

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM



Transitie naar alternatieve rentebenchmarks

Terugkoppeling uitvraag

Publieksversie

Publicatiedatum: 25-sep-2019

Aanleiding

Momenteel vindt een wereldwijde transitie plaats naar alternatieve rentebenchmarks.¹ In de Europese Unie is een wettelijk kader voor (rente)benchmarks vastgelegd in de Verordening (EU) nr. 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 prestaties van beleggingsfondsen te meten (BMR). Dit betekent onder meer dat cruciale rentebenchmarks per 1 januari 2022 alleen mogen worden gebruikt voor nieuwe transacties wanneer zij beheerd worden door een beheerder die voldoet aan de vereisten uit de BMR.

Wat doen de AFM en DNB

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) en De Nederlandsche Bank (DNB) vinden de transitie naar alternatieve benchmarks van groot belang voor de financiële sector. In het kader van marktintegriteit en financiële stabiliteit is het belangrijk dat gebruikers van rentebenchmarks zich goed voorbereiden op de transitie. Door inzichtelijk te maken in hoeverre Nederlandse instellingen voorbereid zijn op de transitie en door de beschikbare informatie uit de verschillende internationale gremia uiteen te zetten willen wij bijdragen aan een stabiele financiële sector.

De AFM en DNB hebben daarom april 2019 een vragenlijst over de rentebenchmarktransitie verstuurd aan de voorzitters van een aantal banken, verzekeraars en pensioenfondsen in Nederland. De vragen waren erop gericht om inzicht te krijgen in het gebruik van rentebenchmarks, de risico's die instellingen identificeren bij de transitie en in hoeverre instellingen actie hebben ondernomen om zich voor te bereiden op de transitie.²

De AFM en DNB sporen alle marktpartijen die gebruik maken van rentebenchmarks aan om deze brief in ogenschouw te nemen en zich tijdig voor te bereiden op de transitie. Vanwege het sectorbrede karakter van de rentebenchmarktransitie is besloten om de algemene bevindingen via een terugkoppeling openbaar te maken.

Wat staat er in deze terugkoppeling

Uit de reacties van de respondenten hebben de AFM en DNB waar mogelijk *best practices* geïdentificeerd. Een *best practice* dient niet te worden gezien als een beleidsuiting, maar als een inschatting van een goede aanpak door een instelling. In hoofdstuk 1 zijn de bevindingen op een geaggregeerd niveau weergegeven. Ter volledigheid is de achtergrond van de transitie uiteengezet in hoofdstuk 2. Daarbij is de nadruk gelegd op de voor Nederland meest relevante rentebenchmarks, Euribor en EONIA.

¹ De rentebenchmarktransitie behelst de overgang van bestaande rentebenchmarks naar alternatieve rentebenchmarks.

² Een kopie van de brief is tevens gepubliceerd op de website van de AFM: <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2019/apr/alternatieve-benchmarks>

In het kort: bevindingen & best practices

1. Gebruik van rentebenchmarks: De respondenten maken gebruik van Euribor, EONIA en LIBOR in een of meer hoedanigheden. Daarnaast worden ook andere rentebenchmarks gebruikt in financiële producten en contracten. Het gebruik van rentebenchmarks is divers en raakt veel aspecten van de bedrijfsvoering van instellingen. De best practice is dat instellingen een gedetailleerd en compleet overzicht hebben van het gebruik van benchmarks in de gehele organisatie, alsook een overzicht van de looptijden van het gebruik van elke benchmark.
2. Identificatie van alternatieven: Niet alle respondenten hebben reeds alternatieven geïdentificeerd. De best practice is dat partijen alternatieven identificeren en toekennen aan specifieke productgroepen, en deze alternatieven waar mogelijk al gebruiken.
3. Geïdentificeerde risico's rondom de transitie: Respondenten zien de nodige risico's rondom de transitie. De operationele en juridische risico's worden als groot ervaren. Ook financiële/economische risico's en de risico's ten aanzien van klantrelaties worden genoemd. Daarnaast geven respondenten aan dat de voortdurende onzekerheid over de timing en de uitkomst van de transitie de risico's versterkt.
4. Aanpak van de transitie: Het samenstellen van een intern projectteam is een traject dat bij alle respondenten loopt of op korte termijn opgestart zal worden bij alle instellingen. De best practice is om een centraal georganiseerd projectteam samen te stellen dat alle benchmark-gerelateerde activiteiten binnen de instelling overziet en rapporteert op bestuursniveau. Tevens moet gewaarborgd worden dat dit team werkt met een planning die aansluit op de timing van de transitie. Goed voorbereide partijen zijn voor nieuwe contracten reeds begonnen met de overgang op alternatieve rentebenchmarks.
5. Scenario's: De mate waarin de respondenten met scenario's werken om input te leveren op de planning is zeer divers. Juist door de onzekerheid van de transitie is scenarioplanning erg nuttig. Goed voorbereide partijen hebben verschillende scenario's geïdentificeerd en deze gebruikt als input voor de planning van de transitie.
6. Belemmeringen: Respondenten noemen de onzekerheid over de uitkomsten en timing van de transitie als voornaamste belemmering.
7. Extern advies: De meeste respondenten geven aan gebruik te maken van externe adviseurs. Ook maken partijen gebruik van markevenementen zoals rondetafelgesprekken om kennis op te doen. Deelname aan dergelijke initiatieven en het actief bijdragen aan consultaties en uitvragen zijn een best practice.
8. Informatievoorziening aan klanten: Over het algemeen zijn instellingen momenteel terughoudend met het informeren van klanten, gezien de onzekerheid over de transitie en de impact hiervan op de verschillende soorten klanten. Goed voorbereide respondenten hebben in ieder geval een communicatieplan en communiceren waar mogelijk al aan klanten.

In het kort: De stand van zaken van de transitie

Wat is EONIA?

EONIA is een rentebenchmark gebaseerd op ongedekte transacties tussen banken. Door de beperkte transacties op de onderliggende markt is deze benchmark niet langer geschikt voor gebruik en is besloten om deze uit te faseren. €STR is aangewezen door de Working Group on risk-free rates als alternatief. EONIA zal vanaf 2 oktober 2019 €STR volgen, en zal per 1 januari 2022 ophouden te bestaan. In tegenstelling tot EONIA is €STR ook gebaseerd op transacties met andere entiteiten. Als gevolg ligt €STR tussen de 7-9 basispunten beneden EONIA. Om €STR en EONIA op elkaar te laten aansluiten, zal EONIA vanaf 2 oktober 2019 worden berekend op basis van €STR met een vaste opslag, 8.5 basispunten. De “nieuwe” EONIA zal worden gepubliceerd door EMMI tot 1 januari 2022.

Wat is Euribor?

Euribor was voor de hervorming een benchmark gebaseerd op het tarief dat banken elkaar in rekening brengen voor transacties met looptijden van 1 week, 1 maand en 3, 6 en 12 maanden. De hervorming wordt doorgevoerd met een nieuwe methodologie waarbij niet alleen interbancaire transacties in aanmerking komen, maar ook transacties met andere financiële instellingen en bepaalde overheidsinstellingen. Euribor heeft na de aanpassingen van de methodologie een benchmarkautorisatie gekregen. De BMR schrijft voor dat benchmarkgebruikers een terugvaloptie moeten benoemen voor als een benchmark ophoudt te bestaan. Indien een termijnstructuur op €STR zich ontwikkelt, zal deze mogelijk hiervoor geschikt zijn.

Terugvalopties

Voor een aantal financiële producttypes worden er uniforme terugvalopties ontwikkeld door verschillende organisaties. Zo werkt ISDA aan een protocol voor derivaten, LMA voor syndicaatleningen en AFME voor securitisaties. Daarnaast bekijken standaardzetters en wetgevers naar de problematiek rondom hedge accounting, margin- en clearingverplichtingen voortvloeiend uit de transitie.

HOOFDSTUK 1: Bevindingen

Op basis van de antwoorden van de respondenten hebben de AFM en DNB acht bevindingen uiteen gezet. De bevindingen geven een geaggregeerd beeld van de verschillende sectoren; banken, verzekeraars en pensioenfondsen. Waar mogelijk zijn er *best practices* geformuleerd.

1. Identificatie van het gebruik van rentebenchmarks

Rentebenchmarks worden op grote schaal gebruikt door de gehele productketen van financiële instellingen. De instellingen gebruiken voor het overgrote deel Euribor, EONIA en LIBOR. Voor buitenlandse activiteiten worden ook andere (lokale) rentebenchmarks gebruikt. Rentebenchmarks worden doorgaans vastgesteld in verschillende looptijden, zoals 1 daags of 6 maands. De hoogte van de rentebenchmark zal per looptijd van de benchmark verschillen. Rentebenchmarks worden gebruikt in bijvoorbeeld leningen, rentederivaten en schuldinstrumenten. Ook vervullen rentebenchmarks een belangrijke rol als meetlat voor de prestaties van een beleggingsportefeuille of beleggingsstrategie voor investeerders. Tot slot worden benchmark-afhankelijke rentecurves gebruikt als input voor de verdisconteringsfactor voor het vaststellen van onder meer de dekkinggraad van pensioenfondsen en toekomstige verplichtingen van verzekeraars.

De respondenten die een uitgebreide analyse van het benchmarkgebruik hebben gemaakt, tonen een overzicht van de uitzettingen, uitgesplitst per producttype en met de resterende looptijden van de producten. Voor wat betreft de looptijd van een product is het met name relevant om in kaart te hebben gebracht welke producten na 31 december 2021 doorlopen. Op die datum eindigt de overgangperiode voor cruciale benchmarks van de BMR en zal EONIA, indien niet geautoriseerd voor gebruik in de Europese Unie, niet langer gebruikt mogen worden in nieuwe contracten. Ook bestaande contracten moeten voor die tijd zijn omgezet naar een nieuwe benchmark, omdat EONIA per 1 januari 2022 ophoudt te bestaan. Ook heeft de Financial Conduct Authority, de toezichthouder op de beheerder van LIBOR, aangegeven dat zij na die datum LIBOR niet zal ondersteunen.³ Over het algemeen geldt: hoe langer de looptijd van een product, hoe groter het risico dat de oorspronkelijke benchmark wegvalt of wezenlijk verandert gedurende die periode.

2. Identificatie van alternatieven

De meerderheid van de respondenten heeft aangegeven dat er alternatieven zijn aangewezen voor de meest gebruikte benchmarks. De meest genoemde alternatieven zijn €STR, SONIA en SOFR. De respondenten kijken daarmee niet af van de officieel aangewezen alternatieve rentebenchmarks. De hybride Euribor wordt een enkele keer genoemd als alternatief voor Euribor. Nu deze de bestaande Euribor vervangt, beschouwen de AFM en DNB de hybride Euribor echter niet als alternatief. Enkele respondenten hebben nog geen vervangende benchmarks aangewezen.

³ <https://www.fca.org.uk/markets/libor>

Verder wordt opgemerkt dat de nieuwe rentebenchmarks doorgaans eendaagse rentes zijn. Echter, er is ook veel behoefte aan rentebenchmarks met een meerdaagse tijdsperiode, zogenoemde termijnrentes. Verder merken respondenten op dat het nog onzeker is of de aangewezen alternatieve benchmarks zullen worden aanvaard door de markt, wat bepalend is voor hun bruikbaarheid als alternatief. Tot slot wordt gewezen op de fragmentatie die door de transitie ontstaat in het wereldwijde landschap; zo zijn er zowel gedekte als ongedekte alternatieve benchmarks en zijn er verschillen in het moment van publicatie. Bovenstaande verschillen leiden tot operationele complicaties.

Goed voorbereide respondenten hebben voor de belangrijkste valuta's alternatieve rentebenchmarks geïdentificeerd en deze idealiter gealloceerd naar de producttypen. Evenzeer hebben enkele instellingen nagedacht over de mogelijkheden om over te stappen van termijnrentes naar eendaagse rentes.

3. Geïdentificeerde risico's van de transitie

De meest genoemde risicocategorieën zijn i) operationeel, ii) financiële/economisch, iii) juridisch, iv) risico's voor klantrelaties en v) de onzekerheid over de timing en uitkomsten van de transitie. Onderstaand zijn deze risico's uiteen gezet.

Operationeel: De transitie is zeer ingrijpend voor de respondenten. Zo zien zij het risico dat modellen, IT systemen en dataprocessen niet tijdig zijn ingericht en afdoende getest op het moment van de overgang. Hierdoor kunnen modeluitkomsten onjuist zijn met nadelige gevolgen voor de risico-inschatting, beleggingsbeslissingen en waarderingen. Ook wordt de operationele uitvoering van het omzetten van de contracten die geraakt worden door de transitie vaak genoemd als risico. Bij veel instellingen heeft de systeemovergang van T naar T+1 op het moment van €STR publicatie op 2 oktober 2019 hoge prioriteit. EONIA zal vanaf dat moment ook op T+1 worden gepubliceerd. Verder wordt gezien dat operationele risico's nauw verband houden met andere risico's en dat de transitie daarom integraal moet worden benaderd. Het risico dat leveranciers en dienstverleners de werkzaamheden die gemoeid gaan met de transitie niet aan kunnen door capaciteitsproblemen werd slechts een enkele keer genoemd. Door de omvang van de transitie is dit risico moeilijk te mitigeren voor partijen.

Financieel: De transitie raakt direct aan de waardering van veel financiële producten. Zo worden rentebenchmarks gebruikt in de kasstromen van rentederivaten, variabele hypotheekleningen en leningen, en voor de verdiscontering van financiële producten. Met name voor partijen met een balans op marktwaarde en partijen met veel langlopende renteproducten kan de impact op waarderingen groot zijn. Een verandering in de waardering leidt ook tot hedge risico's. Zo kan een afdekkingsinstrument (hedge) mogelijk minder goed functioneren als de rentebenchmark verandert, of als de rentebenchmark van het afdekkingsinstrument op een later tijdstip wordt aangepast ten opzichte van de

rentebenchmark van het afgedekte instrument. Ook zien respondenten het risico dat bepaalde hedge relaties niet meer voldoen aan de voorwaarden om hedge accounting te mogen toepassen. Het risico voor hedge relaties kan worden versterkt indien er geen termijnstructuur beschikbaar komt voor de alternatieve benchmark of als de onderliggende markt van afdekkingsinstrumenten gebaseerd op de alternatieve benchmarks niet voldoende liquide is. Tot slot zien respondenten het risico dat niet alle marktinfrastructuur tegelijk overgaat op alternatieve benchmark, zoals clearinginstellingen. Dit kan leiden tot onduidelijkheid over waarderingen, betalingen en contractaanpassingen.

Juridisch: De vereiste aanpassingen van contracten vormen een risico voor partijen. Allereerst is het een uitdaging om alle contracten die refereren naar een rentebenchmark in kaart te brengen. Vervolgens moeten deze contracten, indien mogelijk, worden voorzien van een terugval optie ofwel worden overgezet naar een alternatieve benchmark. Instellingen zien hierbij het risico dat er een conflict kan ontstaan met de tegenpartij over het wijzigen of opzeggen van het contract. Een aantal partijen maakt onderscheid in het type contract ter inschatting van het risico. Voor gestandaardiseerde contracten met professionele tegenpartijen, zoals de meeste derivaten, wordt het risico lager geacht, omdat verwacht wordt dat de brancheorganisaties het voortouw nemen om standaardteksten op te stellen. Voor contracten met niet-professionele partijen, zoals leningen aan klanten, wordt het risico op juridische geschillen groter geacht. Verder wordt het risico genoemd dat een benchmarkwijziging ervoor zorgt dat contracten onder regelgeving komen te vallen waarvan zij momenteel zijn vrijgesteld, zoals margin- en clearingverplichting en rapportage in transactieregisters.

Klantrelaties: Richting klanten is het voornaamste risico dat zij zich benadeeld kunnen voelen als hun contract wordt aangepast vanwege de transitie. Respondenten zien een significante informatie-asymmetrie tussen instellingen en klanten aangaande de transitie. Mogelijkerwijs kan dit leiden tot het risico dat klanten zouden kunnen veronderstellen dat de transitie wordt misbruikt indien de transitie een ongunstige uitkomst voor hen lijkt te hebben. Een gebrek aan transparante communicatie en informatievoorziening aan klanten vergroot daarom het risico op reputatieschade of een procedure. Respondenten realiseren zich dat klanten tijdig en zorgvuldig geïnformeerd moeten worden over de transitie om dit risico te mitigeren. Desondanks zijn de meeste partijen nog niet proactief begonnen met het informeren van klanten. Als voornaamste reden hiervoor wordt de huidige onzekerheid over de precieze uitwerking van de transitie genoemd. Wel hebben de meeste partijen algemene informatie beschikbaar gesteld voor klanten en worden medewerkers opgeleid over de transitie.

Onzekerheid: De voortdurende onzekerheid over alternatieve rentebenchmarks is een element dat veel genoemd wordt door respondenten als het over risico's gaat. Er is nog veel onduidelijkheid over de uiteindelijke vorm van alternatieve benchmarks en of deze alternatieven voldoende zullen worden aanvaard door marktpartijen. De onzekerheid zorgt ervoor dat systemen nog niet volledig (kunnen) worden aangepast, waarderingsschokken

moeilijk kunnen worden ingeschat en dat contracten nog niet kunnen worden aangepast naar een toekomstbestendige vorm. Deze onzekerheid werkt daarom als een versterker van bovenstaande risico's. In de beste gevallen werken instellingen aan de hand van verschillende scenario's zodat er ondanks de onzekerheden acties kunnen worden ondernomen. Tot slot wordt aangegeven dat er behoefte is aan meer begeleiding en sturing vanuit toezichthoudende instanties over het verloop van de transitie.

4. Aanpak van de transitie

Alle respondenten geven aan dat er een projectteam is opgericht of op korte termijn zal worden opgericht. Sommige instellingen zijn nog in de fase dat er een inventarisatie van de mogelijke impact wordt gemaakt, terwijl anderen al langer lopende projecten hebben. Het merendeel van de projectteams rapporteert op directieniveau, wat aangeeft dat de transitie van groot belang is. Dit blijkt ook uit het feit dat doorgaans met een gecentraliseerde aanpak wordt gewerkt, waarbij medewerkers vanuit de gehele organisatie worden betrokken bij de projectgroepen. Zodoende wordt er zicht gehouden op alle aspecten van de transitie en ontstaat de benodigde samenhang. In de beste gevallen hebben partijen een einddoel of einddatum vastgesteld.

Enkele respondenten hebben voor nieuwe contracten reeds een terugvaloptie opgenomen die rekening houdt met de ontwikkeling van nieuwe benchmarks en het permanent wegvallen van bestaande benchmarks. Deze teksten worden doorgaans afgeleid van internationale marktstandaarden. Op deze manier kunnen contracten op een op voorhand afgesproken wijze worden aangepast naar de alternatieve benchmark. Wel is het van belang dat een bevoegdheid tot een eenzijdige contractaanpassing zorgvuldig wordt gecommuniceerd aan een wederpartij of klant.

5. Scenario's

De mate waarin de respondenten werken met verschillende scenario's verschilt sterk. Respondenten houden er ofwel rekening mee dat Euribor geleidelijk overvloeit in de hybride Euribor, dat beide benchmarks tegelijk bestaan of dat Euribor abrupt overgaat in de hybride Euribor. Feitelijk doet de eerste situatie, een geleidelijke overgang, zich voor. Ook wordt concreet rekening gehouden met het scenario waarbij Euribor op de middellange termijn stopt. Daarnaast houdt een aantal respondenten rekening met onvoldoende liquiditeit van alternatieve benchmarks, waardoor een termijnstructuur zich niet zou ontwikkelen.

In de beste gevallen zijn er verschillende transitiepaden geïdentificeerd voor cruciale rentebenchmarks. Hierbij kan gedacht worden aan een abrupte stop van publicatie van een benchmark, een vooraf aangekondigde stop van publicatie, een geleidelijke overgang waarbij de benchmark nog beschikbaar is voor legacy contracten en tot slot een situatie waarbij een rentebenchmark beschikbaar blijft maar er ook goede alternatieve referentierentes beschikbaar zijn. In algemene zin gaven de meest complete antwoorden een overzicht van

verschillende realistische scenario's en werd duidelijk dat deze scenario's input leverde voor de planning die gemaakt wordt voor de transitie.

6. Belemmeringen

De voortdurende onzekerheid wordt eenduidig aangehaald als de grootste belemmering om concrete voorbereidingen te treffen. Het is voor respondenten onduidelijk wat de uiteindelijke standaardbenchmark zal worden in Europa en wanneer deze zich zal ontwikkelen. Ook is onduidelijk wanneer er een termijnstructuur zal ontstaan en hoe deze termijnstructuur wordt berekend. Daarbij wordt opgemerkt dat er voor euro-benchmarks meer onduidelijkheid bestaat dan voor GBP en USD benchmarks, mede vanwege het uitblijven van duidelijke richting door toezichthouders. Een verklaring hiervoor is dat de LIBOR en US LIBOR worden beheerd vanuit - en voornamelijk worden gebruikt in - een nationale markt, respectievelijk het VK en de VS, terwijl de euro benchmarks worden beheerd in een Europese lidstaat, maar door de gehele EU wordt gebruikt. De oproep wordt gedaan tot meer begeleiding en informatieverschaffing aan de markt vanuit de toezichthoudende instanties.

Respondenten realiseren zich dat de markt eindverantwoordelijk is voor de transitie van Euribor en EONIA. Instellingen worden daarom verwacht actief bij te dragen aan de transitie door betrokken te zijn bij internationale gremia en publieke consultaties. Een aantal instellingen geeft aan goed aangehaakt te zijn bij de internationale gremia die werken aan de ontwikkeling van alternatieve benchmarks. De mededingingsregels vormen volgens partijen echter een belemmering voor een nauwe samenwerking op dit vlak.

De mogelijkheid dat benodigde aanpassingen in contracten impact kunnen hebben op bepaalde uitzonderingen voor margin- en clearingverplichtingen onder Europese wetgeving zou partijen ook remmen in het aanpassen van contracten.

7. Extern advies

Het merendeel van de respondenten geeft aan zich te laten adviseren door externe partijen. Dit heeft voornamelijk betrekking op juridisch advies en het opdoen van kennis over de transitie, niet zozeer op het uitvoeren van de transitie. Dit laatste komt mogelijk aan de orde op het moment waarop contracten op grote schaal moeten worden aangepast, maar brengt ook vertrouwelijkheidsrisico's met zich mee.

Naast adviespartijen maken respondenten ook gebruik van marktevenementen over de rentebenchmarktransitie om kennis op te doen. Zo zijn er rondetafelgesprekken door de bancaire belangenorganisaties waaraan banken deelnemen. Deelname hieraan is een goede manier om kennis op te doen over de transitie, en om te leren van de ervaringen van anderen. Dergelijke initiatieven vanuit andere sectorale belangenverenigingen worden als wenselijk gezien.

8. Informatievoorziening aan klanten

De mate waarin klanten reeds worden voorzien van informatie over de transitie varieert per instelling. De huidige onzekerheid wordt gezien als voornaamste reden om vooralsnog af te zien van communicatie naar klanten. Het is voor partijen lastig om te bepalen wat ze precies met welke klanten moeten delen, en wanneer. Wel geven een aantal instellingen aan dat zij algemene informatie communiceren aan klanten, of vraag gestuurd werken.

In de beste gevallen hebben partijen platforms opgezet waarmee klanten op de hoogte worden gehouden. Ook worden nieuwe producten waarvoor de transitie van toepassing is, zoals variabele hypotheekleningen, voorzien van actuele informatie. Enkele partijen werken aan een concreet communicatieplan richting klanten.

HOOFDSTUK 2: De transitie

Dit hoofdstuk bevat informatie over de belangrijke rentebenchmarks in de Eurozone, de achtergrond van de transitie en de informatieverstrekking door de betrokken partijen.

Rentebenchmarks spelen een essentiële rol bij de werking van financiële markten en een goed functionerend financieel systeem. De meeste rentebenchmarks zijn *interbank offered rates* (IBORs). Dit zijn de tarieven die banken elkaar in rekening brengen voor krediettransacties. De drie belangrijkste rentebenchmarks zijn op dit moment de *London Interbank Offered Rate* (LIBOR), de *Euro Overnight Index Average* (EONIA) en de *European Interbank Offered Rate* (Euribor). EONIA en Euribor zijn voor de Eurozone, en voor Nederland, de meest belangrijke rentebenchmarks. De transitie die wordt besproken in dit stuk, beperkt zich tot deze twee benchmarks.

Rentebenchmarks worden op grote schaal gebruikt in een breed scala aan financiële producten. Het gaat hier bijvoorbeeld om hypotheekrentes met een variabele rente, tal van financiële derivaten en leningen aan bedrijven. Ook vervullen rentebenchmarks een belangrijke rol bij prijstransparantie, doordat een benchmark een onafhankelijke maatstaf biedt voor de waardering van contracten. Tevens worden zij gebruikt bij het vergelijken van prestaties van een beleggingsportefeuille, beleggingsfonds of beleggingsstrategie door investeerders. Tot slot worden rentebenchmarks gebruikt als verdisconteringsfactor voor het vaststellen van onder meer dekkingsgraden van pensioenfondsen en verplichtingen van verzekeraars.

Wanneer beheerders van cruciale benchmarks⁴ uiterlijk per 1 januari 2022 niet voldoen aan de vereisten uit de BMR, dan mogen deze benchmarks niet langer gebruikt worden voor nieuwe transacties in de EU. Meerdere internationale gremia hebben naar aanleiding van de geconstateerde manipulaties van de rentebenchmarks aanbevolen de huidige rentebenchmarks te hervormen. Zo publiceerde de *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) in 2013 beginselen voor de administratie, berekening en transparantie van financiële benchmarks⁵ en deed de *Financial Stability Board* (FSB) aansluitend in 2014 aanbevelingen om bestaande benchmarks te versterken en nieuwe risicovrije benchmarks te ontwikkelen⁶. Om deze aanbevelingen opvolging te geven vinden in verschillende delen van de wereld, waaronder de VS, het VK, Zwitserland, Japan en de EU, momenteel hervormingen plaats.

In de EU zijn de aanbevelingen verankerd in de BMR, die in juni 2016 in werking trad. Dit brengt onder meer met zich mee dat beheerders van cruciale rentebenchmarks uiterlijk per 1 januari 2022 moeten voldoen aan de vereisten uit de BMR, om ervoor te zorgen dat deze benchmarks gebruikt mogen worden voor nieuwe transacties. De BMR bevat algemene regels over de bedrijfsvoering van de benchmarkbeheerder, stelt eisen aan de inputdata en methodologie van een benchmark en legt ook een aantal specifieke vereisten voor rentebenchmarks en voor

⁴ Zoals gedefinieerd in artikel 3 BMR.

⁵ <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>

⁶ www.fsb.org/wp-content/uploads/r_140722.pdf

cruciale benchmarks neer. Zo schrijft de BMR voor dat rentebenchmarks in een specifieke volgorde gebruik moeten maken van inputgegevens. Rentebenchmarks die gebruik maken van contributies⁷, zoals Euribor, moeten tevens een externe audit laten uitvoeren en een gedragscode opstellen. Cruciale benchmarks hebben ook additionele eisen, zoals een toezichtcollege en de mogelijkheid voor de toezichthouder om contribuanten te verplichten gegevens voor de benchmark aan te leveren.

De huidige Europese rentebenchmarks (EONIA en Euribor) voldeden in hun oorspronkelijke vorm niet aan de eisen die volgen uit de BMR. De transitieperiode onder de BMR voor deze cruciale benchmarks loopt tot 1 januari 2022. Momenteel werkt het European Money Markets Institute (EMMI) – de benchmarkbeheerder van zowel EONIA als Euribor – in samenwerking met een werkgroep onder het secretariaat van de Europese Centrale Bank (ECB) (*Working group on euro risk-free rates, de RFR-werkgroep*) alternatieven uit.⁸ De website van de ECB bevat een overzicht van de werkzaamheden van de RFR-werkgroep. De RFR-werkgroep is een werkgroep bestaande uit marktpartijen, waarvoor de ECB het secretariaat verzorgt. Deze werkgroep heeft verschillende werkstromen opgezet waarin wordt gewerkt aan oplossingen voor de problemen van de transitie.

EONIA

EONIA is een referentierente gebaseerd op uitgevoerde transacties. EONIA wordt berekend als een gewogen gemiddelde van alle ongedekte⁹ ééndagse (*overnight*) interbancaire krediettransacties van banken die aan het panel deelnemen (momenteel 28). De ECB treedt namens de beheerder van EONIA, het EMMI, op als de berekeningsagent voor EONIA. Het EMMI heeft geconcludeerd dat er onvoldoende mogelijkheden zijn om deze benchmark te laten voldoen aan de BMR. De belangrijkste problemen bij de totstandkoming van EONIA zijn de toenemende mate van concentratie van deelnemende banken en het gebrek aan transacties op de markt, die mede het gevolg zijn van overliquiditeit in de interbancaire markt. Deze markeigenschappen maken het lastig om te garanderen dat de benchmark voldoende robuust, betrouwbaar en veerkrachtig is, wat door de BMR wordt vereist. Een van de risico's is bijvoorbeeld een toenemende volatiliteit en daarmee onzekerheid voor gebruikers van deze benchmark. De RFR-werkgroep heeft uitgebreid gekeken naar alternatieven voor EONIA, en heeft een marktconsultatie gehouden om alternatieven te vinden voor EONIA.¹⁰ Hierbij is zowel gekeken naar ongedekte als gedekte alternatieven voor EONIA.

Er is uiteindelijk door de RFR-werkgroep voorgesteld om €STR als alternatief voor EONIA te introduceren. €STR (Euro Short-Term Rate) is een door de ECB samengestelde nieuwe benchmark. De ECB ontvangt de input data op grond van de MMSR¹¹. Dit betekent dat het niet gebaseerd is

⁷ Het contribuëren aan een benchmark betekent het leveren van inputgegevens aan een benchmarkbeheerder, zoals bedoeld in de BMR.

⁸ https://www.ecb.europa.eu/paym/initiatives/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/html/index.en.html

⁹ Ongedekte rentebenchmarks zijn gebaseerd op transacties waarbij er geen onderpand wordt uitgewisseld. Bij een gedekte transactie vindt er wel onderpanduitwisseling plaats.

¹⁰ https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/cons/euro_risk-free_rates/consultation_details_201806.en.pdf

¹¹ Money Market Statistical Reporting

op vrijwillige contributies die ook weg kunnen vallen. €STR is een ongedekte, ééndaagse rente voor de euro, die wordt afgeleid uit korte leningen tussen banken onderling en wholesale geldtransacties die worden verstrekt aan banken door andere partijen. Door de benchmark niet alleen te baseren op interbancaire transacties, maar ook op transacties met andere entiteiten, zoals geldmarktfondsen en verzekeringsmaatschappijen, zijn er voldoende transacties om deze benchmark een stevig fundament te geven. Hoewel €STR en EONIA beide benchmarkrentes zijn voor ongedekte eendaagse leningen, is de hoogte van deze benchmarks in de praktijk niet gelijk aan elkaar. Door de huidige overliquiditeit in de markt moeten niet-bancaire partijen een tarief onder de negatieve ECB-depositorente betalen om cash bij deze banken onder te brengen. Banken kunnen tegen de depositorente hun geld bij de ECB stallen en daarmee is de rente op de ECB depositofaciliteit voor hen een ondergrens. Het verschil tussen EONIA en €STR is rond de 7-9 basispunten. Bovendien is €STR minder volatiel dan EONIA. Om de transitie van EONIA af te vergemakkelijken, heeft de RFR-werkgroep voorgesteld dat EMMI de methodologie van de berekening van EONIA voor 1 januari 2020 aanpast. De nieuwe EONIA zal dan worden berekend als zijnde €STR met een vaste opslag van 8.5 basispunten. Deze “nieuwe” EONIA zal worden gepubliceerd door EMMI vanaf 2 oktober 2019 tot 1 januari 2022. Deze periode moet marktpartijen voldoende tijd geven om volledig over te stappen op €STR. Een belangrijk verschil tussen de oude en nieuwe EONIA is, naast de hoogte van de benchmark, het tijdstip van publicatie. EONIA wordt tot 30 september 2019 's avonds gepubliceerd. €STR wordt 's ochtends om 8.00 uur door de ECB gepubliceerd en EMMI zal de nieuw gekalibreerde EONIA omstreeks 9.15 uur publiceren.

Euribor

De Euribor benchmark was tot voor kort gebaseerd op het tarief dat banken elkaar in rekening brachten voor krediettransacties met looptijden van 1 week, 1 maand en 3, 6 en 12 maanden. Het ging hierbij niet om daadwerkelijke transacties, maar om schattingen. De totstandkoming van Euribor was jarenlang gebaseerd op een dagelijkse enquête gehouden onder banken voornamelijk gevestigd in de Eurozone. Het uitgangspunt van de BMR is dat benchmarks zoals Euribor zoveel mogelijk worden gebaseerd op daadwerkelijke transacties. Het is echter in de praktijk onmogelijk gebleken om Euribor op transacties te baseren omdat er te weinig transacties plaatsvinden, en deze bovendien worden uitgevoerd door een beperkt aantal contribuanten. Er zijn nu 18 panelbanken die bijdragen aan de Euribor, ooit waren het er meer dan 40.

EMMI heeft daarom een ‘hybride’ model uitgewerkt, zie onderstaande tabel. Dit model wordt gefaseerd ingevoerd. Contribuanten van inputgegevens aan Euribor worden één voor één overgezet op de nieuwe manier van contribuëren, om de markt zo min mogelijk te verstoren. Dit proces loopt tot eind 2019. Allereerst zullen inputgegevens gebaseerd worden op daadwerkelijke transacties in de onderliggende rente voor de desbetreffende looptijd (level 1). Als voor de specifieke looptijd geen transacties voorhanden zijn, dan zullen de inputgegevens worden gebaseerd op transacties met een looptijd die daarbij in de buurt liggen (level 2). Tot slot bestaat de mogelijkheid de inputgegevens te baseren op transacties in soortgelijke markten, waarbij

eventueel gebruik kan worden gemaakt van quoteringen waarop instellingen transacties aanbieden of het oordeel van de contribuant (level 3).

Hybride systematiek Euribor

Level 1	Indiening volledig gebaseerd op transacties in de onderliggende rente voor de gegeven looptijd op basis van een formule aangeboden door EMMI	
Level 2	Indiening volledig gebaseerd op transacties in de onderliggende rente voor het hele spectrum van looptijden op basis van een formule aangeboden door EMMI	2.1 Aanpassing o.b.v. lineaire interpolatie van aangrenzende looptijden
		2.2 Transacties op niet gedefinieerde looptijden
		2.3 In aanmerking komende transacties uit het verleden
Level 3	Indiening gebaseerd op transacties in de onderliggende rente en/of data afkomstig van een variëteit van markten gerelateerd aan de ongedekte euro geldmarkt, gebruik makend van een combinatie van modelleringstechnieken, quotes en/of oordeel van panel-banken op basis van EMMI richtlijnen.	

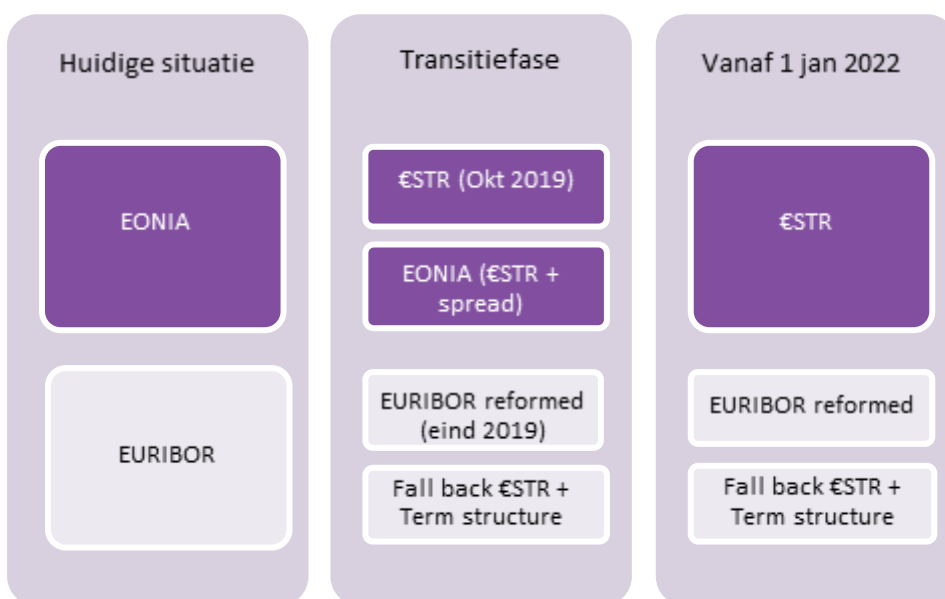
Uit de eerste resultaten blijkt dat ook de hybride Euribor deels gebaseerd zal zijn op oordeelsvorming (level 3). EMMI heeft een eerste inschatting gemaakt in hoeverre de hybride methodologie afhankelijk is van de verschillende mogelijkheden voor het indienen van de input door de contribuant. Uit de resultaten blijkt dat voor alle termijnstructuren geldt dat er nog steeds in grote mate moet worden teruggevallen op alternatieven, waar het professioneel oordeel van de contribuant onderdeel van uitmaakt. Aanvullend geldt dat het voor benchmarks met langere termijnstructuren moeilijker is om de benchmark te baseren op daadwerkelijke transacties. Inmiddels is duidelijk geworden dat de hervormde Euribor voldoet aan de eisen van de BMR. De Belgische toezichthouder, de FSMA, heeft EMMI op 3 juli 2019 geautoriseerd voor het aanbieden van Euribor. Het tarief van de hervormde Euribor zal verschillen van de oude Euribor. Volgens EMMI bedraagt het gemiddelde verschil tussen de oude Euribor en de hybride Euribor gemiddeld voor alle looptijden tussen de -1 en -5 basispunten.¹² Momenteel wordt gekeken of €STR met een aanvullend termijnstructuur kan worden gebruikt als terugvaloptie voor Euribor. De BMR schrijft voor dat benchmarkgebruikers een terugvaloptie moeten benoemen voor het geval dat een benchmark ophoudt te bestaan. Door een termijnstructuur toe te voegen aan €STR kan deze mogelijk dienen als terugvaloptie voor de hervormde Euribor. Dit zal echter afhangen van verschillende ontwikkelingen, waaronder de mate waarin de markt gebruik maakt van €STR.

¹² https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/D0373-2018%20Second%20Consultation%20Hybrid%20EURIBOR_full.pdf

Termijnstructuur €STR

Het toevoegen van een termijnstructuur aan een ééndaagse rente zal door een mogelijk gebrek aan liquiditeit in de markt problematisch kunnen zijn. Om een termijnstructuur te kunnen toevoegen aan een referentierente zal gebruik moeten worden gemaakt van transacties in afgeleide producten (derivaten). Dit kan bijvoorbeeld door te kijken naar markttransacties in de bij de referentierente horende *futures*-markt of *swap*-markt. Momenteel bestaat de markt voor dergelijke contracten nog niet. Het risico is dan ook dat als deze markt onvoldoende van de grond komt, de termijnstructuur door een gebrek aan liquiditeit niet (of niet betrouwbaar) kan worden vastgesteld.

Schematisch overzicht van de transitie



Internationale gremia en brancheorganisaties

Voor een aantal gestandaardiseerde financiële producten worden er uniforme terugvalopties ontwikkeld. Voor derivatencontracten is de *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) bezig met het opstellen van een protocol met terugval opties. Zo heeft ISDA onlangs een consultatie uitgebracht over terugvalopties voor LIBOR-benchmarks in o.a. GBP, JPY, USD en CHF.¹³ Een grote meerderheid van de marktpartijen heeft een voorkeur voor de "*compounded setting in arrears*" als alternatieve risico-vrije component en de "*historical mean/median approach*" voor de spread-aanpassing als terugvaloptie voor alle benchmarks. ISDA verwacht eind 2019 een dergelijke consultatie voor Euribor en EUR LIBOR te publiceren. De *Loan Market Association* (LMA) werkt voor syndicaat-leningen aan een algemene terugvaloptie. Tot slot heeft de *Association for Financial Markets in Europe* (AFME) een terugvaloptie ontwikkeld voor

¹³ <https://www.isda.org/2019/07/30/isda-publishes-preliminary-results-of-supplemental-benchmark-fallbacks-consultation/>

securitisaties¹⁴. De voorziening voor securitisaties is met name bedoeld voor *residential mortgage backed securities* (RMBS), maar kan volgens AFME ook worden gebruikt voor andere activa. Voor floating rate notes en bilaterale leningen zijn er voor EUR benchmarks nog geen initiatieven geweest, maar voor USD gedenomineerde contracten zijn er wel terugvalopties geconsulteerd. Het is daarom goed denkbaar dat er op termijn een soortgelijke consultatie voor EUR contracten plaatsvindt.

Central counterparties (CCPs) hebben een grote rol in de adoptie van de nieuwe benchmarks omdat zij rentebenchmarks gebruiken voor de verdiscontering van kasstromen en om de vergoeding op cash onderpand voortvloeiend uit margeverplichtingen te bepalen. Eurex Clearing heeft aangegeven dat het op 18 november 2019 een start wil maken met de clearing van €STR gelinkte derivaten en een rapport opstelt over de toekomstige verdiscontering op basis van €STR.¹⁵ LCH SwapClear zal vanaf 21 oktober clearing van €STR swaps tot een looptijd van 51 jaar aanbieden.¹⁶ In andere jurisdicties, zoals de VS, zijn al initiatieven gestart met de clearing van alternatieve benchmarks. Hiermee spelen CCPs een belangrijke rol in de liquiditeitsopbouw van alternatieve benchmarks.

De *International Accounting Standards Board* (IASB) werkt aan voorstellen voor de aanpassing van IFRS9 in het kader van hedge accounting. In mei 2019 heeft IASB een *exposure draft*¹⁷ gepubliceerd waarin het aanbevelingen doet over hedge accounting vraagstukken die zich voorafgaand aan de overgang naar alternatieve rentebenchmarks voordoen, zogenoemde *pre-replacement issues*. Inhoudelijk wordt voorgesteld dat instellingen mogen veronderstellen dat de rentebenchmark ongewijzigd blijft tot het moment waarop de aanpassing naar een alternatieve benchmark heeft plaatsgevonden. Hiermee worden hedge accounting relaties behouden. Daarnaast houdt de IASB de effecten voor hedge accounting vanaf het moment waarop contracten overgaan op alternatieve benchmarks nauwlettend in de gaten. Zo kan de overgang gevolgen hebben voor de hedge effectiviteit tussen het afgedekte instrument en het afdekkingsinstrument of kan de hedge documentatie voorschrijven dat enkel de originele rentebenchmark mag worden gebruikt in de hedge relatie. IASB is voornemens dat hedge accounting relaties gehandhaafd kunnen worden zolang de economische relatie tussen het afgedekte instrument en het afdekkingsinstrument in stand blijft.

Er is een internationale consensus dat het aanpassen van contracten uitsluitend met het doel tot naleving van de Benchmarkverordening niet mag leiden tot nieuwe marge- en of clearingverplichtingen waarvoor het bestaande contract is uitgesloten. De BCBS en IOSCO hebben dit in het voorjaar aangegeven middels een persbericht.¹⁸ De Europese Commissie, in overeenstemming met Europese toezichthoudende autoriteiten, is voornemens om deze lijn over

¹⁴ <https://www.afme.eu/globalassets/downloads/consultation-responses/afme-sts-modifications-to-securitisation-issues-without-direct-noteholder-consent-model-wording-august-2014.pdf>

¹⁵ <https://www.eurexclearing.com/clearing-en/resources/initiatives/ibor-reform>

¹⁶ <https://www.lch.com/membership/ltd-membership/ltd-member-updates/benchmark-reform-impact-swapclear-eur-products>

¹⁷ <https://www.ifrs.org/news-and-events/2019/05/iasb-proposes-targeted-amendments-to-ifrs-standards-in-response-to-ibor-reform/>

¹⁸ <https://www.bis.org/press/p190305a.htm>

te nemen in Europese wetgeving. Zodoende wordt erop toegezien dat Europese partijen eenzelfde behandeling hebben als partijen buiten de EU.

De Nederlandsche Bank

T 020 524 9111 | F 020 524 2500

Postbus 98 | 1000 AB Amsterdam

www.dnb.nl

Autoriteit Financiële Markten

T 020 797 2000 | F 020 797 3800

Postbus 11723 | 1001 GS Amsterdam

www.afm.nl

De tekst van deze publicatie is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontlenen. Door veranderende wet- en regelgeving op nationaal en internationaal niveau is het mogelijk dat de tekst niet actueel is op het moment dat u deze leest. De Autoriteit Financiële Markten en De Nederlandsche Bank zijn niet aansprakelijk voor de eventuele gevolgen – bijvoorbeeld geleden verlies of gederfde winst – ontstaan door of in verband met acties ondernomen naar aanleiding van deze tekst.