

# Voorgestelde wijziging segregatie EMIR: een (ondoordacht) steuntje in de rug voor portabiliteit?

prof. mr. W.A.K. Rank en mr. S. Uiterwijk<sup>1</sup>

De Verordening betreffende OTC-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters (European Market Infrastructure Regulation, beter bekend als EMIR)<sup>2</sup> heeft de derivatenmarkt de afgelopen vijf jaar transparanter gemaakt en het systeemrisico verminderd, aldus de Europese Commissie (hierna: de EC).<sup>3</sup> Dit heeft de EC vastgesteld in het kader van de voorgeschreven review van EMIR.<sup>4</sup> De EC heeft daarvoor een uitgebreid toetsingstraject doorlopen<sup>5</sup>, met als voorlopig hoogtepunt de publicatie van een tweetal voorstellen tot wijziging van EMIR op 4 mei 2017<sup>6</sup> en 13 juni 2017.<sup>7</sup> De voorstellen nemen verschillende onderdelen van EMIR, waaronder de centrale clearing van OTC-derivaten, onder handen. In deze bijdrage staan wij stil bij een ogenschijnlijk technische wijziging uit het voorstel van 4 mei jl. van de EMIR-bepalingen die zien op de segregatie en portabiliteit van geclearde cliëntenposities en gestorte zekerheden. Deze wijziging zal echter rechtstreeks ingrijpen in het nationale goederen- en faillissementsrecht van de lidstaten, en roept vooralsnog vooral vragen op.

## 1. Introductie en achtergrond

Onderdeel van het op 4 mei 2017 door de EC gepubliceerde voorstel tot wijziging van EMIR is onder meer de toevoeging aan art. 39 EMIR van een nieuw lid 11. De nieuw voorgestelde bepaling houdt in dat

de derivatenposities en zekerheden<sup>8</sup>, die door een *clearing member* (clearinglid, hierna: CM) conform de segregatievoorschriften in EMIR voor haar cliënten in rekeningen bij een centrale tegenpartij (*central counterparty*; hierna: CCP) zijn vastgelegd, niet zullen worden beschouwd als onderdeel van de insolvente boedel van de CCP of de CM.

Volgens de toelichting<sup>9</sup> en overwegingen<sup>10</sup> bij het voorstel zou het hierbij slechts gaan om een verduidelijking van de bestaande regeling, om zeker te stellen dat de in EMIR opgenomen procedures met betrekking tot het overdragen en eventueel vereffenen van posities en zekerheden bij insolventie van een CM rechtsgeldig kunnen worden uitgevoerd. Aldus bezien zou de bepaling er uitsluitend

1. Pim Rank en Sven Uiterwijk zijn beiden advocaat te Amsterdam. Pim Rank is tevens hoogleraar Financieel Recht aan de Universiteit Leiden.
2. Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters. Zie voor een uitvoerige beschrijving van EMIR o.m. F.G.B. Graaf & R.A. Stegeman, 'Regulering van de OTC-derivatenmarkten in de EU en de VS', 'Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2011' *Serie vanwege het Van der Heijden Instituut*, deel 111, Deventer: Kluwer 2011, p. 63-104 en B.J.A. Zebregs, 'Effecten- en derivatenclearing', *Financieel Juridische Reeks*, deel 5, Amsterdam: NIBE-SVV 2013, p. 215-240 en 263-290.
3. Zie het memo van de EC dat zij op 4 mei jl. heeft gepubliceerd inzake EMIR (MEMO/17/1145).
4. Art. 85 EMIR.
5. Dit traject bestond onder meer uit een publieke consultatie over de implementatie uit EMIR die plaatsvond tussen mei en augustus 2015, gevolgd door een zogenoemde *Call for Evidence* (die overigens niet alleen op EMIR zag) tussen september 2015 en januari 2016. Dit heeft geleid tot een algemeen rapport van de EC en van de Raad over EMIR dat op 23 november 2016 is gepubliceerd (COM(2016) 857). In het kader van dit artikel is tevens vermeldenswaardig het *EMIR Review Report no. 3*. (ESMA/2015/1253) dat ESMA op 13 augustus 2015 heeft gepubliceerd en waarin zij de segregatie en portabiliteit vereisten uit EMIR aan een review onderwerpt.
6. COM(2017) 208.
7. COM(2017) 331.

8. Het gaat hier om zekerheden (*collateral of margin*) die worden verstrekt ter dekking van verplichtingen die voortvloeien uit derivatenposities. EMIR spreekt in dit verband van activa (*assets*). EMIR bevestigt in art. 39(10) dat onder 'activa' een zekerheid wordt verstaan die ter dekking van derivatenposities wordt aangehouden. Hierna wordt gemakshalve gesproken over zekerheden.

9. P. 16 en 17 van COM(2017) 208.

10. Overweging 18, waarin staat: 'Onzeker blijft echter in hoeverre op omnibusrekeningen of individuele aparte rekeningen aangehouden activa beschermd zijn tegen insolventie. Het is derhalve onduidelijk in welke gevallen [CCP's] cliëntenposities met voldoende rechtszekerheid kunnen overdragen wanneer een clearinglid in gebreke blijft, of in welke gevallen [CCP's], met voldoende rechtszekerheid, de opbrengst uit een vereffening rechtstreeks aan klanten kunnen uitbetalen. Om clearing en de toegang ertoe te bevorderen, moeten de regels inzake bescherming tegen insolventie van die activa en posities worden verduidelijkt.'

tend toe strekken om deze procedures te faciliteren door te bepalen dat de desbetreffende posities en zekerheden bij insolventie van de CM juridisch niet tot het vermogen van de CM behoren, opdat zij bij insolventie van de CM met succes kunnen worden overgedragen of de opbrengst uit een vereffening aan cliënten kan worden betaald zonder in conflict te komen met uit nationaal goederen- of faillissementsrecht voortvloeiende beperkingen. De vraag is echter of de nieuw voorgestelde bepaling van art. 39 lid 11 EMIR ook zo gelezen zou kunnen of moeten worden dat daarin door de Europese wetgever – met voorbijgaan aan nationaal goederen- en faillissementsrecht – *ex cathedra* wordt bepaald dat als er is voldaan aan de eis van administratieve segregatie, er tevens over de gehele linie (dus ook buiten insolventie) en permanent sprake is van juridische segregatie, zonder dat daarbij wordt aangegeven wat daarvan de consequenties zijn c.q. wat er verder moet gebeuren om de derivatenbelegger te beschermen in een verzuimsituatie. Dat doet de vraag rijzen hoe het nieuw voorgestelde art. 39 lid 11 EMIR zich verhoudt tot nationale regelingen ter bescherming van derivatenbeleggers zoals de regeling van het derivatenvermogen in onze eigen Wet giraal effectenverkeer (hierna: Wge). Opmerkelijk is ook dat de bepaling zich tevens lijkt uit te strekken tot het faillissement van de CCP, terwijl de overige bepalingen van EMIR vrijwel uitsluitend betrekking hebben op het faillissement van de CM. Het voorstel roept volgens ons dan ook de volgende vragen op:

- Hoe verhoudt de voorgestelde wijziging van EMIR zich tot de regeling omtrent het derivatenvermogen in de Wge?
- Wat betekent het dat derivatenposities en zekerheden niet worden beschouwd als deel van een insolvente boedel van de CM?
- Waarom wordt voorgesteld dat de derivatenposities en zekerheden ook niet worden beschouwd als deel van de insolvente boedel van de CCP?

Deze vragen zullen wij hieronder nader bespreken. Voordat wij daartoe overgaan zullen wij in het kort toelichten wat centrale clearing inhoudt, welke voorschriften EMIR inzake segregatie en portabiliteit bevat en wat de Wge sinds 1 april 2016 hieromtrent regelt.<sup>11</sup> Het artikel wordt afgesloten met een conclusie.

11. Voor een uitgebreidere beschrijving wordt verwezen naar W.A.K. Rank, 'Segregatie en portabiliteit: de Wge als panacee voor MiFID en EMIR', *MvV* 2014, nr. 7/8, p. 214-223. Zie ook A. Schouten, 'De bescherming van derivatenbeleggers tegen het faillissement van hun tussenpersoon: de oplossing is nabij', *FR* 2014, nr. 10, p. 399-406, E. W. Kuijper, 'De vermogensscheiding-regeling voor beleggingsinstellingen als (alternatief) model voor de bescherming van derivatenbeleggers', *MvV* 2014, nr. 7/8, p. 209-213, E.W. Kuijper, 'De Ontwerpregeling ter bescherming van derivatenbeleggers tegen faillissement van de tussenpersoon nader beschouwd', *OeF* 2014, nr. 4, p. 11-23, V. Tweehuisen, 'Bescherming van derivatenbeleggers via een afscheiden vermogen in de Wet giraal effectenverkeer',

## 2. Clearing, segregatie en portabiliteit en de Wge

### 2.1. Clearing

EMIR heeft er onder meer toe geleid dat bepaalde typen OTC-derivatencontracten<sup>12</sup> via CCP's moeten worden geclarend. Clearing door een CCP houdt kort gezegd in dat de wederpartijen bij een OTC-derivatencontract hun wederzijdse tegenpartijkredietrisico vervangen door een tegenpartijkredietrisico op een CCP. Daartoe worden de wederzijdse rechten en verplichtingen van de wederpartijen bij het OTC-derivatencontract vervangen door corresponderende rechten en verplichtingen ten opzichte van de CCP.<sup>13</sup> De CCP plaatst zich dus als het ware 'tussen' de oorspronkelijke wederpartijen.<sup>14</sup>

Alleen kapitaalkrachtige marktpartijen kunnen echter directe toegang krijgen tot een centrale tegenpartij. Om minder kapitaalkrachtige marktpartijen te faciliteren treden er daarom in het clearing-proces vaak ook een of meerdere tussenpersonen

NTBR 2016, nr. 4, p. 123-126. Zie over andere mogelijke wijzen van bescherming van derivatenbeleggers: E.W. Kuijper, Een fail-safe systeem in beleggersland?, Utrecht oktober 2010, m.n p. 83 e.v., M.G.C.M. Peeters & W.A.K. Rank, 'Bescherming van rechten van derivatencliënten bij insolventie van een intermediair', in: S.E. Bartels, A.J. Verdaas & R.J. van der Weijden (red.), 'Effecten en vermogensrecht', *Serie Onderneming en Recht*, deel 63, Deventer: Kluwer 2011, p. 137-176, en A.A. van Angeren & R.K. Bonhof, 'Vermogensscheiding voor derivaten – lastig maar niet onmogelijk', in: 'Gedurfde essays over financieel toezichtrecht, Lustrumbundel 2012', *Vereniging voor Effectenrecht*, Deventer: Kluwer 2012, p. 231-246.

12. I.c. derivatencontracten die niet op een beurs worden verhandeld, maar bilateraal tussen bepaalde wederpartijen (*over-the-counter*) zijn aangegaan. EMIR bepaalt in art. 4 dat OTC-derivatencontracten moeten worden geclarend indien zij, kort gezegd, behoren tot een klasse waarop de clearingverplichting van toepassing is verklaard en zij zijn gesloten tussen twee partijen die kwalificeren als financiële tegenpartij of als niet-financiële tegenpartij wier speculatieve OTC-derivatenposities (tezamen met dergelijke posities van nadere niet-financiële tegenpartijen in de groep) een clearingdrempel overschrijden.
13. Vgl. de definitie van een CCP in art. 2(1) EMIR: 'Een rechtspersoon die zichzelf plaatst tussen de tegenpartijen bij contracten die op een of meer financiële markten worden verhandeld en daarbij de koper wordt voor elke verkoper en de verkoper voor elke koper'.
14. Zie over (derivaten)clearing o.m. S.R. van Leijenhorst & F.W. Wendt, 'Afwikkelondernemingen in financiële instrumenten', in: D. Busch e.a. (red.), 'Onderneming en financieel toezicht', *Serie Onderneming en Recht*, deel 57, Deventer: Kluwer 2010, p. 361-392, L.J. Silverentand & P. Heemskerck, '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, B.J.A. Zebregs, 'Effecten- en derivatenclearing', *Financieel Juridische Reeks*, deel 5, Amsterdam: NIBE-SVV 2013, p. 17-143.

op, de CM's.<sup>15</sup> Dit zijn doorgaans grotere financiële ondernemingen, met name banken. Een CM staat op haar beurt weer tussen de CCP en een oorspronkelijke wederpartij bij het gelearde derivaat.

## 2.2. Segregatie en portabiliteit

Ter bescherming van de derivatenposities van een eindgebruiker (cliënt) en de door deze gestelde zekerheden in het geval van een faillissement of het anderszins in gebreke blijven van de CM, bevat EMIR voorschriften inzake gescheiden rekeningen voor derivatenposities en zekerheden van een cliënt of van meerdere cliënten (individuele respectievelijk omnibus segregatie; art. 39 EMIR) en de mogelijke overdracht door een CCP van de door een in gebreke blijvende CM voor één of meer cliënten gehouden derivatenposities en zekerheden naar een andere CM (portabiliteit; art. 48 EMIR). Deze regels zien overigens uitsluitend op de derivatenposities en zekerheden die door een CM bij de CCP worden aangehouden ten behoeve van cliënten, niet op de derivatenposities en zekerheden die door een cliënt bij de CM worden aangehouden.<sup>16</sup>

Aan het vereiste om derivatenposities en zekerheden in de rekeningen van de CCP gescheiden te houden wordt geacht te zijn voldaan indien (i) de posities en zekerheden zijn vastgelegd in gescheiden rekeningen, (ii) het verrekenen van op ver-

schillende rekeningen vastgelegde posities wordt voorkomen en (iii) de zekerheden die de posities dekken welke in een rekening zijn vastgelegd, niet bloot staan aan verliezen die verband houden met posities welke in een andere rekening zijn vastgelegd (art. 39 lid 9 EMIR). De vraag is of hiermee wordt voorzien in een verplichting tot juridische segregatie – vermogensscheiding – of slechts in een verplichting tot administratieve segregatie. In het geval van juridische segregatie zijn de voor een cliënt gehouden posities en zekerheden afgescheiden van de posities en zekerheden van de CM zelf en van die van andere cliënten. De betreffende posities en zekerheden behoren dan in juridische zin toe aan de cliënt of zijn uitsluitend vatbaar voor verhaal door de cliënt en zijn niet vatbaar voor verhaal door (andere) crediteuren van de CM. In het geval van administratieve segregatie zijn de voor een cliënt gehouden posities en zekerheden alleen operationeel afgescheiden van de posities en zekerheden van de CM zelf en, in het geval van individuele segregatie, van die van andere cliënten van de CM. Art. 39 lid 9 EMIR bepaalt niet meer dan dat posities op verschillende rekeningen niet met elkaar mogen worden gesaldeerd en dat onderpand alleen mag worden aangewend ter dekking van verliezen op de door dit onderpand geseceerde posities. Dit impliceert wat ons betreft dat EMIR op dit moment niet vereist dat de posities en zekerheden die worden aangehouden ten behoeve van cliënten buiten het vermogen van de CM vallen. Naar onze mening vereist EMIR op dit moment dan ook slechts een vorm van administratieve (operationele) segregatie, waarbij het gaat om het kunnen identificeren van derivatenposities en zekerheden van één (individuele segregatie) of meerdere (omnibus segregatie) cliënten van een CM, niet een juridische segregatie.<sup>17</sup> Wij voelen ons daarin gesterkt doordat de Nederlandse wetgever heeft gemeend in de Wge te moeten voorzien in een juridische segregatie (zie paragraaf 2.3) en door de in deze bijdrage besproken voorgestelde wijziging van EMIR (zie paragraaf 3). De segregatie is van belang voor het kunnen realiseren van portabiliteit van de derivatenposities en zekerheden. Dat wil zeggen, de derivatenposities en zekerheden die bij de CCP worden aangehouden moeten in het geval een CM in gebreke blijft door de CCP kunnen worden overgedragen aan een andere CM (een back-up CM). Indien de overdracht van derivatenposities en zekerheden naar de back-up

15. In het geval er meerdere tussenpersonen (CM's) optreden wordt gesproken over indirecte clearing. Voor meer informatie over indirecte clearing zie o.m. R.A. Stegeman & B.J.A. Zebregs, 'Enkele kanttekeningen bij indirecte clearing', *FR* 2014, afl. 5, p. 171 en C.A.R. Oudhuis, 'Indirecte clearing verhelderd', *MvV* 2016, nr. 4, p. 97-104.

16. Art. 39 en 49 EMIR zijn ook niet van toepassing, ingeval van een indirecte clearingregeling (vgl. voetnoot 15), op de derivatenposities en zekerheden die door een cliënt (in feite ook een tussenpersoon) voor een indirecte cliënt bij de CM worden aangehouden of op de derivatenposities en zekerheden die door een indirecte cliënt bij de cliënt worden aangehouden. Art. 4(3) EMIR bepaalt echter wel dat indirecte clearingregelingen niet mogen resulteren in een verhoging van het tegenpartijrisico en ervoor moeten zorgen dat de derivatenposities en zekerheden (van de indirecte cliënt) een vergelijkbare bescherming kennen. De vereisten die gelden voor indirecte clearing, waaronder die met betrekking tot segregatie en portabiliteit, zijn uitgewerkt in de 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 en risico-inperkings technieken voor niet door een CCP gelearde otc-derivatencontracten (hierna: de Gedelegeerde Verordening). Zie met name art. 3-5 van de Gedelegeerde Verordening. Opgemerkt zij dat ESMA op 26 mei 2016 haar definitieve concept technische standaarden over indirecte clearingregelingen heeft gepubliceerd (ESMA/2016/725), waarin een wijziging van de Gedelegeerde Verordening wordt voorgesteld.

17. Zie Rank 2014, p. 217-218. Het zal primair afhangen van het toepasselijke internationaal privaatrecht, met name het recht dat op de CM en de door haar aangehouden derivatenposities en zekerheden van cliënten van toepassing is, of de administratieve segregatie ook van rechtswege resulteert in een juridische segregatie. Overigens is administratieve segregatie niet zelden een voorwaarde voor juridische segregatie. Om juridische segregatie mogelijk te maken zal de financiële onderneming haar administratie immers op een zodanige wijze moeten voeren dat daaruit blijkt welke posities en zekerheden voor welke cliënten worden gehouden.

CM niet binnen de daarvoor in de regels van de CCP bepaalde periode plaatsvindt, mag de CCP overgaan tot vereffening (afwikkeling) van die posities en zekerheden.<sup>18</sup> Omdat het clearingproces in de Europese markt wordt gekenmerkt door *principal-to-principal* verhoudingen, waarbij de cliënt optreedt jegens de CM en de CM jegens de CCP en er (dus) doorgaans geen directe rechtsverhouding tussen de cliënt en de CCP ontstaat, rijst de vraag of en in hoeverre het Nederlandse faillissementsrecht (en dat van andere lidstaten) hiermee verenigbaar is althans door EMIR opzij wordt gezet. Een kernbeginsel van het Nederlandse faillissementsrecht is immers dat een gefailleerde CM zodra haar faillissement is ingetreden niet meer over haar rechten en verplichtingen kan beschikken, laat staan dat een crediteur, zoals een CCP of cliënt, dat zou kunnen.<sup>19</sup> Aangenomen dat een CM posities uit hoofde van OTC-derivatencontracten en bepaalde zekerheden voor haar cliënt(en) bij een CCP aanhoudt, betekent dit in principe dat dergelijke posities en zekerheden althans de opbrengsten in het geval van vereffening in de failliete boedel van de CM vallen (zie echter paragraaf 2.3).

Hoewel ons inziens betoogd kan worden dat het Nederlandse faillissementsrecht de portabiliteitsregeling uit EMIR niet kan (of zou moeten kunnen) doorkruisen<sup>20</sup>, kan niet worden uitgesloten dat een curator van een CM niet aan de overdracht wil meewerken althans dat een Nederlandse rechter de strijdige bepalingen van het Nederlands recht niet buiten toepassing zou laten. Hierdoor kan op z'n minst vertraging ontstaan, hetgeen al een (ongewenste) belemmering voor het realiseren van portabiliteit vormt. Bovendien strekt de regeling zich niet uit tot de posities en zekerheden die een cliënt jegens de CM zou kunnen uitoefenen. Dergelijke posities en zekerheden zouden hoe dan ook in de failliete boedel van de CM vallen, en de cliënt

noch de CCP zou daarover kunnen beschikken voor portabiliteitsdoeleinden.

### 2.3. Wge

Teneinde mogelijke twijfels omtrent de werking van EMIR weg te nemen voorziet de Wge sinds 1 april 2016 in hoofdstuk 3B in een regeling tot bescherming van derivatenbeleggers tegen het faillissement van tussenpersonen.<sup>21</sup> Daarbij is de wetgever niet over één nacht ijs gegaan. Het consultatievoorstel zag namelijk al het licht op 27 juni 2014.

Een kernbeginsel van deze regeling is dat de CM geacht wordt een afgescheiden vermogen aan te houden (het zogenoemde derivatenvermogen) wanneer zij als tussenpersoon<sup>22</sup> voor haar cliënten optreedt, bijvoorbeeld ingeval zij de derivatenposities van haar cliënten overeenkomstig EMIR centraal doet clearen bij een CCP. Uit de definities opgenomen in art. 49f Wge volgt dat het derivatenvermogen bestaat uit de derivatenposities<sup>23</sup> (de corresponderende posities) en zekerheden die een CM ten behoeve van haar cliënten aanhoudt bij een CCP, die overeenkomen met de derivatenposities (de cliëntposities) en de zekerheden die cliënten bij de CM aanhouden.<sup>24</sup> Dit derivatenvermogen dient uitsluitend tot voldoening van vorderingen die voortvloeien uit de cliëntposities en zekerheden.<sup>25</sup> Het is de verantwoordelijkheid van de tussenpersoon (de CM) om in haar administratie vast te leggen welke corresponderende posities behoren tot het derivatenvermogen, en ten aanzien van iedere cliëntpositie welke corresponderende positie daarvoor is

18. Art. 48(5) en (6), laatste volzin, EMIR.

19. Art. 23, 24 en 35 Faillissementswet.

20. EMIR is een Europese verordening die rechtstreekse werking heeft in iedere lidstaat (art. 288 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie) en voorrang heeft boven het nationale recht van een lidstaat (HvJ EG 15 juli 1964, C-6/64, ECLI:EU:C:1964:66). Zie ook overweging 64 EMIR. Daarin staat onder meer: '[d]e in deze verordening neergelegde eisen inzake het gescheiden houden en de overdraagbaarheid van de posities en activa van leden dienen derhalve voorrang te hebben op eventueel tegenstrijdige nationale wetten, regels en bestuursrechtelijke bepalingen die de partijen verhinderen deze eisen na te leven.' Een tegenargument zou kunnen worden ontleend aan art. 48(5)-(6) EMIR, waarin staat dat de CCP zich (ten minste) contractueel dient te verbinden aan de portabiliteitsregeling, op basis waarvan men zich zou kunnen worden afvragen of voorrang boven nationaal faillissementsrecht is beoogd. Vgl. Rank 2014, p. 220. Het in deze bijdrage besproken voorstel tot wijziging van EMIR biedt ondersteuning voor het argument dat de Nederlandse faillissementsrecht de portabiliteitsregeling uit EMIR niet zou moeten kunnen doorkruisen.

21. De Wge is op 1 april 2016 gewijzigd op grond van de Wijzigingswet financiële markten 2016, *Srb.* 2015, 528. Zie over het concept van deze regeling o.m. Rank 2014 en Schouten 2014. Zie over de uiteindelijke regeling o.m. Oudhuis 2016.

22. Volgens art. 49f Wge betreft een tussenpersoon een 'beleggingsonderneming, bank of clearinginstelling als bedoeld in art. 1:1 van de Wet op het financieel toezicht, met zetel in Nederland waaraan het op grond van die wet is toegestaan beleggingsdiensten te verlenen onderscheidenlijk het bedrijf van bank of clearinginstelling uit te oefenen, die voor rekening en risico van haar cliënten corresponderende posities aangaat'.

23. Een derivatenpositie is gedefinieerd in art. 49f(e) Wge als de rechten en verplichtingen die voortvloeien uit een financieel instrument als bedoeld in onderdeel d tot en met j van de definitie van financieel instrument in art. 1:1 Wft, voor zover die rechten en verplichtingen betrekking hebben op de bedingen die de kern van de prestatie aangeven.

24. Het is niet van belang op basis van welke rechtsgrondslag de corresponderende positie door de CM is aangegaan. De rechtsgrondslag kan bijvoorbeeld lastgeving zijn, de novatie van de cliëntpositie of *back-to-back* posities. Zolang de corresponderende positie samenhangt met een cliëntpositie valt de corresponderende positie in het derivatenvermogen. Zie ook *Kamerstukken II 2014/15*, 34198, 3, p. 37-38.

25. Art. 49g(1) Wge.

aangegaan.<sup>26</sup> De Wge bepaalt vervolgens, wanneer zowel de corresponderende positie als de cliëntpositie wordt beëindigd of slechts een van beide, of voor een eventuele restvordering, verhaal kan worden genomen op het derivatenvermogen of dat een (bevoorrechte) vordering op de tussenpersoon resteert.<sup>27</sup>

Tevens regelt de Wge dat in het geval van het faillissement van de CM, de curator zijn medewerking dient te verlenen om portabiliteit mogelijk te maken, zowel ten aanzien van de corresponderende posities en zekerheden van de CM die zij bij de CCP aanhoudt (conform art. 48 EMIR) als de cliëntposities en zekerheden.<sup>28</sup>

### 3. Hoe verhoudt de voorgestelde wijziging van EMIR zich tot de regeling omtrent het derivatenvermogen uit de Wge?

In het voorstel tot wijziging van EMIR van 4 mei 2017 staat als art. 1(11) opgenomen:

*'Aan artikel 39 wordt het volgende lid 11 toegevoegd:*

*'11. Wanneer het in lid 9 bedoelde vereiste is vervuld, worden de in die rekeningen vastgelegde [zekerheden]<sup>29</sup> en posities niet beschouwd als deel van de insolvente boedel van de [CCP] of de [CM].'*

Met andere woorden: als aan de vereisten van (administratieve) segregatie met betrekking tot de derivatenposities en zekerheden die door de CM ten behoeve van cliënten bij de CCP worden aangehouden is voldaan (art. 39 lid 11 EMIR), is er sprake van juridische segregatie van die posities en zekerheden mocht de CM insolvent raken. Deze derivatenposities en zekerheden zouden in dat geval buiten de insolvente boedel vallen.

Vanuit Nederlands perspectief rijst de vraag of dit voorstel tot wijziging van EMIR de regeling van de Wge – welke regeling over de gehele linie in een permanente juridische segregatie van voormelde posities en zekerheden voorziet – overbodig zou maken. Wat ons betreft niet. Het voorstel tot wijziging van EMIR heeft daarvoor (te) weinig om het lijf. Het lijkt slechts het porteren en vereffenen van posities en zekerheden te willen faciliteren door te bepalen dat deze posities en zekerheden bij insolventie van de CM of de CCP niet tot het vermogen van de CM of de CCP behoren. Het laat echter na te bepalen of hier sprake is van een afgescheiden vermogen en wie verhaal zou kunnen nemen op c.q. kan beschikken over deze posities en zekerheden. Bovendien blijft de segregatie en portabiliteitsregeling uit EMIR,

waaronder deze beoogde juridische segregatie, beperkt tot de zekerheden en posities van de CM bij de CCP, terwijl de regeling van de Wge zich ook uitstrekt tot de zekerheden en posities van de cliënt bij de CM.<sup>30</sup> Dat het nieuw voorgestelde art. 39 lid 11 EMIR zo gelezen zou kunnen of moeten worden dat daarin door de Europese wetgever wordt bepaald – met voorbijgaan aan nationaal goederen- en faillissementsrecht – dat als er is voldaan aan de eis van administratieve segregatie, er ook over de gehele linie permanent (dus ook buiten insolventie) sprake is van juridische segregatie, lijkt dan ook niet aannemelijk.

Een vraag die de Nederlandse wetgever zichzelf echter wel zal moeten stellen is in hoeverre de Wge, in het bijzonder de definities van corresponderende positie en derivatenvermogen, zal moeten worden aangepast om niet strijdig te zijn met EMIR althans om niet in strijd te handelen met het 'overschrijfverbod'<sup>31</sup> dat voor Europese verordeningen geldt. Opgemerkt zij bijvoorbeeld dat het voorstel tot wijziging van EMIR niet de nuance lijkt te bevatten die wel in de Wge is opgenomen, namelijk dat wat betreft de derivatenposities slechts de rechten en verplichtingen die de kern van de prestaties aangeven onderdeel uitmaken van het derivatenvermogen.<sup>32</sup> Overwogen zou kunnen worden om de definitie van corresponderende positie en derivatenvermogen (art. 49f(d) respectievelijk (f) Wge) te vervangen door een verwijzing naar het voorgestelde art. 39 lid 11 EMIR. Daarbij zal wel moeten worden overwogen in hoeverre het wenselijk is dat het voldoen aan de administratieve segregatie conform art. 39

30. De Wge-regeling strekt zich – eveneens in afwijking van zowel het huidige EMIR (vgl. voetnoot 16) als de voorgestelde juridische segregatie – ook uit tot andere tussenpersonen ingeval van een indirecte clearingregeling (zie voetnoot 15). De lageregelegen tussenpersoon kwalificeert dan als cliënt ten opzichte van de hogeregelegen tussenpersoon, terwijl zij als tussenpersoon kwalificeert ten opzichte van haar (indirecte) cliënt. 'Steeds geldt dan dat de lageregelegen schakel moet worden aangemerkt als cliënt van de hogeregelegen schakel', aldus de Minister (*Kamerstukken II 2014/15, 34198, 3, p. 37-38.*). Wellicht ten overvloede, dit geldt slechts voor in Nederland gevestigde tussenpersonen (zie de definitie van tussenpersoon in art. 49f(g) Wge).

31. Het is vaste jurisprudentie van het Europees Hof van Justitie (zie o.m. Zie HvJ EG 10 oktober 1973, zaak 34/73, Jur. 1973, p. 981 en HvJ EG 7 februari 1973, zaak 39/72, Jur. 1973, p. 101) dat bepalingen van een verordening niet in nationale wetgeving mogen worden overgenomen.

32. Zie de definitie van derivatenpositie in art. 49f(e). De wetgever zegt hierover: 'Onder de bedingen die de kern van het derivaat vormen moet bijvoorbeeld worden gedacht aan de data waarop betalingen plaatsvinden, de looptijd van het derivaat en het nominale bedrag waar het derivaat betrekking op heeft, of in geval van een bijvoorbeeld een aandelenoptie: het aandeel waarop het derivaat betrekking heeft. Tot de kern van de bedingen behoren echter niet de bepalingen met betrekking tot het stellen van zekerheid.' (*Kamerstukken II 2014/15, 34198, nr. 3, p. 36-37.*)

26. Art. 49g(2) Wge.

27. Art. 49g(3)-(5) Wge.

28. Art. 49h Wge.

29. Zie voetnoot 8.

lid 9 EMIR een vereiste is om juridische segregatie te bewerkstelligen. Hoewel de Wge in combinatie met de Wet op het financieel toezicht (kortweg Wft) ook een deugdelijke administratie van het derivatenvermogen vereist<sup>33</sup>, hetgeen essentieel zal zijn voor de werking van de regeling<sup>34</sup>, lijken de segregatievereisten uit EMIR strenger te zijn.

#### 4. Wat betekent het dat derivatenposities en zekerheden niet worden beschouwd als deel van een insolvente boedel van de CM?

De ratio achter het voornoemde voorstel tot wijziging van EMIR kan ons inziens alleen maar worden onderschreven. Het wegnemen van mogelijke zorgen omtrent de werking van portabiliteit zou immers de toegang tot de clearingmarkt vanuit alle lidstaten ten goede komen. In Nederland kennen we dan wel (zij het pas sinds 1 april 2016) een regeling die beoogt de mogelijkheden tot portabiliteit buiten twijfel te stellen, uit het *Impact Assessment* dat de EC heeft gepubliceerd ten aanzien van het voorstel tot wijziging van EMIR blijkt dat slechts een paar andere lidstaten dergelijke regelingen hebben geïntroduceerd om de mogelijke beperkingen in het nationale faillissementsrecht weg te nemen.<sup>35</sup>

De vraag is echter of de EC niet teveel onbepaald laat en daarmee de harmoniserende strekking van de wijziging juist in gevaar brengt. Zo is het voornog onder meer onduidelijk:

1. wanneer er sprake is van insolventie van de CM en welke procedures of maatregelen daaronder worden begrepen;
2. wie verhaal kan nemen c.q. kan beschikken over hetgeen niet wordt beschouwd als deel van de insolvente boedel van de CM en wanneer daaraan gevolg kan worden gegeven;
3. of, mocht portabiliteit niet slagen, onder de desbetreffende derivatenposities en zekerheden ook de opbrengsten van de vereffening daarvan moeten worden begrepen<sup>36</sup>; en
4. of ten aanzien van de desbetreffende derivatenposities en zekerheden ook wordt beoogd bepaalde beperkingen van nationaal faillissementsrecht buiten werking te stellen.<sup>37</sup>

33. Art. 49g(2) Wge juncto art. 3:33c Wft (voor banken en clearinginstellingen) of art. 4:87a Wft (voor beleggingsondernemingen).

34. Zie ook *Kamerstukken II 2014/15, 34198, 3, p. 6.*

35. SWD(2017) 148, p. 72-73.

36. Uit overweging 18 bij het voorstel tot wijziging van EMIR van 4 mei 2017 lijkt te volgen dat beoogd wordt dat de opbrengsten van de vereffening rechtstreeks aan de cliënt zouden kunnen worden uitbetaald.

37. Men denke in Nederland aan het reeds genoemde fixatiebeginsel uit art. 23, 24 en 35 Faillissementswet, maar ook aan de ontbinding van rechtswege voor termijncontracten met betrekking tot beursverhandelde waarden uit art. 38 Faillissementswet en de mogelijke afkoelingsperiode uit art. 63a Faillissementswet. Zie ook Schouten 2014, p. 401-402.

Het risico bestaat dat lidstaten deze vragen op verschillende wijze gaan beantwoorden, hetgeen er alsnog toe kan leiden dat een cliënt bij gelijke omstandigheden in het geval van een deconfiture van een CM met zetel in een bepaalde lidstaat anders zou worden behandeld dan in het geval van een deconfiture van een CM met zetel in een andere lidstaat. Dit lijkt ons niet wenselijk.

Daarnaast is opmerkelijk dat het voorgestelde art. 39(11) EMIR spreekt over de *insolvente* boedel van een CM, terwijl de portabiliteitsregeling van EMIR reeds in werking zou moeten worden gesteld in het geval waarin een CM in gebreke blijft. Hoewel wij ons realiseren dat de onderhavige problematiek zich met name zal manifesteren in het geval van faillissement van een CM, is niet uitgesloten dat er sprake kan zijn van een dergelijke *default* buiten faillissement.<sup>38</sup> Naar de letter lijkt het er echter op dat de juridische segregatie pas uit hoofde van EMIR van kracht wordt op het moment van insolventie. Het ligt ons inziens meer voor de hand aan te sluiten bij de bewoordingen (en daarmee reikwijdte) van de portabiliteitsregeling<sup>39</sup> althans te opteren voor een bepaling die voorziet in een permanent afgescheiden vermogen vergelijkbaar met de Wge.

#### 5. Waarom wordt voorgesteld dat de derivatenposities en zekerheden ook niet worden beschouwd als deel van de insolvente boedel van de CCP?

In paragraaf 2.1 beschreven wij al summier het proces van centrale clearing: de wederzijdse rechten en verplichtingen van de wederpartijen bij een OTC-derivatencontract worden vervangen door corresponderende rechten en verplichtingen ten opzichte van de CCP. Om besmettingsrisico's in het geval van wanbetaling van schuldenaren van de CCP te beperken, hanteert een CCP voor potentiële CM's strikte deelnamevereisten (art. 37 EMIR), int zij zekerheden van toegelaten CM's (art. 41 EMIR) en houdt zij een door CM's voorgefinancierd wanbetalingsfonds in stand (art. 42 EMIR). Mede deze aspecten hebben tot gevolg dat slechts bepaalde partijen als CM direct toegang hebben tot een CCP en in hoedanigheid van tussenpersoon kunnen optreden voor een of beide oorspronkelijke wederpartijen bij een OTC derivatencontract.

Vergelijkbaar met de bescherming die beleggingsondernemingen conform MiFID moeten bieden

38. EMIR specificeert niet in welke gevallen er sprake is van het in gebreke blijven van een CM. Uit art. 42(1) EMIR kan worden afgeleid dat daarvan in ieder geval sprake is op het moment dat er een insolventieprocedure wordt geopend. Daarnaast lijkt art. 48(1) te suggereren dat voor het overige moet worden aangesloten bij het niet tijdig voldoen aan de deelnamevereisten van de CCP, veelal weergegeven in het *Rulebook* van de CCP. In het *Rulebook* kunnen ook andere gebeurtenissen (zogenoemde *events of default*) zijn opgenomen die tot inzet van de portabiliteitsregeling kunnen leiden.

39. Vgl. voetnoot 38.

ten aanzien van de rechten van cliënten voor wie zij financiële instrumenten aanhouden<sup>40</sup>, waarbij zij doorgaans net als een CM als tussenpersoon acteren, vereist ook EMIR dat een hoog niveau van bescherming wordt verleend aan de cliënten van CM's.<sup>41</sup> Hoewel de CCP ook als een tussenpersoon zou kunnen worden beschouwd, gaat de vereiste bescherming vanuit EMIR slechts uit van het in gebreke blijven van een CM, en dienen CM's hun derivatenposities en zekerheden van die van hun cliënten gescheiden houden (segregatie) om zodoende CCP's in staat te stellen deze posities en zekerheden over te kunnen boeken indien CM's in gebreke blijven (portabiliteit). EMIR vereist geen vergelijkbare segregatie van een CCP met betrekking tot haar eigen activa en die van haar CM, en voorziet niet in enige procedure – laat staan een portabiliteitsregeling – ten gunste van een CM en haar cliënten in het geval van het in gebreke blijven van een CCP. Opmerkelijk is dan ook dat het voorgestelde lid 11 van art. 39 EMIR niet alleen bepaalt dat de conform EMIR gescheiden posities en zekerheden niet worden beschouwd als deel van de insolvente boedel van de CM, maar dat hetzelfde geldt voor de insolvente boedel van de CCP. Deze summiere bepaling roept niet alleen dezelfde vragen op als met betrekking tot de CM (zie paragraaf 4), maar ook de voor de hand liggende vraag wat de EC hiermee wil bereiken. Het voorstel tot wijziging van EMIR noch de relevante documentatie gepubliceerd in het kader van de toetsing van EMIR (zie paragraaf 1 en voetnoot 5) biedt op dit punt enige toelichting.<sup>42</sup>

## 6. Afsluitende opmerkingen

Met het voorgestelde art. 39 lid 11 EMIR beoogt de EC kennelijk te verduidelijken dat derivatenposities en zekerheden die door een CM voor haar cliënten in rekeningen bij een CCP worden aangehouden bij insolventie van de CM of de CCP geen deel uitmaken van de insolvente boedel van de CM of de CCP. Dit zou moeten waarborgen dat het nationale goederen- en faillissementsrecht van een lidstaat geen belemmering vormt voor het porteren van die posities en zekerheden in het geval een CM in

gebreke blijft. Ofschoon de tekst enigszins ambigue is, strekt het voorstel er niet toe te voorzien in een permanente juridisch segregatie van door een CM voor cliënten bij een CCP aangehouden posities en zekerheden die nationale regelingen op dit punt overbodig zou moeten maken.

Hoewel de ratio achter het voorstel ons aanspreekt, roept het voorstel in de huidige vorm vooral veel vragen op. Daar zitten dermate evidente vragen tussen, dat wij vermoeden dat de EC hierover bewust niets heeft geregeld en het eigenlijk aan de lidstaten wil overlaten. Mocht dat inderdaad zo zijn, ligt het dan niet meer voor de hand om het voorstel – vergelijkbaar met een richtlijn – om te vormen tot een instructie aan de lidstaten om ervoor te zorgen dat portabiliteit op grond van EMIR mogelijk zal zijn en niet door enig nationaal recht wordt verhinderd?

Als dat om enige reden geen mogelijkheid is, hopen wij op z'n minst dat de vragen die in deze bijdrage zijn opgeworpen door de Europese wetgever zullen worden geadresseerd. Met de ervaringen die de Nederlandse wetgever heeft opgedaan in het creëren van voornoemde Wge-regeling, denken wij dat hierin voor hem een belangrijke taak is weggelegd. De Nederlandse wetgever zal zich echter (ook) moeten afvragen in hoeverre de regeling van de Wge inzake het derivatenvermogen nog ongewijzigd kan blijven zodra het voorstel op Europees niveau definitief is.

---

40. Art. 13 lid 7 van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten (kortweg MiFID). Vgl. art. 13 lid 8 van Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten (kortweg MiFID II).

41. Vgl. overweging 64 van EMIR.

42. Er lijkt geen link te zijn met het op 28 november 2016 door de EC gepubliceerde voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende een kader voor het herstel en de afwikkeling van centrale tegenpartijen. Kenmerkend aan dat voorstel is namelijk dat de herstel- en afwikkelingsmaatregelen bedoeld zijn om in te zetten ingeval een CCP zich in financiële moeilijkheden bevindt, maar voordat er sprake is van insolventie van die CCP.