

ZIJN UW OTC-DERIVATEN GEREED VOOR DE BENCHMARKTRANSITIE?

Door Rezah Stegeman, Aron Berket en Koen van Leeuwen

Hoewel EONIA pas vanaf 3 januari 2022 geheel wordt vervangen door €STR, worden marktpartijen zoals pensioenfondsen en vermogensbeheerders door recente stappen van clearinghuizen min of meer gedwongen om al eerder tot een transitie over te gaan voor hun derivatenportefeuilles.

EONIA NAAR €STR

Om de nauwkeurigheid en betrouwbaarheid te waarborgen van indices die worden gebruikt als benchmark (zoals EURIBOR en EONIA)¹, geldt sinds 1 januari 2018 de Benchmarkverordening. Onderdeel van deze Europese wetgeving zijn bepaalde eisen waaraan benchmarks moeten voldoen. Aangezien EONIA niet voldoet aan deze eisen, zal deze vanaf 3 januari 2022 ophouden te bestaan en feitelijk worden vervangen door de nieuwe benchmark €STR².

Met de publicatie van €STR op 2 oktober 2019 was de transitie van EONIA naar €STR reeds in gang gezet. Sinds deze datum geldt dat de waardes van EONIA en €STR aan elkaar gekoppeld zijn, doordat de waarde van EONIA wordt berekend door een opslag van 8,5 basispunten (0.085%) op te tellen bij €STR. Overigens werkt deze gewijzigde berekening van EONIA al door in bestaande contracten.

Een gebeurtenis die de transitie van EONIA naar €STR in een stroomversnelling heeft gebracht, is de transitie op 27 juli 2020 van diverse clearing-

huizen, waaronder LCH en Eurex, naar €STR als verdisconteringsvoet (discounting rate) voor het bepalen van de waarde van geclearde derivaten en voor de hoogte van de Price Alignment Interest, de rentevergoeding die voor verstrekte variation margin wordt betaald.³

GEVOLGEN VOOR NIET-GECELEARDE DERIVATEN

De voortvarende transitie door clearinghuizen naar €STR heeft onder andere tot gevolg dat er een verschil is ontstaan tussen de waarderingmethoden van geclearde en niet-geclearde OTC-derivaten, waardoor een mismatch zou kunnen ontstaan. Voor de waardering van deze twee typen OTC-derivaten worden immers mogelijk verschillende discounting rates gebruikt. Een mismatch zou zich ook kunnen voordoen tussen de benchmarks in OTC-derivaten en die in de contracten (bijvoorbeeld obligaties) die daarmee gehedged worden, als gevolg waarvan het risicomanagement van een marktpartij niet langer optimaal is. Om deze reden is het voor marktpartijen zaak om ook ten aanzien van hun niet-geclearde OTC-derivaten over te stappen naar €STR.

Het onderpand voor OTC-derivaten kan doorgaans in euro's worden verstrekt, waarvoor een rentevergoeding gelijk aan EONIA wordt betaald. Het aanpassen van deze betalingsverplichting in een



Koen van Leeuwen, Aron Berket en Rezah Stegeman

zekerheidsdocument naar €STR is echter géén afvink-exercitie, want hiermee wordt ook de toepasselijke discounting rate van het betreffende OTC-derivaat €STR. Bovendien moeten marktpartijen overeenstemming bereiken over (i) de wijze waarop deze aanpassing plaats zal vinden, (ii) wanneer deze aanpassing plaats zal vinden en (iii) eventuele compensatie voor de waardeverandering van de betreffende OTC-derivaten als gevolg van de gewijzigde discounting rate.

CONTRACTUELE HULPMIDDELEN

De International Swaps and Derivatives Association (ISDA) heeft verschillende hulpmiddelen ontwikkeld om marktpartijen te ondersteunen in de benchmarktransitie.

Modelovereenkomsten

Zo heeft ISDA verschillende modelovereenkomsten gepubliceerd die marktpartijen kunnen gebruiken om verwijzingen in bepaalde marktstandaard derivatencontracten van ISDA naar bijvoorbeeld EONIA te vervangen door €STR. Deze zijn onder andere relevant voor partijen die voor hun niet-geclearde OTC-derivaten wensen over te stappen naar €STR.

Deze modelovereenkomsten bestaan onder meer uit de EONIA Amendment Agreement en de €STR Amendment Agreement. Aan de hand van deze modelovereenkomsten kunnen verwijzingen naar euro benchmarks worden vervangen door verwijzingen naar €STR (Collateral Rate) in zekerheidsdocumentatie en in derivatencontracten (zoals de ISDA Master Agreement en 'confirmations'). Verder zijn de volgende aspecten van deze overeenkomsten wetenswaardig:

- **Collateral Agreement Interest Rate Definitions.** Door het gebruik van de modelovereenkomsten passen partijen de Collateral Agreement Interest Rate Definitions toe. Dit heeft tot gevolg dat gestandaardiseerde definities van benchmarks worden geïncorporeerd, inclusief

€STR (Collateral Rate). Hiermee wordt meteen ook een achtervang (fallback) opgenomen voor het geval dat €STR ophoudt te bestaan.

- **Aanpassen reikwijdte.** In beginsel zijn de modelovereenkomsten van toepassing op alle zekerheidsdocumentatie van ISDA, waaronder de 2016 VM CSA. Partijen kunnen echter kiezen om bepaalde zekerheidsdocumentatie niet onder de reikwijdte van de overeenkomst te laten vallen, of juist de reikwijdte te vergroten.
- **Effectieve datum.** Partijen kunnen verschillende data selecteren voor enerzijds de inwerkingtreding van de overeenkomst en anderzijds de vervanging van de relevante benchmark door €STR (Collateral Rate).
- **Compensatie.** De modelovereenkomsten bieden de mogelijkheid om afspraken te maken over de hiervoor besproken compensatie voor de transitie. De modelovereenkomsten voorzien echter niet in een methodologie om het te betalen bedrag te berekenen. Deze moeten partijen zelf bepalen.

Protocollen

De hierboven besproken modelovereenkomsten moeten niet worden verward met andere initiatieven van ISDA, zoals het ISDA 2018 Benchmarks Supplement Protocol en het ISDA IBOR Fallback Supplement Protocol. Met de eerstgenoemde kunnen marktpartijen voor bepaalde benchmarks algemene 'fallback wording' in bestaande en nieuwe contracten toepassen, voor het geval dat een benchmark ophoudt te bestaan. Ten aanzien van IBOR's⁴ worden deze fallbacks geconcretiseerd in het binnenkort te publiceren ISDA IBOR Fallback Supplement Protocol.

Ten tijde van het schrijven van dit artikel is de verwachting dat ISDA nog in september van dit jaar tot de publicatie hiervan over zal gaan.

Doordat ISDA hiervoor eerst het oordeel van bepaalde mededingingsautoriteiten afwacht, is het niet ondenkbaar dat dit iets later in het jaar wordt. Wij merken hierbij op dat, omdat EONIA geen IBOR is, deze niet wordt afgedekt in dit laatste ISDA-protocol.

AFSLUITENDE OPMERKINGEN

De afgelopen jaren zijn marktpartijen overladen met informatie over de Benchmarkverordening en de hieruit voortvloeiende verplichtingen. Nu de belangrijkste clearinghuizen zijn overgestapt naar €STR en ISDA modelovereenkomsten heeft gepubliceerd om de overstap door marktpartijen voor niet-geclearde derivaten te faciliteren, is het zaak om daadwerkelijk in actie te komen.

Dit betekent in ieder geval dat marktpartijen de keuze moeten maken op welke wijze zij de overgang van EONIA naar €STR wensen te effectueren. Hiervoor lijken twee mogelijkheden beschikbaar: (i) naar €STR flat mét compensatie of (ii) naar €STR met een opslag van 8,5 basispunten. Daarnaast moeten marktpartijen bedenken wanneer ze de transitie willen maken.

Als deze strategische keuzes zijn gemaakt, moet dit aan de hand van de modelovereenkomsten worden onderhandeld en contractueel worden vastgelegd. Inmiddels is een aantal grote marktpartijen al aan de onderhandelingen begonnen. Voor marktpartijen die nog niet zo ver zijn, is er dan ook werk aan de winkel! «

- 1 Euro Inter Bank Offered Rate en Euro OverNight Index Average.
- 2 De euro-short term rate, spreek uit 'euro-STR'.
- 3 Het is de verwachting dat de transitie door clearinghuizen van USD benchmarks naar de Secured Overnight Financing Rate (SOFR) als discounting rate zal plaatsvinden op 16 oktober 2020.
- 4 Inter Bank Offered Rates, een verzamelnaam voor onder meer EURIBOR en LIBOR.

Dit artikel is geschreven door Rezah Stegeman, Aron Berket en Koen van Leeuwen, Advocaten bij Simmons & Simmons.