvaarde economische methoden voor het waarderen van financiële instrumenten;
3. worden aangepast en getoetst op zijn werking aan de hand van prijzen uit alle waarneembare actuele markttransacties in hetzelfde financieel instrument;
4. worden gevalideerd en gemonitord door een andere afdeling dan de afdeling die het risico neemt; en
5. behoorlijk zijn gedocumenteerd en door (een comité van) de raad van bestuur zo vaak als noodzakelijk (na elke materiële wijziging) en ten minste jaarlijks worden goedgekeurd.

75 Art. 9 lid 1 EMIR.

76 Gedelegeerde Verordening (EU) Nr. 148/2013 van de Commissie van 19 december 2012 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters met technische reguleringsnormen inzake de minimale mate van gedetailleerdheid van de aan transactieregisters te rapporteren gegevens (*PbEU* 2013, L52/1).

77 Uitvoeringsverordening (EU) Nr. 1247/2012 van de Commissie van 19 december 2012 tot vaststelling van de transactierapportage aan transactieregisters overeenkomstig Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters (*PbEU* 2012, L352/20), zoals gewijzigd door Uitvoeringsverordening (EU) 2017/105 van de Commissie van 19 oktober 2016 tot wijziging van Uitvoeringsverordening (EU) nr. 1247/2012 tot vaststelling van technische uitvoeringsnormen met betrekking tot de formattering en de frequentie van de transactierapportage aan transactieregisters overeenkomstig Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters (*PbEU* L17/17).

Te rapporteren gegevens en frequentie

De gedelegeerde verordening maakt onderscheid tussen tegenpartijgegevens en gemeenschappelijke gegevens die moeten worden gerapporteerd. Onder tegenpartijgegevens vallen gegevens zoals de naam, identificatiecode⁷⁸ en de vestigingsplaats van de tegenpartijen. Daarnaast moet de rapporterende tegenpartij aangeven of hij het derivaat waarover wordt gerapporteerd voor hedging gebruikt en of zijn posities boven de hiervoor besproken clearingdrempels uitkomen. Verder moeten gegevens betreffende de waardering van het derivaat en eventuele zekerheden worden vermeld. Tot de gemeenschappelijke gegevens behoren informatie over de derivatenklasse,⁷⁹ de derivatensoort,⁸⁰ een transactie-identificatiecode,⁸¹ informatie over de onderliggende waarde, de notionele munteenheid, de plaats van uitvoering, de prijs, de levering, de ingangsdatum, de vervaldatum, de einddatum en de toepasselijke raamovereenkomst. Wijzigingen in de waarde van een derivaat moeten dagelijks worden gerapporteerd.⁸² Overige gegevens moeten worden verstrekt wanneer zij zich voordoen, doorgaans bij het verrichten, wijzigen of beëindigen van een transactie. ISDA heeft een protocol ontwikkeld waarin tegenpartijen over en weer instemmen met de openbaarmaking van vertrouwelijke gegevens voor zover nodig om te kunnen voldoen aan de rapportageverplichting.⁸³

3. De handelsverplichting onder MiFIR

Algemeen

Financiële tegenpartijen en niet-financiële tegenpartijen (+) zijn verplicht om tot aan de handelsverplichting onderworpen klassen derivaten behorende derivatentransacties met

andere financiële tegenpartijen of andere niet-financiële tegenpartijen (+) uitsluitend te verrichten op gereglemeerde markten, MTF's, OTF's⁸⁴ of erkende handelsplatformen van derde landen.⁸⁵ De handelsverplichting geldt bovendien voor financiële tegenpartijen en niet-financiële tegenpartijen (+) die bovenbedoelde transacties verrichten met, kort gezegd, daaraan gelijk te stellen tegenpartijen in derde landen. Tenslotte geldt de handelsverplichting ook voor dergelijke tegenpartijen in derde landen zelf, echter alleen voor zover het contract een rechtstreeks, substantieel en te voorzien effect heeft binnen de EU of als een dergelijke verplichting nodig is om ontwijking van een bepaling van MiFIR te voorkomen.⁸⁶ De handelsverplichting geldt niet voor intragroeptransacties en transacties die onder de overgangsregeling van EMIR voor pensioenregelingen vallen.⁸⁷ De voornaamste reden voor invoering van de handelsverplichting lijkt te zijn gelegen in de behoefte aan meer handelstransparantie in de markten voor derivaten om te helpen bij de waardering van producten en bij de efficiëntie van de prijsvorming.⁸⁸

Uitwerking van de handelsverplichting

MiFIR is van toepassing met ingang van 3 januari 2018.⁸⁹ De handelsverplichting voor een specifieke klasse derivaten treedt in werking indien die klasse wordt verhandeld en voldoende liquide is.⁹⁰ ESMA is bevoegd om ontwerpen van technische reguleringsnormen op te stellen betreffende welke klassen van aan de clearingverplichting onderworpen derivaten op handelsplatformen moeten worden verhandeld en de datum waarop de handelsverplichting van kracht wordt.⁹¹ Daarbij moet ESMA aan de hand van de volgende criteria bepalen of een klasse derivaten voldoende liquide is:

- de gemiddelde frequentie en omvang van de handel in allerlei marktomstandigheden, gelet op de aard en le-

78 In geval van een juridische entiteit moet het *Legal Entity Identifier* (LEI) nummer worden gebruikt. Indien geen LEI-nummer beschikbaar is kan een BIC of klantcode worden gebruikt (Uitvoeringsverordening (EU) Nr. 1247/2012 van de Commissie van 19 december 2012).

79 De categorieën zijn: grondstoffen en emissierechten, kredieten, valuta, aandelen, rente en overige (art. 4 lid 3 sub a Uitvoeringsverordening (EU) Nr. 1247/2012 van de Commissie van 19 december 2012, zoals gewijzigd door Uitvoeringsverordening (EU) 2017/105 van de Commissie van 19 oktober 2016).

80 De categorieën zijn: contracten ter verrekening van verschillen (*contracts for difference*), rentetermijncontracten, termijncontracten, *futures*, opties, *spreadbets*, *swaps*, *swaptions* en overige (art. 4 lid 3 sub b Uitvoeringsverordening (EU) Nr. 1247/2012 van de Commissie van 19 december 2012, zoals gewijzigd door Uitvoeringsverordening (EU) 2017/105 van de Commissie van 19 oktober 2016).

81 Het *Committee on Payments and Market Infrastructure* (CPMI) en de *International Organisation of Securities Commissions* (IOSCO) werken in opdracht van de G20 landen aan de voorbereiding van een systeem voor wereldwijd unieke identificatiecodes (*Unique Transaction Identifier* – UTI) voor OTC-derivaten. Bij gebrek aan beschikbaarheid van een UTI wordt een combinatie van door de *Association of National Numbering Agencies* ontwikkelde toegekende *International Securities Identification Number* (ISIN) en *Classification of Financial Instruments* (CFI) codes gebruikt (art. 4 lid 2 Uitvoeringsverordening (EU) Nr. 1247/2012 van de Commissie van 19 december 2012).

82 Art. 2 Uitvoeringsverordening (EU) Nr. 1247/2012 van de Commissie van 19 december 2012.

83 *ISDA 2013 Reporting Protocol*, <http://assets.isda.org/media/a07640b6-7/d77cbab1-pdf/>.

84 MiFID II onderscheidt drie categorieën handelsplatformen: gereglemeerde markten, multilaterale handelsfaciliteiten (**MTF's**) en georganiseerde handelsfaciliteiten (**OTF's**). Een handelsplatform is een systeem of faciliteit waarin meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten op elkaar kunnen inwerken op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit (art. 4 MiFID II). Voor een bespreking van de bestaande regels betreffende handelsplatformen, zie F.F. Nagelkerke en E.H.J. Vis-Osendarp, 'Handelsplatformen' in: D. Busch en C.M. Grundmann-van de Krol (red), *Handboek Belegginsondernemingen*, Deventer: Kluwer 2009, p. 911 e.v. Voor een bespreking van de OTF, zie F.F. Nagelkerke, 'Wat gaat MiFID II veranderen aan de marktinfrastructuur?' in *TRF* 2014 (5).

85 Art. 28 lid 1 MiFIR.

86 Art. 28 lid 2 MiFIR.

87 Art. 89 EMIR.

88 Overweging (15) MiFIR.

89 Art. 1 lid 14 Verordening (EU) 2016/1033 van het Europees Parlement en de Raad van 23 juni 2016 tot wijziging van Verordening (EU) nr. 600/2014 betreffende markten in financiële instrumenten, Verordening (EU) nr. 596/2014 betreffende marktmissbruik en Verordening (EU) nr. 909/2014 betreffende de verbetering van de effectenafwikkeling in de Europese Unie en betreffende centrale effectenbewaarinstanties (*PbEU* 2016, L 175/1). De oorspronkelijke ingangsdatum was 3 januari 2017.

90 Art. 32 lid 2 MiFIR.

91 Art. 32 lid 1 MiFIR.

- venscyclus van producten binnen de derivatenklassen;
- het aantal en type actieve marktdeelnemers, met inbegrip van de verhouding van marktdeelnemers tot producten/contracten die in een bepaalde productmarkt worden verhandeld; en
 - de gemiddelde omvang van de *spreads*.⁹²

De criteria zijn gespecificeerd in technische reguleringsnormen die de Commissie door middel van een gedelegeerde verordening heeft vastgesteld.⁹³ ESMA heeft op 17 juni 2017 een *Consultation Paper* gepubliceerd, waarin marktpartijen zijn uitgenodigd om input te leveren op de voorgestelde aanpak betreffende de introductie van de handelsverplichting, waaronder een concept set technische reguleringsnormen.⁹⁴ Naar aanleiding van de ontvangen reacties heeft ESMA op 28 september 2017 een *Final Report* gepubliceerd, dat tevens een voorstel voor een gedelegeerde verordening bevat (de **Concept RTS**).⁹⁵ De Concept RTS zijn op 17 november 2017 door de Commissie zonder significante inhoudelijke wijzigingen in de vorm van een concept gedelegeerde verordening aan het Europees Parlement en de Raad voorgelegd.⁹⁶ De Concept RTS voorzien in toepassing van de handelsverplichting op de in Tabel 6 en Tabel 7 vermelde rente- en kredietverzuimderivaten.⁹⁷

Tabel 6. Fixed-to-floating rentederivaten waarop de handelsverplichting van toepassing is

Afwikkelingsvaluta	Variabele referentierente	Fixed leg betaalrequentie	Vaste rente day count	Variabele rente vaststellingsfrequentie	Benchmark looptijd +/- 5 dagen
EUR	EURIBOR 3M	Jaarlijks of halfjaarlijks	30/360 actual/360	Elk kwartaal	2, 3, 4, 5, 6, 7, 10, 15, 20, 30 jaar
EUR	EURIBOR 6M	Jaarlijks of halfjaarlijks	30/360 actual/360	Halfjaarlijks of elk kwartaal	2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 12, 15, 20, 30 jaar
USD	LIBOR 3M	Jaarlijks of halfjaarlijks	30/360 actual/360	Elk kwartaal	2, 3, 4, 5, 6, 7, 10, 12, 15, 20, 30 jaar
USD	LIBOR 6M	Jaarlijks	30/360 actual/360	Halfjaarlijks of elk kwartaal	2, 3, 4, 5, 6, 7, 10, 12, 15, 20, 30 jaar
GBP	LIBOR 6M	Halfjaarlijks	Actual / 365F	Halfjaarlijks of elk kwartaal	2, 3, 4, 5, 6, 7, 10, 15, 20, 30 jaar
GBP	LIBOR 3M	Elk kwartaal	Actual / 365F	Elk kwartaal	2, 3, 4, 5, 6, 7, 10, 15, 20, 30 jaar

Tabel 7. Index kredietverzuimderivaten waarop de handelsverplichting van toepassing is

Sub-type	Geografische zone	Referentie index	Afwikkelingsvaluta	Series	Looptijd
Untranchéd index	Europa	iTraxx Europe Main	EUR	On-the-run series First off-the-run series	5 jaar
Untranchéd index	Europa	iTraxx Europe Cross-over	EUR	On-the-run series First off-the-run series	5 jaar

92 Art. 31 lid 3 MiFIR.

93 Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/2020 van de Commissie van 26 mei 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad betreffende markten in financiële instrumenten met technische reguleringsnormen betreffende criteria om uit te maken of aan de clearingverplichting onderworpen derivaten aan de handelsverplichtingen moeten worden onderworpen (*PbEU* 2016, L 313/2).

94 *Consultation Paper, The trading obligation for derivatives under MiFIR*, ESMA, 19 juni 2017 (ESMA70-156-71), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-71_cp_trading_obligation.pdf. Door ESMA ontvangen reacties zijn op 10 augustus 2017 gepubliceerd: <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-trading-obligation-derivatives-under-mifir-0#TODO>.

95 *Final Report, Draft RTS on the trading obligation for derivatives under MiFIR*, ESMA, 28 september 2017 (ESMA70-156-227), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-227_final_report_trading_obligation_derivatives.pdf.

96 Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 17.11.2017 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on the trading obligation for certain derivatives, Brussel 17.11.2017, C(2017) 7684 final: http://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/mifir-rts-2017-7684_en.pdf; http://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/mifir-rts-2017-7684-annex_en.pdf.

97 Waar het rentederivaten betreft gaat het in alle gevallen om rentederivaten met een constante notionele waarde.

Volgens de Concept RTS treedt de handelsverplichting in werking op 3 januari 2018 of, indien later, de datum met ingang waarvan de clearingverplichting intreedt met

betrekking tot de desbetreffende categorie tegenpartijen als bepaald in RTS 1 en RTS 2.⁹⁸

De handelsverplichting heeft tot gevolg dat transacties die voor invoering van de handelsverplichting *over-the-counter* werden verricht voortaan op een handelsplatform zullen plaatsvinden

Gevolgen

De handelsverplichting heeft tot gevolg dat transacties die voor invoering van de handelsverplichting *over-the-counter* werden verricht voortaan op een handelsplatform zullen plaatsvinden. Het is onduidelijk welk percentage van de totale derivatenmarkt door de Concept RTS wordt geraakt. Het lijkt om een significant deel van de markt voor renteswaps en index kredietverzuimderivaten te gaan. Het is onzeker welke gevolgen deze ontwikkeling zal hebben voor de documentatie van dergelijke derivaten. Het ligt voor de hand dat het belang van de ISDA documentatie voor dit deel van de markt aan betekenis zal afnemen of dat belangrijke aanpassingen aan de ISDA Master Agreement moeten worden gemaakt om ervoor te zorgen dat deze voldoet aan de regels van de handelsplatformen.⁹⁹

4 Voorstel tot wijziging van EMIR

Algemeen

Naar aanleiding van zijn rapport van 23 november 2016¹⁰⁰ heeft de Commissie op 4 mei 2017 een voorstel tot wijziging van EMIR gepubliceerd (het **Wijzigingsvoorstel**).¹⁰¹ Het Wijzigingsvoorstel voorziet in een aantal beperkte wijzigingen in, onder meer, de clearingverplichting, de vereisten betreffende risicobeheersing voor niet-geclearde OTC-derivaten en de rapportageverplichting. De wijzigingen zijn volgens de Commissie vooral ingegeven door een behoefte om onevenredige lasten en kosten voor bepaalde tegenpar-

tijen weg te nemen en de regels te vereenvoudigen.¹⁰² De wijzigingen die hierna aan de orde komen houden verband met de in dit artikel besproken onderwerpen. Op 13 juni 2017 heeft de Commissie een tweede voorstel tot wijziging van EMIR¹⁰³ gepubliceerd, dat voornamelijk betrekking heeft op de vergunningverlening aan en erkenning van CTP's. Dat voorstel blijft in dit artikel buiten beschouwing.

Financiële tegenpartijen

In het Wijzigingsvoorstel wordt de definitie van financiële tegenpartij uitgebreid met centrale effectenbewaarinstanties en *special purpose entities* (SPVs) voor securitiesatiedoeleinden.¹⁰⁴

Clearingverplichting

Clearingdrempels voor financiële tegenpartijen

Op dit moment is de clearingverplichting van toepassing op alle financiële tegenpartijen, ongeacht de omvang van hun posities in OTC-derivaten. Het Wijzigingsvoorstel beoogt daarin verandering te brengen door het toepassingsbereik van de clearingdrempels die gelden voor niet-financiële tegenpartijen uit te breiden tot financiële tegenpartijen.¹⁰⁵ Kleine financiële tegenpartijen worden hierdoor ontzien.

Opschorting van de clearingverplichting

Daarnaast voorziet het Wijzigingsvoorstel in een bevoegdheid van ESMA om de Commissie te verzoeken om opschorting van de clearingverplichting voor een specifieke klasse OTC-derivaten of voor een specifiek type tegenpartij.¹⁰⁶ Voor het indienen van een verzoek moet aan één van de volgende voorwaarden zijn voldaan:

- de klasse OTC-derivaten komt niet langer in aanmerking voor clearing;
- een CTP zal waarschijnlijk stoppen met de clearing van de klasse OTC-derivaten en er is geen andere CTP die de desbetreffende klasse OTC-derivaten zonder onderbreking kan clearen;
- de opschorting van de clearingverplichting is noodzakelijk om een ernstige bedreiging van de financiële stabiliteit in de EU te voorkomen of aan te pakken.

98 Art. 2 Concept RTS.

99 Zie ook: W.A.K. Rank, 'Een paarden jubileum voor de ISDA Master Agreement: 30 jaar contractzekerheid voor OTC-derivaten', in *TFR* 2017 (4) en Barrachdi en Ramsanjhal 2013.

100 Verslag van de Commissie aan het Europees Parlement en de Raad op grond van art. 85 lid 1 van Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters, COM(2016) 857 final van 23 november 2016, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/?qid=1480141638729&uri=COM:2016:857:FIN>.

101 Voorstel voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012 wat betreft de clearingverplichting, de opschorting van de clearingverplichting, de rapportagevereisten, de risicolimiteringstechnieken voor otc-derivaten die niet door een centrale tegenpartij worden gecleard, de registratie van en het toezicht op transactieregisters en de vereisten voor transactieregisters, COM(2017) 208 final van 4 mei 2017, http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b12bb02d-30ba-11e7-941201aa75ed71a1.0002.02/DOC_1&format=PDF.

102 Wijzigingsvoorstel, p. 3.

103 Voorstel voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Verordening (EU) nr. 1095/2010 tot oprichting van een Europese toezichhoudende entiteit (Europese Autoriteit voor effecten en markten) en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012 wat betreft de procedures en betrokken autoriteiten voor de vergunningverlening aan CTP's en de vereisten voor de erkenning van CTP's uit derde landen, COM(2017) 331 final van 13 juni 2017.

104 Art. 1 lid 1 Wijzigingsvoorstel. Het voorstel vermeldt niet wat de reden is voor deze uitbreiding, anders dan dat effectenbewaarinstanties en SPVs naar hun aard financiële tegenpartijen zijn. Over het algemeen beschikken SPVs niet over vermogensbestanddelen die zij als collateral kunnen gebruiken om aan de margeverplichting te voldoen. In dit opzicht is het voorstel controversieel.

105 Art. 1 lid 3 Wijzigingsvoorstel.

106 Art. 1 lid 6 Wijzigingsvoorstel.

De opschorting is geldig voor een periode van drie maanden en kan vervolgens telkens met drie maanden worden verlengd.

Verlengde vrijstelling voor pensioenregelingen

Verder voorziet het Wijzigingsvoorstel in een verlenging van de vrijstelling voor pensioenregelingen van de clearingverplichting. Tot en met drie jaar na de inwerkingtreding van het Wijzigingsvoorstel is de clearingverplichting niet van toepassing op OTC-derivaten waarvan objectief kan worden aangetoond dat zij beleggingsrisico's verminderen die rechtstreeks met de financiële solvabiliteit van pensioenregelingen verband houden.¹⁰⁷

Rapportageverplichting

Op dit moment is de rapportageverplichting onverkort van toepassing op intragroeptransacties. Het Wijzigingsvoorstel voorziet in vrijstelling van de rapportageverplichting voor intragroeptransacties waarbij één van de tegenpartijen een niet-financiële tegenpartij is.¹⁰⁸ Verder is bepaald dat CTP's verantwoordelijk zijn voor de rapportage namens beide tegenpartijen van gegevens betreffende derivaten die geen OTC-derivaten zijn en dat financiële tegenpartijen verantwoordelijk zijn voor de rapportage van gegevens betreffende OTC-derivaten die zijn gesloten met een niet-financiële tegenpartij.¹⁰⁹ Niet-financiële tegenpartijen worden hierdoor ontzien. Het mandaat van ESMA om ontwerpen van technische reguleringsnormen op te stellen wordt uitgebreid met het oog op de verdere harmonisatie van de rapportage-regels, waaronder de gegevensnormen zoals die met betrekking tot het LEI-nummer, de ISIN-code en de UTI-code.¹¹⁰

5 Afsluitende opmerkingen

De voorgaande onderdelen hebben naar hun aard een beschrijvend karakter. Toch kunnen enkele observaties worden gemaakt. EMIR is grotendeels geïmplementeerd.

De rapportageverplichting en de vereisten betreffende operationele risicobeheersing worden breed toegepast. Het uitrolproces van de clearingverplichting en de VM-vereisten is op gang, hoewel de clearingverplichting vooralsnog op een beperkt aantal klassen OTC-derivaten van toepassing is. Eindgebruikers kunnen hun OTC-derivaten (laten) clearen via een swap dealer of een derde partij die clearing member is. De IM-vereisten zijn al van toepassing voor zeer grote tegenpartijen en worden in de komende jaren verder uitgerold naar andere categorieën tegenpartijen. De margeverplichting is vooral nadelig voor kredietwaardige tegenpartijen die voorheen vanwege hun kredietwaardigheid geen collateral hoefden te verstrekken. Er lijkt, getuige de hiervoor besproken wijzigingsvoorstellen, politieke ruimte te zijn voor beperking van de strekking of het toepassingsbereik van een aantal verplichtingen onder EMIR. De handelsverplichting onder MiFIR moet nog van toepassing worden. In elk geval zal het toepassingsbereik van de handelsverplichting beperkt zijn tot derivaten die onder de clearingverplichting vallen en voldoende liquide zijn. Het is lastig om te bepalen tot welke praktische gevolgen de invoering van de handelsverplichting zal leiden. Het valt te verwachten dat de betrokken handelsplatformen eisen zullen stellen aan de transactiedocumentatie, waardoor bestaande documentatie overbodig zal worden of moet worden herzien. Marktdeelnemers doen er goed aan om de ontwikkeling van de regelgeving nauwgezet te volgen en tijdig maatregelen te nemen om te zorgen dat zij over technische systemen beschikken die hen in staat stellen om aan de nieuwe verplichtingen te voldoen. Voor niet-financiële tegenpartijen en kleine financiële tegenpartijen zal dat een uitdaging zijn. Daar staat tegenover dat de voorgestelde wijzigingen van EMIR vooral voor hen gunstig zijn.

Over de auteur

Mr. R.W.K. Steeg

Advocaat bij Stibbe te Amsterdam.

¹⁰⁷ Art. 1 lid 20 Wijzigingsvoorstel.

¹⁰⁸ Art. 1 lid 7 sub (a) Wijzigingsvoorstel.

¹⁰⁹ Art. 1 lid 7 sub (b) Wijzigingsvoorstel.

¹¹⁰ Art. 1 lid 7 sub (c) Wijzigingsvoorstel.