



31 maart 2020

## **COVID-19 EN UW DERIVATENPOSITIES**

Pensioenfondsen hebben hun renterisico en valutarisico veelal afgedekt. Hiervoor gebruiken zij onder andere derivateninstrumenten. Echter, met het afsluiten van derivatentransacties gaan ook andersoortige risico's gepaard, zoals tegenpartijkredietrisico's, liquiditeitsrisico's, en bijbehorende juridische risico's.

### **ISDA Documentatie en wederzijdse (betalings-)verplichtingen**

Alvorens een pensioenfonds transacties in derivaten kan verrichten, dient een scala aan juridisch zeer complexe derivatendocumentatie overeengekomen te worden met veelal internationale tegenpartijen voor het vastleggen van de wederzijdse betalingsverplichtingen en bijbehorende zekerheden ter afdekking van toekomstige betalingsverplichtingen, vaak in de vorm van een zogenaamde ISDA Master Agreement en bijbehorende ISDA Schedule en Credit Support Annex.

Deze ISDA documentatie regelt onder andere wat de positie van het pensioenfonds is indien de tegenpartij van het pensioenfonds in betalingsmoeilijkheden komt of de kredietwaardigheid van zijn tegenpartij daalt. Omgekeerd zijn er aan de zijde van het pensioenfonds ook vaak verplichtingen opgenomen die tot voortijdig afwikkeling van transacties kan leiden. Zo zijn er vaak aanvullende beëindigingsbepalingen zogenaamde *termination triggers* opgenomen ten aanzien van een overeengekomen waardedaling van het vermogen van het pensioenfonds en soms zelfs bij het verzuim van verplichtingen door diens (fiduciair) manager. Dit kan ertoe leiden dat alle transacties van een pensioenfonds met een tegenpartij voortijdig afgewikkeld zullen worden met alle economische gevolgen van dien. Daarnaast worden er vaak zogenaamde *cross default* bepalingen opgenomen, waardoor niet alleen de transacties onder de

derivatendocumentatie met de betreffende tegenpartij afgewikkeld kunnen worden, maar bijvoorbeeld ook alle andere contracten met dezelfde tegenpartij, bijvoorbeeld transacties uit effectenleningen. Helaas worden dergelijke bepalingen maar al te vaak over het hoofd gezien. Ook kan de COVID-19 pandemie ertoe leiden dat partijen een beroep doen op een zogenaamde overmacht bepaling, zoals een *force majeure* clause of *market disruption* clause (onder meer afhankelijk van welk type ISDA Master Agreement (1992/2002) de contractsrelatie beheerst). Een tegenpartij van een pensioenfonds zal hier bijvoorbeeld een beroep op kunnen doen indien deze tegenpartij voorziet dat zij niet aan haar verplichtingen jegens het pensioenfonds kan voldoen en als gevolg daarvan haar betalingsverplichtingen jegens het pensioenfonds wil opschorten, hetgeen voor het pensioenfonds een additioneel risico inhoudt. Of een beroep op *force majeure* terecht is, zal afhankelijk zijn van diverse factoren, zoals de vraag welke quarantaine maatregelen getroffen zijn in de betreffende jurisdictie van de partij die een beroep doet op een dergelijke *force majeure* bepaling. Ook kan er op een gegeven moment een situatie ontstaan dat een tegenpartij van het pensioenfonds in default raakt ten aanzien van een andere marktpartij dan het pensioenfonds doordat er bijvoorbeeld andere of lagere drempels ten aanzien van de kredietwaardigheid van de tegenpartij met die marktpartij in hun ISDA overeenkomsten zijn overeengekomen. Dit kan er toe leiden dat indien een ISDA tegenpartij jegens andere marktpartijen in betalingsmoeilijkheden komt er een domino effect ontstaat, waardoor de betreffende ISDA tegenpartij ook niet meer aan haar verplichtingen jegens het pensioenfonds kan voldoen.

Daarnaast kan COVID-19 ertoe leiden dat bij centraal geclearde (OTC) derivaten central clearing partijen, CCP's, eisen dat het pensioenfonds aanzienlijk meer onderpand zal moeten storten aan de betreffende CCP. In de betreffende documentatie is hiertoe vaak een eenzijdige bevoegdheid aan de CCP toegekend om de hoogte van het onderpand te verhogen. Dit onderpand zal dan veelal in cash dienen te worden gestort, hetgeen voor pensioenfondsen tot additionele praktische problemen kan leiden.

De rechten en verplichtingen op grond van een ISDA Master Agreement of soortgelijke documentatie is voor pensioenfondsen vaak lastig te doorgronden materie. Veelal wordt het pensioenfonds daarbij ondersteund door een door het pensioenfonds ingeschakelde (fiduciair) manager die de met derivaten gepaard gaande economische en operationele risico's namens hen beheerst. Een manager is vaak goed in staat het pensioenfonds hierbij operationeel te ondersteunen. Echter, in de praktijk zien wij dat er soms onnodige juridische risico's op tegenpartijen worden gelopen door pensioenfondsen. De oorzaak is veelal terug te voeren op het feit dat managers voor hun diverse soorten klanten of eigen beleggingsproducten vaak generieke paraplu derivatendocumentatie hanteren, waarbij klant specifieke uitgangspunten en de eigen visie van het pensioenfonds niet of in onvoldoende mate zijn meegenomen. Daarbij wordt ook maar al te vaak standaard derivatendocumentatie van tegenpartijen als startpunt gebruikt voor het summier uitonderhandelen van deze complexe juridische documentatie.

In turbulente tijden waarin enorme schokken op de wereldmarkt zijn te verwachten, waarbij plotselinge sterk wisselende waarden in het vermogen van het pensioenfonds kunnen optreden of de krediet situatie van een tegenpartij plotseling verslechtert, kan het

pensioenfondsen zich geconfronteerd zien met enorme financiële risico's waar men bij het afsluiten van de juridische documentatie geen weet van had of onvoldoende acht op heeft geslagen.

### **Praktische aanbevelingen**

Vanwege de impact van COVID-19 doen pensioenfondsen er verstandig aan na te gaan of er adequate beheersmaatregelen zijn getroffen. Zo zou het pensioenfonds onder andere zijn tegenpartijen nauwlettend moeten monitoren en zorgen dat er tijdig voldoende (additioneel) onderpand wordt ontvangen van de tegenpartij dan wel door het pensioenfonds wordt afgedragen. Daarnaast doet een pensioenfonds er verstandig aan zijn juridische positie met betrekking tot de volledige set van de documentatie (hieronder mede begrepen ISDA Schedules, Annexen en zogenaamde Confirmations) in kaart te brengen en te controleren of de documentatie in overeenstemming is met de eigen visie en de eigen risicobereidheid, welke veelal is vastgelegd in het risicobeleid van het pensioenfonds. Na het in kaart brengen van de juridische risico's zal het pensioenfonds beter in staat zijn zelf tijdig mitigerende maatregelen te treffen dan wel te beoordelen of de door de (fiduciair) manager voorgestelde mitigerende maatregelen voor het pensioenfonds afdoende zijn. Mitigerende maatregelen zijn bijvoorbeeld het bijsturen van bepaalde derivaten posities met tegenpartijen, posities af te bouwen of posities over te sluiten met een andere tegenpartij. Daarnaast is het aan te bevelen dat het pensioenfonds zelf nagaat of het fonds adequaat voorbereid is om de juiste acties te ondernemen bij eventuele *events of default of termination events*.

Voor vragen over hoe COVID-19 uw juridische positie kan beïnvloeden, kunt u contact met ons opnemen.

#### **Marc Keijzer**

Tel: +31 (0)6 519 616 29

[marc.keijzer@kencie.nl](mailto:marc.keijzer@kencie.nl)

#### **Nicole Batist**

Tel: +31 (0)6 300 301 39

[nicole.batist@kencie.nl](mailto:nicole.batist@kencie.nl)