

# IBOR reform

DOOR JOLANDA DE GROOT

Met het verdwijnen van de belangrijke rentebenchmarks LIBOR en EURIBOR, staat de financiële sector aan de vooravond van een ingrijpende transitie. Richard Kragtwijk, Senior Portfolio Manager, en Erik-Jan van Dijk, Head of Treasury & Derivatives van Achmea Investment Management, beantwoorden een aantal relevante vragen over dit onderwerp.

## **Wat is de aanleiding voor de aanstaande transitie van bestaande benchmarks naar nieuwe benchmarks?**

'Na de schandalen rondom manipulatie van LIBOR en EURIBOR (samen IBOR) is in 2014 een hervormingsproces van start gegaan. De governance rondom het dagelijkse fixing-proces is sindsdien flink verbeterd, maar de rentes worden nog steeds gebaseerd op expert-opinies. Dit brengt compliance risico's met zich mee, wat onwenselijk is voor zowel de banken die onderdeel zijn van het panel als voor hun toezichthouders. Een laatste nog te nemen stap in het hervormingsproces is daarom het baseren van de rentes op daadwerkelijk waargenomen transacties, als dat mogelijk is.

Vanwege een overschot aan liquiditeit en veranderingen in regelgeving voor banken vinden er momenteel echter weinig transacties plaats in IBOR. Een aanpassing naar een volledig op transacties gebaseerde benchmark is hierdoor niet eenvoudig. Om die reden wordt naast het verbeteren van de bestaande benchmark tegelijkertijd ook gewerkt aan geheel nieuwe benchmarks die wel volledig gebaseerd zijn op

transacties. De meest waarschijnlijke alternatieven zullen een overnight-rente betreffen, dus met een veel kortere looptijd dan de meest gebruikte 3- en 6-maands IBOR.

Zo zal EONIA, de huidige benchmark voor de 1-daags rente, vervangen worden door ESTER (European Short Term Rate). Deze nieuwe benchmark wordt volledig op transacties gebaseerd en zal uiterlijk in oktober 2019 officieel dagelijks worden gepubliceerd.

EURIBOR wordt in eerste instantie niet vervangen, maar hervormd. De nieuwe 'hybride' EURIBOR zal meer op transacties gebaseerd zijn en naar verwachting in het vierde kwartaal van 2019 live gaan. Naar onze verwachting heeft over circa vijf jaar ook de hervormde EURIBOR geen bestaansrecht meer en zal die vervangen worden door ESTER.'

## **Wanneer treedt de aanstaande transitie in werking?**

'Oorspronkelijk zouden de huidige benchmarks niet meer gebruikt mogen worden vanaf 1 januari 2020. De Europese werkgroep die zich bezighoudt met de transitie naar de nieuwe benchmarks heeft echter voorgesteld om de transitieperiode met twee jaar te verlengen. Dit vanwege de juridische en operationele complexiteit van de transitie naar nieuwe benchmarks.

Een verlengde transitieperiode geeft marktpartijen onder meer de gelegenheid om een liquide derivatenmarkt op basis van ESTER te creëren. Dit is een noodzakelijke voorwaarde om een termijnstructuur te kunnen bepalen op basis van ESTER, die nodig is als fallback als de (hybride) EURIBOR niet meer beschikbaar zou zijn.

**EONIA, de huidige benchmark voor de 1-daags rente, zal vervangen worden door ESTER (European Short Term Rate).**



ERIK-JAN VAN DIJK EN RICHARD KRAGTWIJK

Europese regelgevers zijn reeds akkoord met de verlengde transitieperiode, maar er moet nog wel formeel over besloten worden.'

### **Wat zijn de gevolgen voor pensioenfondsen en andere institutionele beleggers van de overgang naar nieuwe benchmarks?**

'De gevolgen voor pensioenfondsen en andere institutionele beleggers zijn mogelijk erg groot. De overgang naar andere benchmarks kan leiden tot een wijziging in de waardering van een aantal balansposten. Daarnaast zullen systemen en modellen moeten worden aangepast om beleggingen en verplichtingen te kunnen blijven waarderen en monitoren.

Er zijn drie posten op de balans van pensioenfondsen en verzekeraars waarvan de waarde (mede) afhankelijk is van EURIBOR.

Ten eerste renteswaps. Het gaat hier vooral om receiver swaps versus 6-maands EURIBOR. Deze renteswaps hebben overigens ook gevoeligheid voor EONIA, vanwege de vergoeding op onderpand en de impact die het daardoor heeft op de waardering.

Ten tweede verplichtingen. Deze worden verdisconteerd tegen een UFR-swapcurve die is gebaseerd op 6-maands EURIBOR. De verplichtingen zijn niet gevoelig voor veranderingen in EONIA.

Ten derde assets met een variabele rente. Dan kun je denken aan asset backed securities, floating rate notes, hypotheek of geldmarktinstrumenten, met een coupon gebaseerd op EURIBOR plus een credit spread.

De EURIBOR-rentes bevatten een credit spread-component omdat ze een aantal maanden unsecured bankrisico reflecteren. ESTER is daarentegen vrijwel risicovrij omdat het hier een overnight-rente betreft. Er zit hierdoor een verschil tussen ESTER en EURIBOR. Dit renteverskil wordt de 'basis' genoemd.

Zoals bij alle verhandelbare financiële instrumenten is deze basis niet constant door de tijd heen. Als deze posten tegen een ongunstige basis worden omgezet naar een andere benchmark, zal de waarde in negatieve zin veranderen.

De basis die wordt gebruikt voor het omzetten van renteswaps hoeft niet hetzelfde te zijn als de basis die wordt gebruikt om UFR-curves aan te passen. Dat komt enerzijds doordat de omzetting op een ander moment (en dus tegen

## **De gevolgen voor pensioenfondsen en andere institutionele beleggers van de overgang naar nieuwe benchmarks zijn mogelijk erg groot.**

andere marktomstandigheden) kan plaatsvinden en anderzijds doordat de methode van omzetting kan verschillen. Het is nog onduidelijk hoe DNB en EIOPA van plan zijn om de UFR-curves aan te passen. Daarnaast is nog onbekend of het tijdstip van invoering van de nieuwe UFR gelijkgetrokken zal worden met de inwerkingtreding van de fallback voor bestaande derivatencontracten.'

### **Hoe kunnen pensioenfondsen en andere institutionele beleggers zich voorbereiden op deze veranderingen?**

'Alle partijen die geraakt (gaan) worden door deze transitie kunnen zich nu al voorbereiden door een impactstudie te maken met de volgende onderdelen:

- Ga concreet na welke beleggingen en contracten een link hebben met EURIBOR, EONIA of een van de risicovrije rentes in andere valuta.
- Stel je op de hoogte van de voorgestelde fallback-methodes en hun reikwijdte. Voor geclearde derivaten bepaalt het clearing house welke fallback gebruikt wordt, maar voor bilaterale derivaten kan dat per tegenpartij afgestemd worden. Voor hypotheek en asset backed securities kunnen weer andere methodes gebruikt worden. Wij doen actief mee aan consultaties over welke methode tot de laagste risico's en dus de kleinste kans op waarde-overdrachten leidt. Op deze manier proberen we de belangen van onze klanten zo goed mogelijk te behartigen.
- Bespreek de waarderingcurve met de toezichthouder en benadruk het belang van een overgang die een zo klein mogelijke impact heeft op de dekkingsgraad of Solvency II-ratio.
- Maak een inventarisatie van administratie- en waarderingssystemen die een afhankelijkheid hebben van deze benchmarks en bespreek met de leverancier welke acties nodig zijn. Indien duidelijk is wat de mogelijke impact is van de nieuwe benchmarks, kan bepaald worden of het zinvol is om in een vroegtijdig stadium over te gaan naar ESTER-renteswaps en daarmee het basisrisico ten opzichte van de verplichtingen te accepteren, of dat het verstandiger is om te wachten totdat een eventuele fallback getriggerd wordt.

Aangezien er waarschijnlijk al per eind 2019 op ESTER gebaseerde financiële instrumenten verhandeld kunnen gaan worden, raden we aan om de voorbereidingen nu al te starten.' «

## **EURIBOR wordt in eerste instantie niet vervangen, maar hervormd.**