

UPDATE WET- EN REGELGEVING

# LDI/Rentederivaten

## IN DEZE UPDATE

### Samenvatting/short read

- De vrijstelling voor London Clearing House (LCH) wordt verlengd tot juni 2025, en tegelijkertijd is de handel op Eurex toegenomen.
- Basisrisico en verschillen in liquiditeit tussen LCH en Eurex blijven een volledige overgang naar Eurex in de weg staan.
- EONIA is verleden tijd en is vervangen door ESTR.
- De waardering van bilaterale swaps verliest aan transparantie en uniforme waarderingsgrondslagen.
- Zijn ESTR swaps de toekomst voor LDI-portefeuilles?

## AUTEURS



Jasper Valstar,  
Senior Portfoliomanager  
LDI Structuring & Trading



Richard Kragtwijk,  
Head of LDI Structuring  
& Trading



## Belangrijke strategische keuzes voor renteswaps: LCH of Eurex? Bilateraal of gecleared?

We laten met 2021 opnieuw een zeer turbulent jaar achter ons. Op het gebied van regelgeving voor de rentederivatenmarkt kende het afgelopen jaar een aantal mijlpalen. Over twee daarvan informeren we u graag, omdat we nog niet van ze af zijn.

[Lees meer: LCH en Brexit: een noodscenario afgewend →](#)

# LCH en Brexit: een noodscenario afgewend

Sinds de Brexit op 1 januari 2021 effectief is, is zaken doen vanuit het VK met de EU-landen een stuk ingewikkelder geworden. Veel financiële instellingen hadden in aanloop gezorgd voor een vestigingsplaats binnen de EU. Uitzondering hierop is de centrale tegenpartij (CCP) LCH. Omdat een groot deel van markt voor rentederivaten via LCH loopt, verzagde de EU in een tijdelijke vrijstelling (tot medio 2022) om een crisis in deze markt te voorkomen.

Gedurende 2021 bleef het lang stil, maar de markt haalde opgelucht adem toen tegen het einde van het jaar de Europese Commissie (EC) een verlenging aan van de tijdelijke vrijstelling van LCH voor de EU-markt aankondigde. Deze aankondiging kreeg opvolging in het nieuwe jaar met een voorstel tot 3 jaar verlenging van de toegang van LCH. Tegelijkertijd gaat de EC consultaties houden over hoe clearing in de EU aantrekkelijker te maken en het toezicht hierop te regelen. Dit alles met als doel dat de markt meer gebruik gaat maken van het in de EU gevestigde Eurex als CCP voor rentederivaten.

Onder de donkere wolk van het aflopen van de vrijstelling van LCH nam in het najaar van 2021 het marktaandeel, en daarmee de liquiditeit, van Eurex al flink toe. Ook vindt een actieve

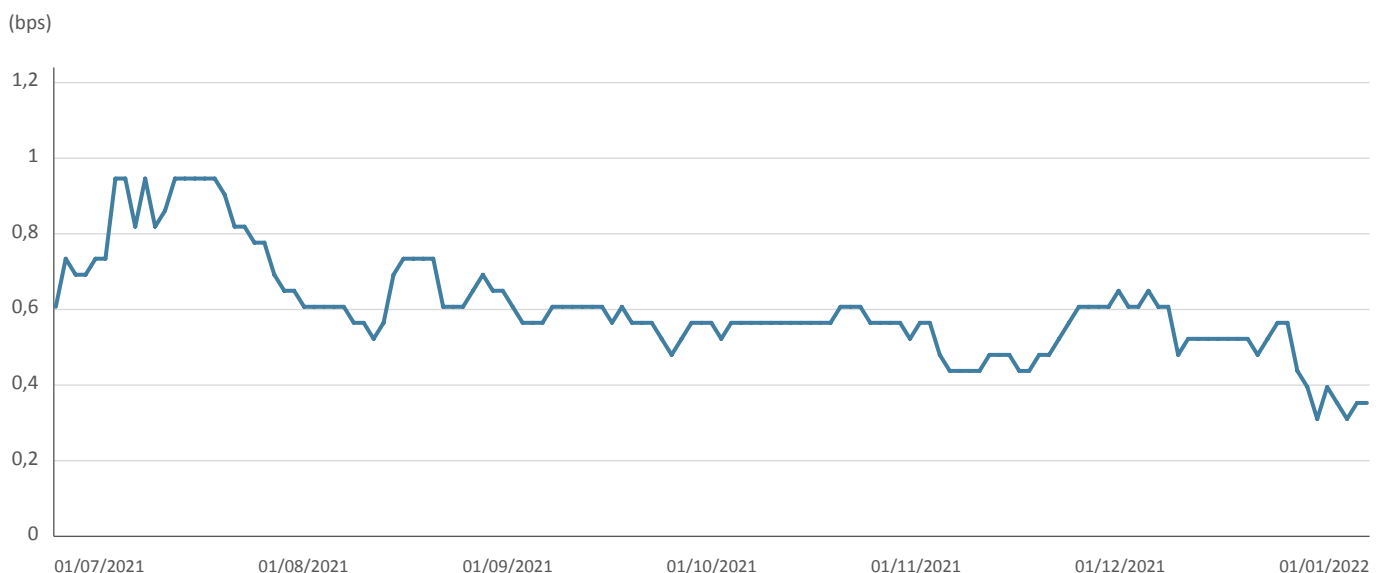
dialogo plaats tussen toezichhouders en marktparticipanten, over hoe ze meer gebruik kunnen maken van Eurex. Daarmee lijkt de kous af en mogen we er van uitgaan dat dit probleem zich oplost.

## Basisrisico blijft aandachtspunt

Echter, een belangrijke reden waarom LCH nog van groot belang is voor veel partijen die hun renterisico afdekken met renteswaps, is het feit dat vanuit toezichhouders zoals DNB de swapcurve gebaseerd op de rentes van LCH nog steeds de leidend is. Dit betekent dat elke swap gehandeld op Eurex een basisrisico met zich meebrengt. Immers, de rente op Eurex beweegt anders dan die op LCH. Deze basis is doorgaans redelijk stabiel, maar kan plotseling flink bewegen, zeker als de markt zich zorgen maakt over het sluiten van de toegang van LCH tot de EU-markt.

Dit basisrisico kan, zeker als een groot gedeelte van de renteafdekking via Eurex loopt, de hedge-effectiviteit verminderen. Hierdoor is het voor Europese pensioenfondsen en verzekeraars nog geen sinecure om over te stappen op Eurex, hoe goed de liquiditeit ook is en hoe graag de EC dat ook wil.

Figuur 1: Ontwikkeling 20 jaars Eurex-LCH basis (in basispunten)



**Het blijft schipperen, toezichthouder is aan zet**

Een belangrijke stap om dit probleem op te lossen, is als de toezichthouders in Europa besluiten om de officiële swapcurve (in Nederland de rentetermijnstructuur, RTS) voortaan te baseren op de rentes van Eurex. Op die manier ontstaat een extra reden voor verzekeraars en pensioenfondsen om hun swaps te handelen op Eurex. Dit geeft banken weer meer ruimte om swaps via Eurex aan te bieden, enzovoort. Op dit moment liggen de rentes in Eurex ook net iets hoger dan op LCH voor de meeste looptijden waardoor deze aanpassing geen negatieve invloed heeft op dekkingsgraden of solvabiliteitsratio's. Tot die tijd blijft het schipperen tussen liquiditeit, basisrisico en vrijstellingen.

**Vaarwel, EONIA**

De tweede mijlpaal was het einde van de EONIA-rente; op 31 december 2021 is deze voor het laatst gepubliceerd. Hiermee sluiten we een bewogen hoofdstuk van benchmarkvormingen af. In het eurogebied blijft namelijk die andere rentebenchmark, de EURIBOR, voorlopig bestaan.



Een hoop werk is het afgelopen jaar verzet ter voorbereiding op dit afscheid. Met het verdwijnen van EONIA zou je verwachten dat het EONIA-tijdperk achter de rug is. Toch verwachten we dat de gevolgen van deze benchmarkhervorming ons nog wel een aantal jaar zullen bezighouden.

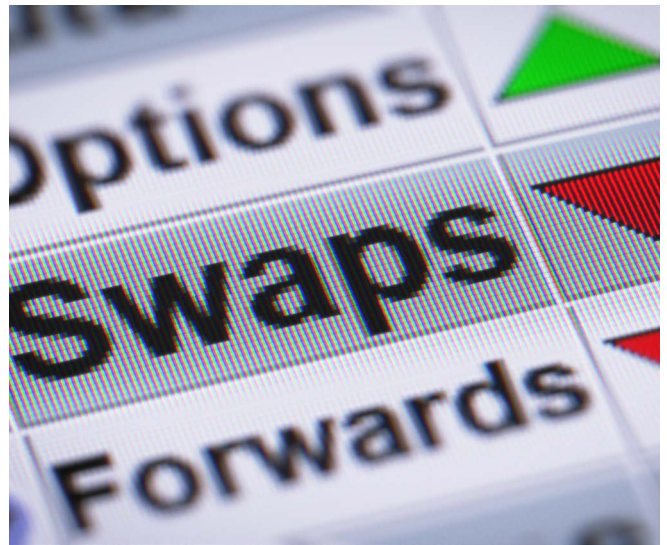
**De geschiedenis van de discountcurve: van EONIA naar ESTR**

Per eind 2021 is EONIA (Euro OverNight Interest Average), de benchmark voor euro dagrentes, verdwenen en vervangen door ESTR (Euro Short-Term Rate). ESTR is samengesteld op basis van transacties, terwijl EONIA een ouderwetse uitvraag aan marktpartijen betreft. Die methodiek is, door de vele schandalen, in diskrediet geraakt. Het verschil tussen EONIA en ESTR is vastgezet op 0,085%.

In de aanloop naar het verdwijnen van EONIA ging de markt al gefaseerd over op ESTR als basis voor de discountcurve. Het begon allemaal in de zomer van 2020 toen de CCP's overstapten op verdiscontering op basis van de ESTR-swapcurve. Een enorme operatie, maar vanaf dat moment was de marktstandaard verdisconteren op ESTR.

**Bilaterale swaps niet langer op dezelfde swapcurve**

Echter, in bilaterale contracten veranderde op dat moment niets. Hier is de discountcurve afhankelijk van de afspraken in de, aan



bilaterale derivaten onderliggende, juridische documentatie (de ISDA/CSA). In geval van contracten met alleen staatsobligaties als onderpand was geen wijziging nodig, omdat deze niet refereren aan EONIA. Voor pensioenfondsen heeft deze vorm van onderpand de voorkeur, omdat ze deze van nature volop beschikbaar hebben. Andere marktpartijen, zoals banken, prefereren echter vaak kasgeld als onderpand. In de praktijk komen veel verschillende varianten voor.

In contracten waarbij kasgeld wel als onderpand is toegestaan, gold doorgaans nog steeds EONIA (ofwel  $ESTR + 0,085\%$ ), als vergoeding. Met de overstap van de CCP's van EONIA naar ESTR, werden daarmee al deze bilaterale swaps tegen een andere curve verdisconteerd.

Voor deze contracten met referenties aan EONIA startte daarom het volgende project: het aanpassen van de bilaterale afspraken naar ESTR, zodat men ook deze swaps met dezelfde rentecurve kon verdisconteren als de renteswaps in de CCP's. Op juridisch vlak een simpele wijziging, echter bij deze aanpassing verandert de waardering van de swaps en beide partijen dienen daar overeenstemming over te bereiken. In lang niet alle gevallen was dit even eenvoudig als de exercitie in 2020 voor de CCP's.

Net als met de vrijstelling van LCH doemde hier een deadline op: na 31 december 2021 dient EONIA vervangen te zijn, maar gelukkig kwam hier de ISDA op tijd met een protocol dat EONIA voortaan automatisch definieert als  $ESTR + 0,085\%$ , in geval de partijen niet tijdig de juridische documentatie hadden aangepast. Dit is overigens precies de route die partijen ook kiezen als ze niet tot overeenstemming kunnen komen over de vergoeding die volgt vanwege de verandering van de waardering van derivaten.

Probleem opgelost, zou je denken. Niets is minder waar. Het hanteren van kasgeld tegen een vergoeding van  $ESTR + 0,085\%$  leidt nog steeds tot een andere curve om de renteswaps te verdisconteren en daarmee tot een waarderingsverschil met de swaps in de CCP's. Doordat het verschil van  $0,085\%$  is vastgezet, is hier van een basisrisico weliswaar geen sprake, maar ontstaat wel een gebrek aan uniformiteit binnen een swapportefeuille met bilaterale swaps en swaps die via een CCP lopen.

#### Wel of geen obligaties als onderpand

Zoals gezegd bleven contracten met staatsobligaties als onderpand gevrijwaard van deze exercitie. Toch ontspringen deze contracten de dans niet helemaal, omdat voor deze contracten geen marktconsensus is over de te gebruiken discontocurve. Dit is geen nieuw fenomeen, maar door het verdwijnen van EONIA, en de daardoor ontstane aandacht voor waarderingswijzigingen als gevolg van het veranderen van de onderpandvergoeding, heeft dit onderwerp een prominentere plaats ingenomen.

Kortom, ondanks het verdwijnen van EONIA zal de geest van deze benchmark nog wel een tijdje rondwaren. Steeds meer handel gaat via de CCP's waardoor dit effect langzaam zal verdwijnen als de bilaterale swaps aflopen. Het is zelfs niet geheel ondenkbaar dat meer partijen afscheid zullen nemen van bilaterale swaps vanwege deze toegenomen onduidelijkheid in de waardering.

Tot die tijd blijft een basisrisico bestaan. Dit maakt het beheer van een swapportefeuille complex. In executie dient men rekening te houden met prijsverschillen, omdat er verlies van effectiviteit kan optreden in de renteafdekking door deze basisrisico's.

#### ESTR swaps: de toekomst?

Een ander fenomeen wat opvalt, is de stijgende liquiditeit in swaps met ESTR als variabele rente. Diens voorganger EONIA gebruikte men weliswaar ook als variabele rente, maar nooit in de aantallen die we nu zien met ESTR. Wat hier aan ten grondslag ligt, is dat in andere valuta, zoals het pond en de dollar, de LIBOR-rentes wel zijn vervangen en de markt daar dus al over gaat op ESTR-equivalenten. Een interessante ontwikkeling om in de gaten te houden, want liquiditeit is de belangrijkste drijfveer voor de geschiktheid van instrumenten in LDI-portefeuilles.







#### Voor meer informatie:



#### [Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers](#)

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.



#### [Achmea IM podcasts](#)

Ook te beluisteren op uw favoriete podcast-app, zoekwoord: Achmea Investment Management.



#### [Achmea IM op youtube](#)

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, maatschappelijk verantwoord beleggen, risicomangement en het selecteren van de best-passende externe managers.



#### [Achmea IM op LinkedIn](#)

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.



#### [www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel](http://www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel)

E-mail: [achmeaim@achmea.nl](mailto:achmeaim@achmea.nl)

#### Contact:

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.  
Of met Renier Brenninkmeijer, Business Development Director, [Renier.Brenninkmeijer@Achmea.nl](mailto:Renier.Brenninkmeijer@Achmea.nl), +31 6 201 384 74  
of Mark Bakker, Business Development Director, [Mark.Bakker@Achmea.nl](mailto:Mark.Bakker@Achmea.nl), +31 6 101 851 94

#### Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing. De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig. U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie. Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.