

469. Krediet-gerelateerde renteswaps en de transitie van IBORs naar RFRs

ROBERT W.K. STEEG

Deze bijdrage gaat over de transitie van *Interbank Offered Rates* (IBORs) naar zogenaamde *Risk Free Rates* (RFRs) in het kader van geldleningen met een variabele rente waarvan het renterisico geheel of gedeeltelijk is afgedekt door middel van één of meer *interest rate swaps*. De auteur bespreekt waarom voorstellen voor terugvalbepalingen in de modelovereenkomsten van de Loan Market Association (LMA) en de standaarddocumentatie van de International Swaps and Derivatives Association (ISDA) mogelijk niet naadloos op elkaar zullen aansluiten en hoe dat kan leiden tot *mismatches* tussen de toepasselijke rentetarieven. De auteur doet een aantal suggesties voor mogelijke oplossingen.

1. Inleiding

Dit artikel gaat over de transitie van LIBOR, EURIBOR en andere *Interbank Offered Rates* (hierna: 'IBORs') naar zogenaamde *Risk Free Rates* (hierna: 'RFRs') in het kader van geldleningen met een variabele rente waarvan het renterisico geheel of gedeeltelijk is afgedekt door middel van één of meer *interest rate swaps* (hierna: 'krediet-gerelateerde renteswaps').¹ Veel krediet-gerelateerde renteswaps worden gedocumenteerd onder door de International Swaps and Derivatives Association (ISDA) ontwikkelde standaarddocumentatie. Veel geldleningen worden gedocumenteerd op basis van door de Loan Market Association (LMA) ontwikkelde modelovereenkomsten (hierna: 'LMA-documentatie').² In het kader van de transitie van IBORs naar RFRs heeft ISDA bepaalde wijzigingen van haar standaarddocumentatie aangekondigd en heeft de LMA een gewijzigde *replacement-of-screen-rate* bepaling gepubliceerd. Mogelijk sluiten de door ISDA voorgestelde wijzigingen en de gewijzigde *replacement-of-screen-rate* bepaling van de LMA niet naadloos op elkaar aan. In hoeverre dat het geval is bespreek ik in onderdeel 8. Eerst bespreek ik in onderdeel 2 hoe variabele rente in het kader van door LMA-documentatie beheerste geldleningen wordt berekend. In onderdeel 3 komen de functie en enkele gebruikelijke elementen van krediet-gerelateerde renteswaps aan de orde, waaronder de variabele rente-component. In onderdeel 4 bespreek ik de bestaande terugvalbepalingen in de LMA-documentatie en de *2006 ISDA Definitions* (hierna: 'ISDA-Definities') die voorzien in de vaststelling van

variabele rente in gevallen waarin de door partijen geselecteerde rentebenchmarkindex niet beschikbaar is. Onderdeel 5 gaat over de waarschijnlijke vervanging van IBORs door RFRs, over de achtergrond van die vervanging en over de huidige stand van zaken. In onderdeel 6 bespreek ik de gewijzigde *replacement-of-screen-rate* bepaling van de LMA. In onderdeel 7 komen de contouren van de voorstellen van ISDA tot aanpassing van de variabelereentebepalingen in de ISDA-Definities aan de orde. Zoals gezegd gaat onderdeel 8 over de vraag in hoeverre de voorstellen van ISDA en de LMA op elkaar aansluiten. Daarnaast komt in onderdeel 8 het risico op *mismatches* als gevolg van de transitie van IBORs naar RFRs aan de orde. Tot slot volgt onderdeel 9 met enkele aanbevelingen voor de praktijk.

2. Variabele rente op geldleningen

2.1.

Verreweg het grootste deel van de Europese gesyndiceerde kredietfaciliteiten wordt gedocumenteerd onder LMA-documentatie. Hetzelfde geldt voor bilaterale kredieten van een zekere omvang.³ De LMA-documentatie is gebaseerd op het uitgangspunt dat de daaronder te verstrekken geldleningen aan een variabele rente onderworpen zijn. Variabele rente voor een door LMA-documentatie beheerste geldlening bestaat in beginsel uit:

- een variabele component in de vorm van een rentebenchmarkindex, zoals de *London Interbank Offered Rate* (LIBOR) voor Britse ponden of een van de andere

¹ In dit artikel is geen informatie van na 1 augustus 2018 verwerkt.

² Leden van de LMA hebben toegang tot de modelovereenkomsten van de LMA via: <https://www.lma.eu.com/>.

³ Bilaterale kredieten met een omvang van € 25.000.000 of meer worden veelal gedocumenteerd onder een kredietovereenkomst die is gebaseerd op een modelovereenkomst van de LMA, maar het komt ook voor dat dergelijke kredieten worden gedocumenteerd op basis van eigen modelovereenkomsten van de bank.

valuta waarvoor LIBOR wordt gepubliceerd of de *Euro Interbank Offered Rate* (EURIBOR);

- een risico-opslag (*margin*); en
- bepaalde wettelijke kosten (*mandatory costs*) waarmee banken te maken kunnen krijgen. *Margin* en *mandatory costs* blijven in dit artikel buiten beschouwing.

2.2.

LIBOR en EURIBOR zijn rentebenchmarkindices die dagelijks (behalve tijdens weekenden of op feestdagen) worden vastgesteld en gepubliceerd voor geldleningen in diverse valuta en met diverse gestandaardiseerde termijnen:

- Britse ponden, Amerikaanse dollars, euro's, Zwitserse franken en Japanse yens met termijnen van één dag, één week, één maand, twee maanden, drie maanden, zes maanden en twaalf maanden in het geval van LIBOR;⁴ en
- Euro's met termijnen van één week, twee weken, drie maanden, zes maanden, negen maanden en twaalf maanden in het geval van EURIBOR.⁵

Onderdeel 5 van dit artikel bevat aanvullende informatie over de achtergrond en betekenis van LIBOR en EURIBOR.

2.3.

Bij veel geldleningen wordt de variabele rente periodiek vastgesteld op basis van het actuele IBOR-tarief voor een termijn die overeenkomt met de toepasselijke renteperiode. Veel kredietovereenkomsten voorzien in de mogelijkheid voor de kredietnemer om voorafgaand aan de opname van een geldlening een renteperiode voor de desbetreffende geldlening te selecteren.⁶ Meestal is de keuze beperkt tot een renteperiode van één of drie maanden. De selectie van de renteperiode vindt plaats in een schriftelijk verzoek (*utilisation request*) aan de kredietgever(s) tot opname van de geldlening. Een *utilisation request* moet doorgaans uiterlijk drie werkdagen voorafgaand aan de beoogde opnamedatum van de geldlening worden verstuurd. Het toepasselijke rentetarief voor de eerste renteperiode van de geldlening wordt vervolgens vastgesteld op een werkdag die twee werkdagen voorafgaand aan de beoogde opnamedatum

van de geldlening valt, de zogenaamde *quotation date*.⁷ Als de kredietnemer een renteperiode van drie maanden heeft geselecteerd, is het toepasselijke rentetarief gelijk aan het actuele IBOR-tarief voor drie maanden dat is gepubliceerd op de *quotation date*, vermeerderd met de *margin* en eventuele *mandatory costs*. De rente voor de eerste renteperiode van de geldlening is gebaseerd op het vastgestelde IBOR-tarief. Het rentetarief voor elk van de daaropvolgende renteperiodes wordt bepaald op basis van het op een *quotation date* voorafgaand aan die renteperiode vastgestelde relevante IBOR-tarief. Omdat voor elke renteperiode opnieuw een vast rentetarief wordt vastgesteld aan de hand van de actuele stand van de toepasselijke rentebenchmark-index, spreekt men van een geldlening met een variabele rente.

2.4.

De hoogte van het bedrag aan verschuldigde rente over een bepaalde renteperiode is een functie van:

- de omvang van de uitstaande hoofdsom van de geldlening (die kan afnemen als gevolg van een tussentijdse aflossing);
- het toepasselijke rentetarief;
- de lengte van de renteperiode; en
- de overeengekomen *day-count convention*.⁸ Betaling van over een bepaalde renteperiode verschuldigde rente moet doorgaans plaatsvinden op de laatste dag van de renteperiode.

3. Variabele rente-component bij renteswaps

3.1.

De kredietnemer die een variabele rente gebaseerd op een toepasselijk IBOR-tarief verschuldigd is, staat bloot aan het risico van een opwaartse beweging van dat IBOR-tarief. Om het risico van een dergelijke opwaartse beweging af te dekken (*hedgen*) kan de kredietnemer een renteswap aangaan, waarbij hij de variabele component van het toepasselijke rentetarief *de facto* 'inruilt' voor een vast rentetarief. Een renteswap die de vermindering van het renterisico onder een bepaalde kredietovereenkomst beoogt, wordt ook wel een *credit linked* (krediet-gerelateerde) renteswap genoemd. Naast *hedging* kunnen er andere redenen zijn om een renteswap aan te gaan, zoals de wens om op de rentemarkt te speculeren. In dit artikel staan krediet-gerelateerde renteswaps centraal. Krediet-gerelateerde renteswaps

4 LIBOR wordt gepubliceerd door Intercontinental Exchange (ICE) Benchmark Administration. De actuele LIBOR-tarieven worden op werkdagen door middel van een mailing aan aangemelde marktdeelnemers bekendgemaakt. Historische LIBOR-tarieven worden gepubliceerd op: <https://www.theice.com/iba/historical-data>.

5 EURIBOR wordt gepubliceerd door het European Money Markets Institute (EMMI). De actuele EURIBOR-tarieven worden op werkdagen bekendgemaakt via een aantal daartoe gemachtigde aanbieders, waaronder Thomson Reuters en Bloomberg. Historische EURIBOR-tarieven worden gepubliceerd op: <https://www.emmi-benchmarks.eu/euribor-org/euribor-rates.html>.

6 Soms heeft de kredietnemer de mogelijkheid om, indien de looptijd van de geldlening de lengte van de renteperiode overtreft, gedurende de looptijd van de geldlening met het oog op de afloop van een bestaande renteperiode een nieuwe renteperiode te selecteren.

7 De LMA-modelovereenkomsten bepalen dat de *quotation date* twee *TARGET Days* voorafgaand aan de eerste dag van de desbetreffende renteperiode plaatsvindt. Een *TARGET Day* is elke dag waarop het *Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer*-betalingssysteem betalingen kan verwerken.

8 De standaard *day-count convention* voor gesyndiceerde geldleningen in Britse ponden of euro's is *actual/360*. De *actual/360 day-count convention* gaat voor de berekening van rente over een bepaalde periode uit van het werkelijk aantal verstreken dagen en een jaar van 360 dagen. Bijvoorbeeld: de rente van 600 basispunten op jaarbasis over een renteperiode van 1 januari tot 1 februari (31 dagen) wordt als volgt berekend: $600 \times 31 \text{ dagen} / 360 \text{ dagen} = 51,67 \text{ basispunten}$.

komen meestal op *over-the-counter*-basis (OTC) tot stand, omdat ze met het oog op hun *hedging*-functie moeten worden afgestemd op de (verwachte) looptijd, omvang, (verwachte) tussentijdse gedeeltelijke aflossingen en andere elementen van het krediet.

3.2.

Het gros van de OTC-renteswaps is gedocumenteerd door middel van een *Confirmation* onder een *Master Agreement* van ISDA, waarop de ISDA-Definities van toepassing zijn.⁹ De ISDA-Definities is een afzonderlijk door ISDA gepubliceerde set definities, bepalingen en model-*confirmations* voor de documentatie van bepaalde typen transacties, zoals rente- en valutawaps. Exhibit II-A van de ISDA-Definities bevat model-*confirmation*-bepalingen voor de vastlegging van een renteswap, waaronder bepalingen waarin moet worden gespecificeerd wat de vaste rente-component en de variabele rente-component (*floating rate*) van de swap zijn. De variabele rente-component wordt gespecificeerd door invulling van, onder meer, de volgende gegevens:

- het nominale bedrag (*notional amount*);
- de aanvangsdatum (*effective date*);
- de einddatum (*termination date*);
- de betaaldatum (*floating rate payer payment dates*);
- de rentebenchmarkindex (*floating rate option*);
- de renteperiode (*designated maturity*);
- de data waarop het rentetarief voor de volgende renteperiode wordt vastgesteld (*reset dates*); en
- de *day-count convention* (*floating rate day count fraction*).

In het ideale geval:

- is het nominale bedrag van de renteswap gedurende de looptijd van de geldlening voortdurend gelijk aan de uitstaande hoofdsom van de geldlening;
- is de aanvangsdatum van de renteswap gelijk aan de opnamedatum van de geldlening;
- is de einddatum van de renteswap gelijk aan de beoogde aflossingsdatum van de geldlening;
- vallen de betaaldatum van de renteswap samen met de rentebetaaldatum van de geldlening;
- is het variabele rentetarief van de renteswap identiek aan de variabele component van het rentetarief van de geldlening;
- vallen de renteperiodes van de renteswap samen met de renteperiodes van de geldlening;

- zijn de *reset dates* van de renteswap identiek aan de *quotation dates* van de geldlening; en
- is de *day-count convention* van de geldlening identiek aan de *floating rate day count fraction* van de renteswap.

In de praktijk kan het problematisch zijn om alle elementen van een krediet-gerelateerde renteswap af te stemmen op de desbetreffende geldlening omdat de omvang van de hoofdsom, de datum van opname, de aflossingsdatum, de renteperiodes, de rentebetaaldatum en/of de *quotation dates* van de lening niet altijd van tevoren vastliggen. Dit probleem kan soms geheel of gedeeltelijk worden opgelost door te wachten met het aangaan van de renteswap totdat de geldlening is opgenomen of ervoor te zorgen dat in het *utilisation request* voor de opname van de geldlening zoveel mogelijk rekening wordt gehouden met de elementen van een bestaande renteswap. In veel transacties komt men bepalingen tegen die enige ruimte bieden aan het bestaan van *mismatches* tussen de geldlening en de renteswap.¹⁰

3.3.

Artikel 7.1 (*Calculation of rates for Certain Floating Rate Options*) van de ISDA-Definities biedt keuze uit enkele honderden rentebenchmarkindices, waaronder 31 rentebenchmarkindices voor Euro-gedeneerde financieringstransacties en zeven rentebenchmarkindices voor transacties in Britse ponden. In het geval van een renteswap die is gerelateerd aan een door LMA-documentatie beheerste geldlening met een op EURIBOR gebaseerde variabele rente, is het gebruikelijk in de swap Confirmation 'EUR-EURIBOR-REUTERS' te selecteren omdat de daarmee beoogde rentebenchmarkindex overeenkomt met de rentebenchmarkindex die in de veel gebruikte definitie van EURIBOR in LMA-documentatie wordt aangewezen. Wat betreft de keuze van een toepasselijke rentebenchmarkindex is een perfecte *match* tussen de geldlening en de daaraan gerelateerde renteswap het uitgangspunt.¹¹ Dat geldt uiteraard ook als een op LIBOR gebaseerde variabele rente verschuldigd is over de geldlening. In dat geval ligt het voor

⁹ Voor een beschrijving van de werking van de Master Agreement en het verband tussen de Master Agreement en Confirmations zij verwezen naar: R.W.K. Steeg, 'OTC-Derivaten en de ISDA Master Agreement: (hoe) werkt het naar Nederlands recht?' (Deel II), in: *Tijdschrift voor Financieel Recht in de Praktijk* 2017 (4).

¹⁰ Een voorbeeld is een bepaling die voorschrijft dat een bepaald percentage, bijvoorbeeld 80 procent, van het nominale bedrag van de geldlening *gehedged* moet zijn.

¹¹ Het eerste deel van de definitie van 'EUR-EURIBOR-REUTERS' in de ISDA-Definities luidt als volgt: "[...] means that the rate for a Reset Date will be the rate for deposits in euros for a period of the Designated Maturity which appears on the REUTERS Screen EURIBOR01 Page as of 11:00 AM, Brussels time, on the day that is two TARGET Settlement Dates preceding that Reset Date." De standaard definitie van 'EURIBOR' in op LMA-modelovereenkomsten gebaseerde kredietdocumentatie luidt als volgt: "the applicable Screen Rate as of 11.00 a.m. on the Quotation Day for euro and for a period equal in length to the Interest Period of that Loan". Het eerste deel van de definitie van 'Screen Rate' luidt als volgt: "[...] means the euro interbank offered rate administered by the European Money Markets Institute (or any other person which takes over the administration of that rate) for the relevant period displayed on the appropriate page of the Thomson Reuters screen (or any replacement Thomson Reuters page which displays that rate), or on the appropriate page of such other information service which publishes that rate from time to time in place of Thomson Reuters."

de hand om ‘GBP-LIBOR-BBA’ voor de aan die geldlening gerelateerde renteswap te selecteren.¹²

4. Bestaande terugvalbepalingen

4.1.

Zowel de LMA-documentatie als de definities van ‘EUR-EURIBOR-REUTERS’ en ‘GBP-LIBOR-BBA’ in de ISDA-Definities bevatten een terugvalbepaling voor situaties waarin de rentebenchmarkindex niet beschikbaar is op een *quotation date* respectievelijk een *reset date*. De terugvalbepaling in de LMA-documentatie voorziet in een zogenaamde waterval van alternatieve methodes voor de vaststelling van het toepasselijke IBOR-tarief:

- Als het toepasselijke IBOR-tarief niet op basis van de *screen rate*¹³ kan worden vastgesteld, wordt het toepasselijke tarief vastgesteld op basis van interpolatie tussen de IBOR-tarieven voor de termijnen die wel kunnen worden vastgesteld.
- Als het toepasselijke tarief voor een bepaalde renteperiode niet op basis van interpolatie kan worden vastgesteld, wordt de duur van de renteperiode indien mogelijk verkort tot een periode waarvoor het toepasselijke tarief wel kan worden vastgesteld.
- Indien dat niet werkt, wordt het toepasselijke tarief berekend op basis van een historische *screen rate*.¹⁴
- Als het toepasselijke tarief niet op basis van een historische *screen rate* kan worden vastgesteld, valt men terug op een combinatie van interpolatie en historische *screen rates*.
- Als dat niet werkt, wordt het toepasselijke tarief vastgesteld op basis van een zogenaamde *reference bank rate*. De *reference bank rate* wordt, kort gezegd, vastgesteld op basis van het rekenkundig gemiddelde (*arithmetic mean*) van door een aantal vooraf bepaalde banken (i.e. de *reference banks*) af te geven indicaties voor het rentetarief voor het inlenen (door zichzelf van een andere bank in het geval van LIBOR) of uitlenen (door een *prime bank* aan een andere *prime bank* in het geval van EURIBOR) van gelden voor de duur van de toepasselijke renteperiode.
- Als er geen *reference banks* zijn die dergelijke indicaties geven, vallen de partijen bij de geldlening uiteindelijk

terug op het *cost-of-fundstarief*. Het *cost-of-fundstarief* wordt vastgesteld op basis van de som van de *margin*, eventuele *mandatory costs* en een door de kredietgever vastgesteld percentage dat de door de kredietgever gemaakte kosten van de financiering van zijn deelname aan de verstrekte lening weergeeft.

Uit de LMA-documentatie volgt dat, indien het *cost-of-fundstarief* van toepassing is, de kredietgever(s) en de kredietnemer met elkaar in onderhandeling moeten treden over een gepaste alternatieve basis voor de vaststelling van het toepasselijke rentetarief.

4.2.

De terugvalbepalingen in de definities van ‘EUR-EURIBOR-REUTERS’ en ‘GBP-LIBOR-BBA’ in de ISDA-Definities zijn een stuk eenvoudiger dan de terugvalbepaling in de LMA-documentatie. De definitie van ‘EUR-EURIBOR-REUTERS’ bepaalt dat als het toepasselijke tarief niet beschikbaar is op de *Reuters Screen EURIBOR01 Page*, het tarief moet worden vastgesteld op basis van de fictieve aanname dat niet ‘EUR-EURIBOR-REUTERS’ maar ‘EUR-EURIBOR-Reference Banks’ van toepassing is. Het terugvaltarief voor ‘GBP-LIBOR-BBA’ is ‘GBP-LIBOR-Reference Banks’. In beide gevallen gaat het om een tarief dat, net als de *reference bank rate* onder de LMA-documentatie, is gebaseerd op het rekenkundig gemiddelde (*arithmetic mean*) van door twee of meer *reference banks* afgegeven indicaties betreffende het rentetarief voor door de *reference banks* aan *prime banks* verstrekte leningen voor een termijn die gelijk is aan de *designated maturity* en met een hoofdsom die representatief is voor een enkelvoudige transactie in de desbetreffende markt.¹⁵ Voor het geval er minder dan twee *quotes* van *reference banks* zijn, bepalen de ISDA-Definities dat het toepasselijke tarief moet worden vastgesteld op basis van door *major banks in the Euro-zone* of, in het geval van ‘GBP-LIBOR-Reference Banks’, *major banks in London* te verstrekken *quotes*. De ISDA-Definities bevatten geen terugvalbepaling voor situaties waarin onvoldoende *quotes* van *major banks* beschikbaar zijn.

4.3.

In gevallen waarin het renterisico op een geldlening met een variabele rente is afgedekt door middel van een kredietgerelateerde renteswap, is het van groot belang dat de terugvalbepalingen van identieke terugvaltarieven uitgaan. Voor zover de terugvalbepalingen van de LMA-documentatie en de ISDA-Definities naar *reference banks*-tarieven verwijzen lijkt aan dit vereiste te zijn voldaan.

Anders dan de ISDA-Definities bevat de LMA-documentatie echter enkele terugvalopties die moeten worden toegepast vóórdat de partijen aan de toepassing van een *reference bank rate* toekomen. Dit kan ertoe leiden dat het renteta-

12 Het eerste deel van de definitie van ‘GBP-LIBOR-BBA’ in de ISDA-Definities luidt als volgt: “[...] means that the rate for a Reset Date will be the rate for deposits in Sterling for a period of the Designated Maturity which appears on the REUTERS Screen LIBOR01 Page as of 11:00 AM, London time, on that Reset Date.” De standaard definitie van ‘EURIBOR’ in op LMA-modelovereenkomsten gebaseerde kredietdocumentatie luidt als volgt: “[...] means the London interbank offered rate administered by ICE Benchmark Administration Limited (or any other person which takes over the administration of that rate) for the relevant currency and period displayed on pages LIBOR01 or LIBOR02 of the Thomson Reuters screen (or any replacement Thomson Reuters page which displays that rate), or on the appropriate page of such other information service which publishes that rate from time to time in place of Thomson Reuters.”

13 Zie voetnoten 10 en 11 voor de betekenis van de term ‘screen rate’.

14 De LMA-modelovereenkomsten bevatten een alternatieve terugvalbepaling waarin de historische methode ontbreekt.

15 Een belangrijk onderscheid tussen het ‘GBP-LIBOR-Reference Banks’-tarief en het ‘EUR-EURIBOR-Reference Banks’-tarief is dat het eerste moet worden bepaald op basis van de rentetarieven die op de *reset date* zelf zouden gelden en dat het tweede moet worden bepaald op basis van de rentetarieven die twee *TARGET Settlement Days* voorafgaand aan de *reset date* zouden gelden.

rief onder een geldlening en de variabele rente-component onder een aan die geldlening gerelateerde renteswap niet overeenkomen. Verder is niet ondenkbaar dat de toepassing van de *reference bank rate* onder een door LMA-documentatie beheerste geldlening en de toepassing van 'EUR-EURIBOR-Reference Banks' of 'GBP-LIBOR-Reference Banks' onder een daaraan gerelateerde renteswap tot verschillende uitkomsten leiden, zeker als de groepen van *reference banks* niet identiek zijn.

Mijn indruk is dat de markt zich tot vrij recent niet bijzonder druk heeft gemaakt over de in dit onderdeel beschreven risico's

Het risico op een *mismatch* tussen het rentetarief van een geldlening en de variabele rente-component van een aan die geldlening gerelateerde renteswap neemt explosief toe als er geen *reference banks* zijn die *quotes* verstrekken. In dat geval valt men onder de LMA-documentatie terug op *costs of funds* en onder de ISDA-Definities op *quotes of major banks* of, indien er (ook) geen *major banks* zijn die *quotes* willen verstrekken, op een situatie waarin de documentatie geen uitkomst biedt. Wat er in het laatste geval met de renteswap moet gebeuren is onduidelijk. Het is niet uitgesloten dat de partijen de renteswap vervroegd kunnen beëindigen, al dan niet op basis van een *force majeure event*¹⁶ en al dan niet met het oog op het aangaan van een nieuwe renteswap. Voor zover de partijen het al over de timing van een dergelijke vervroegde beëindiging eens kunnen worden, moet er ook nog een gepaste beëindigingsvergoeding worden vastgesteld. De vaststelling van de omvang van een dergelijke vergoeding zal naar verwachting geen eenvoudige opgave zijn gezien het ontbreken van een overeengekomen terugvaltarief. De daarmee geassocieerde onzekerheid en kans op geschillen zijn ongewenst. Mijn indruk is dat de markt zich tot vrij recent niet bijzonder druk heeft gemaakt over de in dit onderdeel beschreven risico's. Daarin lijkt verandering te zijn gekomen sinds de bestendigheid van de huidige IBOR-benchmark-indices ter discussie is komen te staan.

5. Transitie van IBORs naar RFRs

5.1.

In onderdeel 2 kwam al aan de orde dat IBORs, zoals EURIBOR en LIBOR, rentebenchmarkindices zijn die dagelijks worden gepubliceerd. IBORs hebben met elkaar gemeen dat ze zijn gebaseerd op tarieven waartegen banken onderling geldleningen met bepaalde looptijden van elkaar

zouden kunnen verkrijgen.¹⁷ Omdat IBORs zijn gebaseerd op potentiële transacties tussen banken, bevatten zij een premie-element dat compenseert voor het kredietrisico dat die banken in dergelijke transacties op elkaar zouden lopen. Dit premie-element komt in onderdeel 7 van dit artikel nog aan de orde. Het gebruik van IBORs als rentebenchmarkindices is alomtegenwoordig in de financiële markten. De omvang van betalingen onder miljoenen geldleningen, obligaties, financiële derivaten en securitisatietransacties zijn afhankelijk van rentetarieven die op basis van een IBOR-benchmarkindex worden vastgesteld.

5.2.

De laatste jaren zijn in toenemende mate zorgen geuit over de bestendigheid van IBORs. Ongetwijfeld houden die zorgen enig verband met vermeende gevallen van manipulatie van LIBOR die enkele jaren geleden aan het licht zijn gekomen. Een meer belangrijke bron van zorg lijkt echter gelegen in het feit dat banken die *quotes* verstrekken ten behoeve van de vaststelling van een IBOR-rentebenchmarkindex, dat veelal niet doen op basis van daadwerkelijk verrichte transacties maar op basis van hun deskundige beoordeling van de markt. De achtergrond van dit gebruik is dat er nauwelijks transacties op de interbancaire markt worden verricht. Dit heeft ertoe geleid dat IBORs gevoelig zijn voor manipulatie en nog maar zeer beperkt de economische realiteit reflecteren. Naar aanleiding van de zorgen over de kwetsbaarheid van IBORs hebben wereldwijd toezichhouders en diverse private partijen initiatieven genomen tot ontwikkeling van alternatieven voor IBORs. De International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) heeft in 2013 de *Principles for Financial Benchmarks*¹⁸ opgesteld, waarin zij beheerders van benchmarkindices onder meer aanbeveelt om gebruikers van benchmarkindices te stimuleren ervoor te zorgen dat de contracten betreffende financiële instrumenten waarin verwijzingen naar een benchmarkindex zijn opgenomen robuuste terugvalbepalingen bevatten voor het geval de benchmarkindex niet meer beschikbaar is. In januari 2018 heeft IOSCO het *Statement on Matters to Consider in the Use of Financial Benchmarks*¹⁹ gepubliceerd, waarin de aanbevelingen uit de eerdergenoemde *Principles* worden aangescherpt en rechtstreeks gericht zijn aan de gebruikers van benchmarkindices. Zo zouden alle financiële contracten die een verwijzing naar een benchmarkindex bevatten, ten minste één concrete terugvalindex moeten aanwijzen en daarnaast bepalingen moeten bevatten die de procedure voor de overgang naar de terugvalindex vastleggen²⁰. Naast de aanbevelingen van IOSCO is in een groot aantal jurisdicties regelgeving voor de adminis-

16 De ISDA 1992 Master Agreement voorziet niet in vervroegde beëindiging op grond van een *force majeure event*. Deze mogelijkheid is over het algemeen wel beschikbaar ten aanzien van transacties die onder een ISDA 2002 Master Agreement tot stand zijn gekomen.

17 Voor aanvullende informatie over de geschiedenis en de berekening van LIBOR (en EURIBOR) zij verwezen naar: C.U. Yilmaz, 'LIBOR gebruikers opgelet!', in: *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2018 (3).

18 IOSCO, *Principles for Financial Benchmarks*, Final Report, July 2013: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>.

19 IOSCO, *Statement on Matters to Consider in the Use of Financial Benchmarks*, 5 januari 2018: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD589.pdf>

20 Het Statement verwijst naar een '*contingency plan*'.

tratie, de publicatie en het gebruik van en de contributie aan benchmarkindices tot stand gekomen, waaronder de Benchmarkverordening.²¹

5.3.

De Benchmarkverordening is volledig van toepassing sinds 1 januari 2018.²² De Benchmarkverordening creëert een gemeenschappelijk toezichtrechtelijk kader met betrekking tot het beheer, de publicatie en het gebruik van, en de bijdrage van inputgegevens aan benchmarkindices in de EU om de nauwkeurigheid en integriteit van dergelijke indices te waarborgen.²³ Artikel 11 van de Benchmarkverordening bepaalt dat de inputgegevens voor een benchmarkindex toereikend moeten zijn om op nauwkeurige en betrouwbare wijze de economische realiteit weer te geven die de benchmark moet meten. De Benchmarkverordening schept een afzonderlijk regime voor cruciale benchmarkindices. Op basis van dat regime kan een bevoegde toezichthouder van beheerders van, en contribuanten²⁴ aan een cruciale benchmarkindex verlangen dat zij gedurende een periode van maximaal 24 maanden blijven doorgaan met het verrichten van de activiteiten die noodzakelijk zijn om de benchmarkindex in stand te houden.²⁵ EURIBOR en LIBOR zijn beide als cruciale benchmark aangewezen. Verder voorziet de Benchmarkverordening in een bijzonder regime voor rentevoetbenchmarks. Op grond van dat regime moet de beheerder van een rentevoetbenchmark voor de selectie van inputgegevens voorrang geven aan gegevens die op markttransacties zijn gebaseerd.²⁶ In mei 2017 heeft het European Money Market Institute (EMMI) in haar rol als beheerder van EURIBOR aangekondigd dat haar pogingen tot omvorming van de EURIBOR-methodologie in een volle-

dig op markttransacties gebaseerde methode geen succesvol resultaat hadden opgeleverd vanwege gebrek aan liquiditeit in de onderliggende interbancaire markt.²⁷ Inmiddels werkt EMMI aan een nieuwe methode, die zij in mei 2018 ter consultatie aan marktdeelnemers heeft voorgelegd.²⁸ Het is onzeker of EMMI erin zal slagen ervoor te zorgen dat EURIBOR voor 1 januari 2020 voldoet aan de Benchmarkverordening.²⁹

5.4.

Ook als EMMI erin slaagt om een methode te ontwikkelen die zorgt dat EURIBOR voldoet aan de Benchmarkverordening, is het onzeker of bestaande contribuanten bereid zullen blijven inputgegevens aan te leveren voor de benchmarkindex. Het aantal bestaande contribuanten is sinds 2012 gehalveerd.³⁰ De onzekerheid over de bereidheid van contribuanten om inputgegevens te verstrekken ten behoeve van de ondersteuning van een rentebenchmarkindex is ook relevant voor LIBOR. Tijdens een toespraak in juli 2017 heeft Andrew Bailey in zijn rol als voorzitter van de Britse Financial Conduct Authority gezegd dat alle bestaande LIBOR panelbanken tot ultimo 2021 gecommitteerd zijn om inputgegevens ten behoeve van LIBOR aan te leveren, maar dat het voortbestaan van LIBOR daarna niet kan worden gegarandeerd.³¹ Naar aanleiding van deze ontwikkelingen zijn toezichthouders en marktdeelnemers zich gaan verdiepen in mogelijke alternatieven voor IBORs. De door hen verrichte inspanningen hebben geleid tot de identificatie en ontwikkeling van diverse RFRs door een aantal speciaal voor dat doel gevormde werkgroepen.³²

5.5.

Inmiddels hebben vier van de vijf werkgroepen een RFR als alternatief voor de relevante IBOR geïdentificeerd.³³ Het voorgestelde alternatief voor GBP LIBOR is de *Reformed Sterling Overnight Index Average* (SONIA), die wordt

21 Verordening (EU) 2016/1011 van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2016 betreffende indices die worden gebruikt als benchmarks voor financiële instrumenten en financiële overeenkomsten of om de prestatie van beleggingsfondsen te meten en tot wijziging van Richtlijnen 2008/48/EG en 2014/17/EU en Verordening (EU) nr. 596/2014.

22 Artikel 59 Benchmarkverordening. Zie echter ook de overgangsbepalingen van Artikel 51 Benchmarkverordening.

23 Artikel 1 en 2 Benchmarkverordening.

24 De term 'contribuant' is afkomstig uit de Benchmarkverordening.

25 Artikelen 21 en 23 Benchmarkverordening.

26 Artikel 1 van Bijlage 1 (*Rentievoetbenchmarks*) van de Benchmarkverordening luidt als volgt:

Voor de toepassing van artikel 11, lid 1, punten a en c, wordt in het algemeen voorrang gegeven aan het gebruik van de volgende inputgegevens:

- a. de transacties van een contribuant in de onderliggende markt die een benchmark beoogt te meten of, indien dit niet toereikend is, de transacties in gerelateerde markten, zoals:
 - de niet-gedekte interbancaire depositomarkt;
 - andere ongedekte depositomarkten, met inbegrip van certificaten van deposito en commercial paper; en
 - andere markten, zoals Overnight Index Swaps, terugkoopovereenkomsten, deviezentermijnen, rentetermijncontracten en -opties, mits die transacties voldoen aan de vereisten voor de inputgegevens zoals opgenomen in de gedragscode,
- b. de waarnemingen door een contribuant van transacties van derden op de in onderdeel a beschreven markten;
- c. handelbare bied- en laatkoersen;
- d. indicatieve bied- en laatkoersen of deskundige beoordelingen.

27 EMMI, EURIBOR Pre-Live Verification Program, mei 2017: https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/D0246B-2017_PLVP%20public%20report%20and%20way%20forward_FINAL.pdf.

28 EMMI, Consultation Paper on a Hybrid Methodology for EURIBOR, 26 maart 2018: https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/D0083-2018%20Consultation%20Hybrid%20Euribor_full.pdf.

29 Op grond van artikel 51 van de Benchmarkverordening moet EMMI uiterlijk op 1 januari 2020 een vergunning- of registratieaanvraag voor het beheer van EURIBOR doen.

30 International Swaps and Derivatives Association (ISDA), Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), Association for Financial Markets in Europe (AFME) en International Capital Markets Association (ICMA), IBOR Global Benchmark Transition Report, juni 2018, p. 29.

31 A. Bailey, 'The Future of LIBOR', fca.org.uk, 27 juli 2017.

32 Er zijn vijf werkgroepen: de Working Group on Sterling Risk-free Reference Rates (GBP LIBOR), het Alternative Reference Rates Committee (USD LIBOR), de Working Group on Euro Risk-free Rates (EURIBOR), de National Working Group on Swiss Franc Reference Rates (CHF LIBOR) en de Study Group on Risk-free Reference Rates (Tokyo Interbank Offered Rate (TIBOR)).

33 IBOR Global Benchmark Transition Report, p. 10.

beheerd door de Bank of England.³⁴ De selectie van een RFR als alternatief voor EURIBOR wordt in september 2018 verwacht. De Working Group on Euro Risk-free Rates heeft een marktconsultatiedocument gepubliceerd waarin drie RFRs als mogelijke alternatieven voor EURIBOR worden voorgelegd: (i) de *Euro Short Term Rate* (ESTER), die door de Europese Centrale Bank zal worden gepubliceerd³⁵, (ii) de *GC Pooling Deferred*, die wordt gepubliceerd door STOXX en (iii) de *RepoFunds Rate*, die wordt gepubliceerd door NEX Data Services Limited.³⁶ Nu min of meer bekend is welke RFR als alternatief voor elk van de relevante IBORs (met uitzondering van EURIBOR) wordt voorgedragen, kan een aanvang worden gemaakt met de voorbereiding van de transitie van IBORs naar RFRs.

5.6.

De transitie van IBORs naar RFRs is een zeer complexe operatie die wereldwijd coördinatie tussen marktdeelnemers en toezichthouders vergt, zo volgt uit het *IBOR Global Benchmark Transition Report* dat in juni 2018 door ISDA en andere marktorganisaties naar aanleiding van door hen verricht marktonderzoek is gepubliceerd.³⁷ Uit het rapport blijkt verder dat een groot deel van de deelnemers aan het marktonderzoek zich weliswaar bewust is van de noodzaak om over te gaan naar het gebruik van RFRs, maar nog geen actie heeft ondernomen.³⁸ Zo worden nog steeds kredieten en andere financiële transacties afgesloten op basis van LIBOR of EURIBOR. Met elk van die transacties neemt de kans toe dat er na 2021 (of, in het geval van EURIBOR, na 2019) nog transacties uitstaan met een variabele rente-component die op basis van een IBOR moet worden vastgesteld. Het is de vraag of op basis van de terugvalbepalingen in de documentatie van dergelijke transacties kan worden vastgesteld wat er moet gebeuren als de desbetreffende IBOR niet langer (op dezelfde wijze) wordt gepubliceerd.

5.7.

Het antwoord op die vraag luidt hoogstwaarschijnlijk ontkennend. Hoewel de terugvalbepalingen van de LMA-modelovereenkomsten en de ISDA-Definities alternatieve methodes voor de vaststelling van het toepasselijke rentetarief aandragen, lijken ze niet geschreven te zijn met het oog op een situatie waarin de relevante IBOR-rentebenchmarkindex permanent onbeschikbaar blijft. De terugval

naar een *reference-bank*-methode is mogelijk aanvaardbaar ten behoeve van de vaststelling van het rentetarief voor één renteperiode, maar zou alleen al vanuit administratief oogpunt een onpraktische benadering zijn voor de resterende looptijd van de transactie.³⁹ Gezien de daarin opgenomen onderhandelingsverplichting over een alternatieve basis voor de vaststelling van het rentetarief, lijken de terugvalbepalingen in de LMA-documentatie zelf te veronderstellen dat de *cost-of-funds*-methode op de lange termijn ook geen houdbare benadering is. Een van de belangrijkste bezwaren tegen die methode is dat de kredietnemer opdraait voor een toename van de *funding*-kosten van de kredietgever. Ik besprak in onderdeel 4 al het risico van een *mismatch* tussen het toepasselijke rentetarief op een door LMA-documentatie beheerste geldlening en de variabele rente-component onder een daaraan gerelateerde renteswap als de relevante IBOR-benchmarkindex (tijdelijk) niet beschikbaar is en er onvoldoende *quotes* van *reference banks* zijn. De impact van een dergelijke *mismatch* zal in de regel groter zijn naarmate de onbeschikbaarheid van de IBOR-benchmarkindex langer of permanent voortduurt. In de volgende onderdelen komt aan de orde welke maatregelen de LMA en ISDA voorstellen met het oog op de mogelijkheid dat een door partijen geselecteerde IBOR-benchmarkindex permanent onbeschikbaar wordt.

6. Voorstel van de LMA

6.1.

In mei 2018 heeft de LMA een document gepubliceerd met voorstellen voor een gewijzigde *replacement-of-screen-rate*-bepaling, die ter vervanging van de bestaande optionele *replacement-of-screen-rate*-bepaling aan op basis van LMA-documentatie opgestelde kredietovereenkomsten kan worden toegevoegd.⁴⁰

Wat opvalt aan de gewijzigde *replacement-of-screen-rate*-bepaling is dat deze niet voorziet in een concreet alternatief in het geval dat een *screen rate replacement event* zich voordoet

Uit de bestaande *replacement-of-screen-rate*-bepaling volgt dat een wijziging van de overeenkomst die voorziet in de vervanging van een bestaande *screen rate* in verband met onbeschikbaarheid van die *screen rate*, kan plaatsvin-

34 De RFR die USD LIBOR moet vervangen is de *Secured Overnight Financing Rate* (SOFR). Als alternatief voor CHF LIBOR wordt de *Swiss Average Rate Overnight* (SARON) voorgesteld. De *Tokyo Overnight Average Rate* (TONA) is geïdentificeerd als alternatief voor JPY LIBOR, JPY TIBOR en Euroyen TIBOR.

35 European Central Bank – Eurosystem, *ESTER Methodology and Policies*, 2018: https://www.ecb.europa.eu/paym/initiatives/interest_rate_benchmarks/shared/pdf/ecb.ESTER_methodology_and_policies.en.pdf.

36 European Central Bank – Eurosystem, *First Public Consultation by the Working Group on Euro Risk-free Rates on the Assessment of Candidate Euro Risk-free Rates*, juni 2018: https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/cons/euro_risk-free_rates/consultation_details_201806.en.pdf.

37 *IBOR Global Benchmark Transition Report*, p. 6.

38 *IBOR Global Benchmark Transition Report*, p. 8.

39 De partijen bij de kredietovereenkomst zouden op elke *quotation date* opnieuw indicaties van de *reference banks* moeten verkrijgen.

40 Loan Market Association, *The Recommended Revised Form of Replacement of Screen Rate Clause and Users Guide*, 25 mei 2018.

den met goedkeuring van de kredietnemer en de *majority lenders*.⁴¹

Bovendien voorziet de bestaande bepaling in de mogelijkheid dat de deelname of het commitment van een kredietgever voor de verlening van de door de *majority lenders* te verschaffen goedkeuring aan een voorstel tot een dergelijke wijziging van de overeenkomst wordt genegeerd indien die kredietgever nalaat binnen een bepaalde periode op het voorstel te reageren, het zogenaamde *you snooze, you lose*-principe. Zowel de bestaande als de gewijzigde *replacement-of-screen-rate* bepaling is een afwijking van de hoofdregel dat wijzigingen van de *screen rate* alleen kunnen plaatsvinden met de goedkeuring van alle kredietgevers. Het doel van de gewijzigde *replacement-of-screen-rate* bepaling is meer flexibiliteit dan de bestaande bepaling te bieden, primair door middel van uitbreiding van de omschrijving van omstandigheden waarin een wijziging met betrekking tot de bestaande *screen rate* kan worden gemaakt met de goedkeuring van een beperkte meerderheid van de kredietgevers.⁴²

6.2.

De gewijzigde *replacement-of-screen-rate* bepaling treedt in werking bij een *screen rate replacement event*. Een *screen rate replacement event* is, kort gezegd, (a) een gebeurtenis waarbij de methode, formule of andere wijze van vaststelling van de *screen rate* in belangrijke mate wijzigt, (b) een situatie waarin de beheerder van de *screen rate* insolvent wordt of ophoudt met het beheer van de *screen rate* zonder aanwijzing van een opvolger of (c) een situatie waarin de *screen rate* niet langer wordt gepubliceerd of niet langer mag worden gebruikt.⁴³ Op grond van de gewijzigde *replacement-of-screen-rate* bepaling kunnen één of meer van de volgende wijzigingen van de kredietovereenkomst worden gemaakt met instemming van de kredietnemer en de *majority lenders*:

- wijzigingen die voorzien in het gebruik van een vervangende rentebenchmarkindex;
- aanpassing van elke gewenste bepaling van de kredietovereenkomst met het oog op het gebruik van die vervangende rentebenchmarkindex;
- wijzigingen die nodig zijn om de partijen in staat te stellen de vervangende rentebenchmarkindex te gebruiken voor de vaststelling van toepasselijke rentetarieven;
- wijzigingen ter ondersteuning van de implementatie van voor die vervangende rentebenchmarkindex relevante marktgebruiken;

- wijzigingen die voorzien in gepaste terugvalbepalingen met betrekking tot die vervangende rentebenchmarkindex; en
- tariefwijzigingen die de overdracht van economische waarde van de ene partij aan de andere partij als gevolg van de introductie van die vervangende rentebenchmarkindex neutraliseren, waaronder, indien van toepassing, tariefwijzigingen die formeel worden opgelegd of aangeraden door een bevoegde centrale bank, toezichthouder of werkgroep.

6.3.

Wat opvalt aan de gewijzigde *replacement-of-screen-rate* bepaling is dat deze niet voorziet in een concreet alternatief in het geval dat een *screen rate replacement event* zich voordoet. In plaats daarvan schept de bepaling een contractueel kader waarbinnen de partijen bij de kredietovereenkomst wijzigingen kunnen overeenkomen die de vervanging van de bestaande *screen rate* faciliteren. Naar eigen zeggen was het (ten tijde van de publicatie van de gewijzigde *replacement-of-screen-rate* bepaling) lastig voor de LMA om meer concrete bepalingen op te stellen voor de toepassing van vervangende rentebenchmarkindices, mede vanwege het feit dat op dat moment (ook) nog niet vaststond welke RFRs als alternatieven voor LIBOR en EURIBOR zouden worden voorgedragen.⁴⁴ Volgens de LMA bewerkstelligt de gewijzigde *replacement-of-screen-rate* bepaling met name dat wijzigingen op een gepast moment in de toekomst gemakkelijker tot stand kunnen komen. Op zichzelf komt die insteek mij zinnig voor, maar het betekent wel dat in de toekomst nog werk aan de winkel is.

7. Voorstellen van ISDA

7.1.

ISDA lijkt een stap verder te willen gaan. In het kader van de voorbereiding van de wijziging van haar standaarddocumentatie in verband met de transitie van IBORs naar RFRs, heeft ISDA in juli 2018 een consultatiedocument gepubliceerd waarin marktdeelnemers worden verzocht zich uit te laten over de wenselijkheid van diverse alternatieve benaderingen van een aantal technische elementen van in de ISDA-Definities op te nemen RFR terugvalbepalingen.⁴⁵ Het consultatiedocument van ISDA ziet op RFR terugvalbepalingen met betrekking tot de volgende IBORs: GBP LIBOR, CHF LIBOR, JPY LIBOR, TIBOR,⁴⁶ Euroyen TIBOR en BBSW⁴⁷. ISDA heeft aangekondigd dat aanvullende consultaties met betrekking tot USD LIBOR, EUR LIBOR en EURIBOR zullen volgen. De terugvalbepalingen moeten door middel van een supplement bij de

41 In de LMA-documentatie betekent de term *majority lenders* een gewone meerderheid van de kredietgevers op basis van de omvang van hun deelnames aan de op dat moment uitstaande leningen of, indien er op dat moment geen leningen uitstaan, de omvang van hun *commitments* onder de kredietovereenkomst.

42 The Recommended Revised Form of Replacement of Screen Rate Clause and Users Guide, p. 3.

43 De bepaling voorziet daarnaast in enkele optionele *screen rate replacement events*, die hier verder buiten beschouwing blijven.

44 The Recommended Revised Form of Replacement of Screen Rate Clause and Users Guide, p. 3.

45 ISDA, Interbank Offered Rate (IBOR) Fallbacks for 2006 ISDA Definitions – Consultation on Certain Aspects of Fallbacks for Derivatives Referencing GBP LIBOR, CHF LIBOR, JPY LIBOR, TIBOR, Euroyen TIBOR and BBSW, juli 2018: <http://assets.isda.org/media/f253b540-193/42c13663-pdf/>.

46 Tokyo Inter Bank Offered Rate.

47 Bank Bill Swap Rate.

ISDA-Definities van kracht worden. Voor bestaande transacties blijven de huidige ISDA-Definities gelden. ISDA heeft aangekondigd dat zij één of meer *protocols* verwacht te publiceren die partijen bij bestaande transacties in staat zullen stellen relevante terugvalbepalingen van toepassing te verklaren op die transacties.⁴⁸

7.2.

Hoewel het consultatiedocument geen conceptteksten voor de terugvalbepalingen bevat, blijkt wel degelijk welk systeem ISDA in gedachten heeft: aan elk van de in artikel 7.1 (*Rate Options*) van de ISDA-Definities genoemde *floating rate options* die gebaseerd zijn op de relevante IBORs, zal ISDA een terugvalbepaling toevoegen die van toepassing is als de relevante IBOR permanent onbeschikbaar wordt.⁴⁹ Elk van de terugvalbepalingen verwijst naar een *adjusted RFR* die het relevante IBOR-tarief vervangt. De *adjusted RFR* is een rentetarief dat gebaseerd is op de relevante RFR met enkele aanpassingen.⁵⁰ De consultatie gaat over een aantal technische aspecten van die aanpassingen. De aanpassingen zijn nodig om twee belangrijke verschillen tussen IBORs en RFRs te neutraliseren:

- IBORs worden gepubliceerd voor termijnen van één of meer weken of maanden, maar de geselecteerde RFRs zijn *overnight rates*⁵¹ (hierna: het '*termijnverschil*'); en
- zoals besproken in onderdeel 5 bevatten IBORs een premie-element dat verband houdt met het kredietrisico dat banken onderling op elkaar lopen, maar de geselecteerde RFRs zijn gebaseerd op transacties zonder kredietrisico of met een bijzonder klein kredietrisico (hierna: het '*kredietrisicoverschil*').⁵²

Volgens ISDA moeten de aanpassingen ervoor zorgen dat de *adjusted RFR* vergelijkbaar is met de relevante IBOR.⁵³ In het consultatiedocument doet ISDA voorstellen voor diverse benaderingen van de in haar ogen noodzakelijke aanpassingen. In de volgende onderdelen doe ik een poging de voorstellen van ISDA te duiden.

7.3.

Het consultatiedocument bevat vier voorstellen voor aanpassingen met het oog op het termijnverschil.

48 Consultatiedocument, p. 2.

49 Consultatiedocument, p. 5.

50 ISDA heeft besloten om de voorstellen van de in onderdeel 5 besproken IBOR werkgroepen betreffende de identificatie van RFRs ter vervanging van specifieke IBORs te volgen.

51 *Overnight rates* gaan uit van een transactie met een termijn van één werkdag, zoals een lening die op een bepaalde dag wordt verstrekt en op de eerstvolgende werkdag moet worden afgelost. Hoewel sommige IBOR werkgroepen met name voor cash producten (zoals geldleningen) kijken naar de mogelijkheden van RFRs voor langere periodes, heeft ISDA in lijn met aanbevelingen van de Financial Stability Board (FSB) Official Sector Steering Group (OSSG) de *overnight RFRs* tot uitgangspunt genomen. Zie pagina 8 van het consultatiedocument. Zie verder: Financial Stability Board (FSB), Interest Rate Benchmark Reform – Overnight Risk-free Rates and Term Rates, 12 juli 2018.

52 ISDA noemt nog enkele andere risico's die in het prijsniveau van IBORs besloten liggen: liquiditeitsrisico en schommelingen in vraag en aanbod. Deze risico's blijven in dit artikel buiten beschouwing.

53 Consultatiedocument, p. 7.

Spot overnight rate. Het *spot-overnight-rate* voorstel komt erop neer dat partijen gedurende elke dag van de relevante IBOR-termijn terugvallen op het RFR-tarief dat één of twee werkdagen voorafgaand aan de aanvang van de relevante IBOR-termijn geldt. Het consultatiedocument noemt als mogelijke voordelen dat deze methode gemakkelijk te begrijpen is en dat de voorgestelde benadering representatief is voor de rentevoet in de markt voor risico-vrije geldleningen met een termijn van één werkdag direct voorafgaand aan de aanvang van de relevante IBOR-termijn. Als mogelijke nadelen van dit voorstel worden onder meer genoemd: het feit dat de inherente variatie tussen rentetarieven voor risico-vrije geldleningen met verschillende looptijden buiten beschouwing blijft en het feit dat *overnight rates* soms meer volatiel zijn dan rentebenchmarkindices voor geldleningen met langere looptijden.

Convexity-adjusted overnight rate. Het *convexity-adjusted-overnightrate* voorstel houdt een aanpassing in die is beoogd als compensatie voor het verschil tussen (a) een constant rentetarief op basis van de *spot overnight rate* (het eerste voorstel) en (b) het effectieve rentetarief dat zou volgen uit dagelijkse samenstelling (*compounding*) van het *overnight* rentetarief gedurende de relevante IBOR-termijn. Als mogelijke voordelen van de voorgestelde methode worden genoemd: het feit dat de methode is gebaseerd op gegevens die bij aanvang van de relevante IBOR-termijn beschikbaar zijn en het feit dat de methode dichter in de buurt komt van een RFR met een termijnstructuur in plaats van een *overnight*-tarief. Als mogelijke nadelen worden genoemd dat de resultaten van de methode mogelijk zullen afwijken van de vorm van de RFR-termijnstructuur, met name in markten met hoge of zeer volatiele kortetermijnrentetarieven, en de toegenomen complexiteit.

Compounded setting in arrears rate. De *compounded setting in arrears rate* methode veronderstelt dat gedurende de relevante IBOR-termijn wordt uitgegaan van het dagelijkse RFR-tarief en dat de variabele rente-component aan het einde van die IBOR-termijn achteraf wordt vastgesteld. Als mogelijke voordelen worden onder meer genoemd: de methode gaat uit van daadwerkelijke dagelijkse rente benchmark tarieven, omdat het resultaat is gebaseerd op het gemiddelde van de dagelijkse rentetarieven zou de methode tot minder volatiele uitkomsten moeten leiden en de methode is begrijpelijk voor het gros van de marktdeelnemers. Als mogelijke nadelen noemt ISDA dat de gegevens die nodig zijn om het rentetarief over een relevante IBOR-periode te berekenen, pas achteraf beschikbaar zijn en dat het rentetarief zich gedurende de relevante IBOR-termijn anders kan ontwikkelen dan vooraf werd verwacht.

Compounded setting in advance rate. De *compounded setting in advance rate* methode is rekenkundig identiek aan de *compounded setting in arrears rate* met één verschil: de periode waarin de dagelijkse vaststelling van het RFR-tarief plaatsvindt voor de berekening van het samengestelde rentetarief is in lengte gelijk aan de relevante IBOR-periode, maar eindigt op het moment dat de relevante IBOR-periode zou aanvangen. Als belangrijkste mogelijke voordeel naast de voordelen van de *compounded setting in arrears*

methode noemt ISDA dat het RFR-tarief beschikbaar is bij aanvang van de relevante IBOR-periode. Een mogelijk nadeel van de voorgestelde methode is dat deze is gebaseerd op gegevens uit het verleden en derhalve waarschijnlijk niet meer representatief zal zijn voor de actuele markt.⁵⁴

7.4.

Naast de voorstellen voor aanpassingen met het oog op het termijnverschil bevat het consultatiedocument drie voorstellen voor aanpassingen met het oog op het kredietrisicoverschil. Elk van de drie voorstellen is gebaseerd op de introductie van een spread die wordt berekend vanaf de werkdag voorafgaand aan het moment waarop de terugvalbepaling van toepassing wordt, maar pas van toepassing wordt op de eerste dag van de IBOR-periode waarop de relevante IBOR niet langer beschikbaar is.⁵⁵ Volgens ISDA is voor deze berekeningsmethode gekozen om te voorkomen dat waardeoverdracht (*value transfer*) plaatsvindt op het moment dat de terugvalbepaling van toepassing wordt, om mogelijkheden tot manipulatie te minimaliseren en om de gevolgen van marktverstoringen (*market disruption*) op de eerste dag van de relevante IBOR-periode te elimineren.⁵⁶

Forward approach. De *forward-approach* methode voorziet in een aanpassing die is gebaseerd op de *forward spread*⁵⁷ tussen de relevante IBOR en de *adjusted RFR* over de relevante IBOR-periode vanaf het moment waarop de terugvalbepaling van toepassing wordt. De methode veronderstelt dat er dagelijks, tot op het moment waarop de terugvalbepaling van toepassing wordt, een *forward-spread curve* voor elke IBOR wordt gepubliceerd voor de relevante *adjusted RFR* voor elke relevante termijn.⁵⁸ Op het moment waarop de relevante IBOR niet langer beschikbaar is, wordt de *adjusted RFR* van toepassing met een gefixeerde *spread* die is gebaseerd op de relevante curve. ISDA noemt als mogelijk voordeel van de *forward approach* methode dat deze voorkomt dat waardeoverdracht rondom de datum waarop de *adjusted RFR* van toepassing wordt plaatsvindt omdat de *spread* aanpassing overeenkomt met de verwachte marktwaarde op de dag voorafgaand aan die datum. Mogelijke nadelen zijn volgens ISDA dat grote hoeveelheden gegevens nodig zijn voor de dagelijkse berekening van de *spread curves* die mogelijk niet altijd even betrouwbaar zijn, dat het onzeker is of een organisatie bestaat die bereid zal zijn om de *spread curves* tot aan het moment waarop de relevante IBOR niet langer beschikbaar is op dagelijkse basis te publiceren en dat de

methode gevoelig kan zijn voor manipulatie en (tijdelijke) marktverstoringen.

Historical mean/median approach. De *historical-mean/median-approach* methode voorziet in een aanpassing die is gebaseerd op het gemiddelde of de mediaan van de *spot spread* tussen de relevante IBOR en de *adjusted RFR* over een langere historische periode van bijvoorbeeld vijf of tien jaar voorafgaand aan het moment waarop de *adjusted RFR* van toepassing wordt. In het voorstel zou de aanpassing pas intreden na een transitieperiode van een jaar na het van toepassing worden van de *adjusted RFR*. Gedurende de transitieperiode zou de aanpassing moeten worden vastgesteld op basis van een lineaire interpolatie tussen (i) de *IBOR/adjusted RFR spot spread* op het moment waarop de *adjusted RFR* van toepassing wordt en (ii) de *IBOR/adjusted RFR spot spread* die zou gelden aan het einde van de transitieperiode. Het doel van de transitieperiode is om een plotselinge wijziging te voorkomen in gevallen waarin de actuele *IBOR/adjusted RFR spot spread* bij aanvang van de transitieperiode (sterk) afwijkt van het historisch gemiddelde of, indien van toepassing, de historisch mediaan.⁵⁹ Als mogelijke voordelen van de *historical mean/median approach* noemt ISDA dat de methode aansluit bij de marktomstandigheden op het moment waarop de relevante IBOR niet langer beschikbaar is maar (gedurende de transitieperiode) geleidelijk aansluit bij marktgemiddelden over een langere termijn en dat de benodigde gegevens algemeen beschikbaar zijn. Als mogelijk nadeel noemt ISDA dat de methode niet neutraal is voor wat betreft de mogelijkheid dat de historische marktomstandigheden afwijken van de bestaande verwachtingen over toekomstige marktomstandigheden.⁶⁰

Spot-spread approach. De *spot-spread approach* methode gaat uit van de *IBOR/adjusted RFR spot spread* op de dag voorafgaand aan het moment waarop de terugvalbepaling van toepassing wordt of het gemiddelde van de standen van die *spot spread* over een relatief korte periode van bijvoorbeeld vijf werkdagen tot een maand voorafgaand aan het terugvalmoment. De methode is identiek aan de *historical mean/median approach*, maar gebaseerd op een veel kortere periode en zonder toepassing van een transitieperiode.

Ongeacht de uitkomst van dit proces, verwacht ik niet dat de gewijzigde *replacement-of-screen-rate* bepaling van de LMA en de verwachte terugvalbepalingen van ISDA naadloos op elkaar zullen aansluiten

Als mogelijk voordeel noemt ISDA dat de methode gemakkelijk valt te begrijpen en eenvoudig kan worden geïmplementeerd. Een mogelijk nadeel is volgens ISDA dat de

54 Voor een uitgebreide toelichting op de voorstellen betreffende aanpassingen met het oog op termijnverschil inclusief rekenkundige formules zijn verwezen naar Annex A (*Approaches for calculating the adjusted RFR*) van het consultatiedocument.

55 Consultatiedocument, p. 11.

56 Consultatiedocument, p. 12.

57 De *forward spread* is het verschil tussen de *spot price* (de huidige prijs) van een financieel instrument en de *forward price* (vooraf vastgestelde prijs voor levering op een later moment) van hetzelfde financiële instrument over een bepaalde periode.

58 De *forward spread curve* zou zijn gebaseerd op een *forward IBOR curve* en een *forward adjusted RFR discount curve*.

59 Consultatiedocument, p. 13.

60 Consultatiedocument, p. 14.

methode, net als de *historical mean/median approach* niet neutraal is voor wat betreft afwijkende verwachtingen over toekomstige marktomstandigheden.⁶¹

7.5.

Om financieel-technische redenen kan niet elk van de voorgestelde aanpassingen met het oog op het termijnverschil worden gecombineerd met elk van de voorgestelde aanpassingen met het oog op het kredietrisicoverschil. Er blijven negen mogelijke combinaties over, die ISDA door middel van een aantal vragen ter beoordeling aan de consultatiedeelname voorlegt.⁶² ISDA heeft aangekondigd dat deelnemers tot 12 oktober 2018 de tijd hebben hun antwoorden op die vragen aan te leveren.

Daarna zal ISDA besluiten aan de hand van welke methodes de *adjusted RFRs* zullen worden vastgesteld en hoe de spread zal worden bepaald.⁶³ Ongeacht de uitkomst van dit proces, verwacht ik niet dat de gewijzigde *replacement-of-screen-rate* bepaling van de LMA en de verwachte terugvalbepalingen van ISDA naadloos op elkaar zullen aansluiten. In het volgende onderdeel leg ik uit waarom niet.

8. Risico op mismatches

8.1.

Zoals in onderdeel 3 besproken, moeten het variabele element in de toepasselijke rente onder een geldlening en de variabele rente-component onder een aan die geldlening gerelateerde renteswap identiek zijn voor een goede match tussen de geldlening en de renteswap. Dat geldt ook voor andere elementen, zoals de lengte en aanvang van de renteperiodes, de betaaldaten, de data waarop de rente opnieuw wordt vastgesteld en de *day-count convention*. In de huidige praktijk worden aan geldleningen gerelateerde renteswaps op variabele rente van die geldleningen afgestemd door dezelfde IBOR te selecteren als de IBOR die wordt gebruikt voor de vaststelling van die variabele rente. Als de rente op een geldlening aan de hand van, bijvoorbeeld, GBP LIBOR of EURIBOR wordt vastgesteld, selecteren de partijen bij een aan die geldlening gerelateerde renteswap voor de vaststelling van de variabele rente-component van die renteswap doorgaans een *floating rate option* in de ISDA-Definitie die daar naadloos bij aansluit. Dit werkt goed zolang de desbetreffende IBOR beschikbaar blijft. De vraag is wat er

op grond van de nieuwe terugvalbepalingen gebeurt als de onderliggende IBOR niet langer beschikbaar is.

8.2.

In onderdeel 6 besprak ik de belangrijkste kenmerken van de gewijzigde *replacement-of-screen-rate* bepaling van de LMA. Goedbeschouwd is de gewijzigde *replacement-of-screen-rate* bepaling geen terugvalbepaling. In plaats daarvan is de strekking van de bepaling beperkt tot het bieden van een kader waarbinnen met instemming van de *majority lenders* wijzigingen van de kredietovereenkomst tot stand kunnen komen naar aanleiding van een situatie waarin de relevante IBOR permanent onbeschikbaar is geworden. Als de relevante IBOR op enig moment permanent onbeschikbaar wordt, moeten de partijen bij de kredietovereenkomst dus om de tafel om te bepalen hoe de overeenkomst moet worden aangepast. Het alternatief is te vertrouwen op de werking van de standaard terugvalbepaling van de LMA. In onderdeel 5 besprak ik al dat die terugvalbepaling niet lijkt te voorzien in een kant-en-klare oplossing voor gevallen waarin de relevante IBOR permanent onbeschikbaar wordt. Voor zover er al ruimte zou zijn voor toepassing van de aanvullende werking van de redelijkheid en billijkheid⁶⁴, dan is het lastig te voorspellen hoe een rechter de bestaande overeenkomst zou aanvullen. Vanwege die onzekerheid is het wat mij betreft geen reële optie te vertrouwen op de uitleg van de standaard terugvalbepaling van de LMA.

8.3.

Uit het consultatiedocument blijkt dat ISDA werkt aan de voorbereiding van terugvalbepalingen die, in tegenstelling tot de gewijzigde *replacement-of-screen-rate* bepaling van de LMA, een concrete terugvaloptie in de vorm van een *adjusted RFR* voorschrijven die (automatisch) in werking treedt vanaf het moment waarop de relevante IBOR permanent onbeschikbaar wordt. De methodes die ISDA voorstelt om de *adjusted RFRs* en de bijbehorende *spreads* te berekenen zijn erop gericht om het termijnverschil en het kredietrisicoverschil tussen IBORs en RFRs zoveel mogelijk te neutraliseren, zodat de overgang van een niet langer gepubliceerde IBOR naar de relevante *adjusted RFR* zo soepel mogelijk zal verlopen. Op zichzelf valt veel te zeggen voor deze aanpak. De (plotselinge) toepassing van een *adjusted RFR* op de variabele rente-component van een renteswap die aan een geldlening is gerelateerd kan echter leiden tot *mismatches* met de variabele rente die, (ook) na toepassing van de gewijzigde *replacement-of-screen-rate* bepaling van de LMA, van toepassing is op die geldlening.⁶⁵ Er valt immers niet te voorspellen of de onderhandelingen over wijziging van de rentevooraanpak zullen leiden tot de toepassing van een nieuwe rentevoet die overeenkomt

61 Voor een uitgebreide toelichting op de voorstellen betreffende aanpassingen met het oog op kredietrisicoverschil inclusief rekenkundige formules zij verwezen naar Annex B (*Methodologies for calculating the spread adjustment*) van het consultatiedocument.

62 (i) *Compounded setting in arrears rate met forward approach*, (ii) *compounded setting in advance rate met forward approach*, (iii) *spot overnight rate met historical mean/median approach*, (iv) *convexity-adjusted overnight rate met historical mean/median approach*, (v) *compounded setting in arrears rate met historical mean/median approach*, (vi) *historical setting in advance rate met historical mean/median approach*, (vii) *spot overnight rate met spot-spread approach*, (viii) *convexity-adjusted overnight rate met spot-spread approach en* (ix) *compounded setting in advance rate met spot-spread approach*.

63 Consultatiedocument, p. 19.

64 Die ruimte is er niet indien de kredietovereenkomst wordt beheerd door Engels recht of het recht van de Staat New York.

65 *Timing mismatches*, i.e. *mismatches* die het gevolg zijn van een situatie waarin de terugvalbepalingen die van toepassing zijn op de geldlening niet op hetzelfde moment van kracht worden als de terugvalbepalingen die van toepassing zijn op de renteswap, blijven in dit artikel buiten beschouwing.

met de *adjusted RFR*. Indien de onderhandelingen niet tot een dergelijk resultaat leiden, is sprake van een *mismatch* tussen het toepasselijke rentetarief onder de kredietovereenkomst en de variabele rente-component van de renteswap. De renteswap vervult dan mogelijk (deels) niet langer de *hedging*functie met het oog waarop de partijen de renteswap oorspronkelijk zijn aangegaan. In het volgende onderdeel bespreek ik welke acties marktpartijen kunnen ondernemen om een dergelijke *mismatches* te voorkomen.

9. Aanbevelingen voor de praktijk

9.1.

Partijen die, bijvoorbeeld in het kader van een herfinanciering, overwegen een kredietovereenkomst met een op een IBOR gebaseerde variabele rente aan te gaan waarvan het risico door middel van een krediet-gerelateerde renteswap moet worden afgedekt, hebben diverse mogelijkheden om te voorkomen dat als gevolg van het wegvallen van die IBOR een *mismatch* tussen het toepasselijke rentetarief onder de kredietovereenkomst en de variabele rente-component van de renteswap zou ontstaan. Die mogelijkheden komen hieronder aan de orde.

Geldlening met vaste rente. Een eerste mogelijkheid is een geldlening met een vaste rente aan te gaan. Deze optie is doorgaans beschikbaar in het geval van geldleningen met een relatief geringe hoofdsom (minder dan € 30 miljoen), bilaterale kredietovereenkomsten of geldleningen die door institutionele beleggers worden verstrekt. In het geval van een geldlening met een vaste rente loopt de kredietnemer geen renterisico en is er geen noodzaak om een renteswap aan te gaan. Van een *mismatch* kan dan uiteraard geen sprake zijn.

Variabele rente gebaseerd op RFR. Een tweede mogelijkheid is een geldlening aan te gaan met een variabele rente die niet gebaseerd is op een IBOR, maar op een RFR. Het renterisico kan in dat geval worden afgedekt met een renteswap waarvan de variabele rente is gebaseerd op dezelfde RFR. Aangezien de variabele rente-componenten van beide instrumenten gebaseerd zijn op een RFR, speelt de eventuele permanente onbeschikbaarheid van een IBOR geen rol. Mijn indruk is dat de beschikbaarheid van producten met een variabele rente-component die is gebaseerd op een RFR in de Nederlandse markt nog zeer beperkt is.

Geen bijzondere stappen. Een derde mogelijkheid is zoals gepland een geldlening aan te gaan met een op een IBOR gebaseerde variabele rente waarvan het risico door middel van een krediet-gerelateerde renteswap moet worden afgedekt zonder bijzondere stappen te nemen met het oog op de eventuele permanente onbeschikbaarheid van die IBOR. In dat geval kunnen de partijen later nog besluiten om door middel van een relevant ISDA-RFR-protocol de gewenste terugvalbepalingen in de toepasselijke ISDA-Definities op te nemen. Indien de relevante IBOR permanent onbeschikbaar wordt, zal de variabele rente-component onder de renteswap zoals thans valt te verwachten daarna op basis van de relevante *adjusted RFR* worden vastgesteld. Wat er vanaf dat moment met de variabele rente onder de krediet-

overeenkomst gebeurt, valt echter niet te voorspellen. Zoals besproken zal daarover moeten worden onderhandeld. De insteek van die onderhandelingen kan zijn dat voor de vaststelling van de rente onder de kredietovereenkomst aansluiting wordt gezocht bij de relevante *adjusted RFR*. Dit heeft weliswaar iets weg van het paard achter de wagen spannen, maar zou in de praktijk een aanvaardbare oplossing kunnen zijn. Een variatie op deze mogelijkheid is dat de betrokken partijen zich van tevoren verbinden om, zodra mogelijk, partij te worden bij het relevante ISDA-RFR-protocol. Een principieel bezwaar tegen deze variatie is dat men zich zou verbinden om iets aan te gaan waarvan de inhoud op voorhand onbekend is. Tot slot zouden de betrokken partijen ervoor kunnen kiezen om volkomen stil te blijven zitten in het vertrouwen dat zij de mogelijkheid hebben om, al dan niet op basis van een *force majeure event*⁶⁶, de renteswap vervoegd te beëindigen op het moment waarop de relevante IBOR wegvalt. Er kleven twee belangrijke risico's aan deze benadering: het risico op geschillen over het moment van beëindiging of de omvang van een eventuele beëindigingsvergoeding en het risico dat het onmogelijk zal zijn op gunstige voorwaarden een vervangende renteswap af te sluiten.

Gewijzigde replacement-of-screen-ratebepaling. Een vierde mogelijkheid is de gewijzigde *replacement-of-screen-ratebepaling* van de LMA op te nemen in de kredietovereenkomst en de ISDA-Definities ongewijzigd te laten. De gewijzigde *replacement-of-screen-ratebepaling* voorziet niet alleen in de mogelijkheid om de kredietovereenkomst te wijzigen in verband met het wegvallen van de relevante IBOR, maar ook in de mogelijkheid om wijzigingen in andere 'Finance Documents' aan te brengen. De ISDA-documentatie waaronder een krediet-gerelateerde renteswap is gedocumenteerd wordt doorgaans als 'Finance Document' aangemerkt. De gewijzigde *replacement-of-screen-ratebepaling* biedt dus dikwijls ook een basis voor wijziging van de ISDA-Definities of het Schedule bij de Master Agreement. Op die basis zouden de partijen zowel de rentebepalingen van hun kredietovereenkomst als de relevante rentebepalingen van de renteswap documentatie kunnen aanpassen met het oog op het wegvallen van een IBOR. Voor dergelijke aanpassingen blijft in beginsel echter wel vereist dat de *majority lenders* hun instemming verlenen.

ISDA-terugvalbepaling in kredietovereenkomst. Een vijfde mogelijkheid is in de kredietovereenkomst een terugvalbepaling op te nemen die, behoudens enkele noodzakelijke aanpassingen, overeenkomt met de relevante terugvalbepaling die op grond van het ISDA-RFR-protocol zal worden opgenomen in de ISDA-Definities. Een variatie op deze methode is overeen te komen dat de relevante terugvalbepaling die op grond van het ISDA-RFR-protocol zal worden opgenomen in de ISDA-Definities, behoudens enkele noodzakelijke aanpassingen, eveneens zal gelden voor de vaststelling van de variabele rente onder de kredietovereenkomst. In beide gevallen wordt bereikt dat de relevante

66 Zie voetnoot 15.

adjusted RFR op hetzelfde moment voor de vaststelling van zowel de variabele rente onder de kredietovereenkomst als de variabele rente-component onder de renteswap zal gelden.

9.2.

Elk van de in het vorige onderdeel genoemde mogelijkheden zijn, afhankelijk van de specifieke omstandigheden en de aard van de onderlinge relatie van de partijen, in meer of mindere mate geschikt om een *mismatch* tussen het toepasselijke rentetarief onder een kredietovereenkomst en de variabele rente-component van de aan die kredietovereenkomst gerelateerde renteswap te voorkomen.

Marktdeelnemers en partijen die adviseren over krediet-gerelateerde renteswaps kunnen zich niet veroorloven om de transitie van IBORs naar RFRs links te laten liggen

Bij enkele van die mogelijkheden zullen de partijen op een later moment alsnog moeten onderhandelen. Dat kan een aanvaardbare oplossing zijn in situaties waarin de partijen

veel vertrouwen in elkaar hebben of waarin hun belangen parallel lopen. In andere situaties kan de onzekerheid over de uitkomst van toekomstige onderhandelingen onaanvaardbaar zijn.

Nu (bij voorbaat) overeenkomen dat de relevante ISDA-terugvalbepaling zowel op de kredietovereenkomst als op de daaraan gerelateerde renteswap van toepassing zal zijn, biedt in beginsel een 'volautomatische' oplossing. Het nadeel is echter dat nog niet vaststaat hoe de ISDA-terugvalbepaling zal luiden. Het is dus niet helder hoe een dergelijke oplossing in de praktijk zal uitpakken. Gezien de huidige stand van zaken is het lastig om in het algemeen een mogelijke oplossing aan te wijzen die de voorkeur verdient. Voorlopig zal dat nog maatwerk blijven. Marktdeelnemers en partijen die adviseren over krediet-gerelateerde renteswaps kunnen zich echter niet veroorloven om de transitie van IBORs naar RFRs links te laten liggen. Het verdient aanbeveling om zowel voor bestaande als voor nieuwe transacties stil te staan bij het risico op een hiervoor genoemde *mismatch* en de mogelijkheden om een dergelijke *mismatch* te voorkomen.

Over de auteur

Mr. R.W.K. Steeg

Advocaat bij Stibbe te Amsterdam.