

# Toelichting Benchmarkhervorming Transitie Monitor

In deze toelichting worden de achtergrond en de inhoud van de Benchmarkhervorming Transitie Monitor (BMR Transitie Monitor) toegelicht. De BMR Transitie Monitor is een maandelijks publicatie van Milliman Pensioenen met het transitieschema van de benchmarkhervorming en eventuele wijzigingen van het transitieschema. Tevens wordt het nieuws, dat gerelateerd is aan de gebeurtenissen in het transitieschema, beschreven en geduid in de context van een Nederlands pensioenfonds. Milliman FRM heeft artikelen gepubliceerd over het einde van Libor en de transitie naar de nieuwe benchmarkrentes.

## Benchmarkrentes

EURIBOR en EONIA zijn rentes waarnaar financiële instrumenten refereren. Referentierentes ofwel benchmarkrentes zijn gestandaardiseerd en hebben wereldwijd geleid tot een kostenreductie van financiële transacties. Per 2 oktober 2019 is EONIA gewijzigd en is afhankelijk van €STR, de nieuwe benchmarkrente.

### Benchmarkrentes worden dagelijks gebruikt door pensioenfondsen in:

1. Derivaten zoals renteswaps, waarbij de referentierente EURIBOR en/of de kasstromen contant worden gemaakt met EONIA.
2. Obligaties met een variabele rente kunnen een referentie hebben naar EURIBOR.
3. Hypotheken en geldmarktleningen kunnen refereren naar EURIBOR.

### EURIBOR en EONIA zijn de belangrijkste benchmarkrentes in de Eurozone en daarmee zeer belangrijk voor het functioneren van de financiële markten.

1. EURIBOR is de basis voor couponbetalingen van financiële contracten ter waarde van ongeveer Eur 133 biljoen (ongeveer 8x het Bruto Nationaal Product van de Eurozone).
2. EONIA en de daarvan afgeleide rentecurve (Overnight Index Swap curve, OIS-curve) is de benchmark voor het bepalen van de marktwaarde om dagelijks onderpand uit te wisselen. Daarmee is EONIA minstens net zo belangrijk als EURIBOR.

### Aanleiding voor de benchmarkhervorming is het feit dat bankiers wereldwijd hebben gefraudeerd met benchmarkrentes. Hoe kon EURIBOR worden gemanipuleerd?

1. Op het afgegeven rentetarief van de panelbank kon niet worden gehandeld. De panelbank kon hierdoor een rentetarief doorgeven dat geen weergave was van het verhandelbare rentetarief.
2. De groep panelbanken is gekrompen naar 28. Hierdoor nam de invloed van de frauduleuze bankiers toe. Wereldwijd hebben toezichthouders banken boetes opgelegd.

## Nieuwe wetgeving voor benchmarkrentes EURIBOR en EONIA

Op 30 juni 2016 is de wetgeving geëffectueerd. In de BMR Transitie Monitor gaan we in op de veranderingen die effect hebben op benchmarkrentes van de Eurozone. Als wereldwijde gebeurtenissen relevant zijn voor de transitie van benchmarkrentes van de Eurozone dan worden deze beschreven in de BMR Transitie Monitor. Het belangrijkste resultaat van deze wetgeving is:



De bepaling van de fixing wordt gedaan op basis van prijzen van uitgevoerde transacties



De groep van panelbanken is uitgebreid naar 50 banken en wordt in de toekomst nog verder uitgebreid



Uitbreiding van de dataset met niet-interbancaire transacties

## Er gaat veel veranderen voor EURIBOR en EONIA!

Op 2 oktober 2019 is EONIA in zijn nieuwe vorm (€STR + een vaste spread van 8,5 basispunten) voor het eerst gepubliceerd door de EMMI. €STR wordt gepubliceerd door de ECB. De publicatie van €STR heeft voornamelijk impact op systemen die worden gebruikt voor het administreren van benchmarkrentes. Door EONIA gelijk te stellen aan €STR plus een vaste spread is de impact op de waardering, gedurende de transitieperiode, vooralsnog beperkt.

EONIA wordt vanaf januari 2022 vervangen door een nieuw benchmarktarief: Euro Short Term Rate (€STR)

Tot en met eind 2021 wordt EONIA gelijkgesteld aan €STR + een vaste spread van 8,5 basispunten

EURIBOR wordt hervormd. Alternatieven voor deze rentebenchmarks worden door internationale werkgroepen uitgewerkt

Publicatie €STR vanaf 2 oktober 2019

### DE BENCHMARKHERVORMING VAN EONIA EN EURIBOR IS RELEVANT VOOR BESTUURDERS VAN PENSIOENFONDSEN EN PENSIOENFONDSPROFESSIONALS!

#### Rentederivaten

Pensioenfondsen hebben veelal renteswaps en andere rentederivaten met een referentie naar benchmarkrentes in de portefeuille. De pensioenverplichtingen worden gewaardeerd met de RTS (rentetermijnstructuur) van de DNB en die heeft als referentierente EURIBOR.

#### In control

De toezichthouders willen dat pensioenfondsen in control zijn over de risico's van de benchmarkhervorming.

#### Onderpanduitwisseling

Pensioenfondsen wisselen onderpand uit met een tegenpartij voor de uitstaande derivaten. De waarde van het uit te wisselen onderpand wordt vaak met EONIA of gerelateerde benchmarkrentes bepaald.

#### Grootste financiële hervorming ooit

De benchmarkhervorming van de IBOR en gerelateerde rentes wordt gezien als de grootste financiële hervorming ooit.

#### Obligaties

Pensioenfondsen hebben obligaties in de portefeuille die afhankelijk zijn van EURIBOR.

## Publicatie: Benchmarkhervorming Transitie Monitor

### Doelstelling van de BMR Transitie Monitor

Bestuurders van pensioenfondsen en pensioenfondspartners te informeren over de benchmarkhervorming gedurende de transitieperiode.

### Scope van de BMR Transitie Monitor

De BMR Transitie Monitor beschrijft het transitieschema van de benchmarkhervorming en de hieraan gerelateerde gebeurtenissen. Ten eerste wordt ingegaan op een wijziging in het transitieschema zoals een gewijzigde, een nieuwe, een afgeronde of een verwijderde gebeurtenis. Ten tweede wordt ingegaan op het nieuws dat betrekking heeft op de gebeurtenissen in het transitieschema.

### Vormgeving van de BMR Transitie Monitor

De BMR Transitie Monitor is een publicatie van twee pagina's. De inhoud wordt op de volgende wijze weergegeven.



1. Het transitieschema waarbij de wijzigingen ten opzichte van de vorige publicatie zijn gemarkeerd en onder het transitieschema zijn beschreven.



2. Nieuws van de maand waarop de BMR Transitie Monitor betrekking heeft.

## Vragen?



### Marcel Kruse

Director Pension & Investment Risk  
Amsterdam  
[marcel.kruse@milliman.com](mailto:marcel.kruse@milliman.com)  
+31 20 7601 892



### Dmitry Zamkovoy

Trader and Risk Manager  
Amsterdam  
[dmitry.zamkovoy@milliman.com](mailto:dmitry.zamkovoy@milliman.com)  
+31 20 7601 894

# Appendix

## Benchmarkvorming (BMR)

De benchmarkregulering introduceert een regime voor benchmarkadministrateurs dat zorgdraagt voor de nauwkeurigheid en integriteit van de benchmarks. ESMA heeft, op een groot aantal gebieden, ontwerpen van technische reguleringsnormen (RTS) en uitvoerbare technische normen (ITS) ontwikkeld. Ook heeft ESMA de Europese Commissie van technisch advies voorzien.

## Benchmarkvorming transitieperiode

De benchmarkvorming is officieel op 1 januari 2018 gestart en zal volledig van kracht worden op 31 december 2021. De tussenliggende periode is de transitieperiode van de benchmarkvorming. Gedurende de transitieperiode wordt de benchmarkregelgeving in stappen van kracht zodat instellingen tijd hebben om zich aan te passen.

## Bilaterale swap

Bilaterale swapcontracten zijn swapcontracten die tussen twee partijen zonder tussenkomst van een beurs of een centrale tegenpartij worden afgesloten.

## CCP

Centrale clearing tegenpartij (CCP) is de tegenpartij bij geclearde OTC-derivatentransacties en is geregistreerd bij de Commodity Futures Trading Commission (CFTC) in de Verenigde Staten of de European Securities and Markets Authority (ESMA) in Europa. Zij treden bij het afsluiten van OTC-derivaten op als tegenpartij van beide partijen (kopende en verkopende partij). De CCP is hierdoor het centrale punt bij het afsluiten van derivatentransacties. Hierdoor neemt de markttransparantie toe en worden de risico's zoals tegenpartijrisico verminderd.

## ECB

De Europese Centrale Bank (ECB) is een officiële Europese instantie in het hart van het eurosysteem en de ECB is onderdeel van het 'Single Supervisory Mechanism'. Zij voert, in nauwe samenwerking met de nationale centrale banken binnen het Eurosysteem, verschillende taken uit. De ECB houdt, in samenwerking met de nationale toezichhouders binnen het 'Single Supervisory Mechanism', toezicht op de banken.

## ECB RFR WG

De Europese Centrale Bank werkgroep risicovrije rentes (ECB RFR WG) is opgericht om risicovrije rentes, die als alternatief voor de huidige rentebenchmarks kunnen worden gebruikt in verschillende financiële instrumenten en contracten in de Eurozone (zoals EONIA en EURIBOR), te identificeren en aan te bevelen. Deze werkgroep is een werkgroep van de private sector. De ECB zorgt voor het secretariaat en is als observant aanwezig.

## EMMI

European Money Markets Institute (EMMI) is de beheerder van twee belangrijke benchmarks: EURIBOR en EONIA.

## EONIA

Euro OverNight Index Average (EONIA) is in de eurozone een referentierente, voor de interbancaire geldmarkttransacties, met een looptijd van 1 dag. EONIA is het rentetarief waarmee banken met een gezonde financiële draagkracht in de Europese Unie (EU) en de Europese Vrijhandelszone (EVA) geld lenen op de interbancaire euro geldmarkt. Op 2 oktober 2019 is EONIA opnieuw gedefinieerd

als het € STR-tarief plus een vaste opslag van 8,5 basispunten. EONIA wordt tot eind 2021 gepubliceerd en wordt daarna vervangen door €STR.

## EUREX

Eurex is een internationale beurs die voornamelijk handel biedt in Europese derivaten. Het is de grootste Europese futures- en optiemarkt. De producten die op deze beurs worden verhandeld, variëren van Duitse en Zwitserse geldmarktinstrumenten tot Europese aandelen en verschillende aandelenindexen. Alle transacties die worden uitgevoerd op Eurex worden gecleard via Eurex Clearing. Hierbij fungeert Eurex Clearing als een centrale tegenpartij (CCP) voor clearing van meerdere van de hierboven genoemde op de beurs verhandelde producten, alsook OTC-derivaten.

## EURIBOR

EURO InterBank Offered Rate (EURIBOR) is een geldmarkttarief en de referentierente voor de euro. Volgens de Europese Commissie is EURIBOR wereldwijd één van de belangrijkste rentebenchmarks. Naar schatting wordt in meer dan 180.000 miljoen euro aan contracten naar EURIBOR gerefereerd. Ondanks het feit dat deze contracten meestal renteswaps zijn, dekt de benchmark meer dan 1.000 miljoen aan particulieren hypotheek.

## €STR

Euro short-term rate (€STR) is samengesteld door de ECB en vervangt op termijn EONIA. Naar EONIA wordt in derivatencontracten ter waarde van een nominaal van 22 miljoen euro gerefereerd. €STR is in tegenstelling tot de IBOR-rentes volledig gebaseerd op uitgevoerde geldmarkt transacties. Voornaamste reden om €STR op uitgevoerde transacties te baseren is dat transacties zijn terug te voeren tot een geverifieerde marktactiviteit, waardoor het lastiger is om €STR te manipuleren. €STR vervangt EONIA aan het eind van 2021.

## €STR-rente termijnstructuur

De ECB WG RFR beveelt de OIS (verhandelbare) op quotes gebaseerde methodologie aan als de methodologie voor de forward rentetermijnstructuur van de €STR. Na de start van de publicatie op 2 oktober 2019 is €STR een 'fallback rate' voor contracten met een referentie naar Euribor. Het proces bevindt zich momenteel in de ontwikkelingsfase en er zijn nog geen €STR-gebaseerde termijntarieven beschikbaar.

## Fallback rates

Onderdeel van de wereldwijde benchmarkvorming zijn de 'fallback rates' die dienen als een alternatief voor de relevante IBOR-rentes. Aan de 'fallback rates' kan een spread worden toegevoegd. De 'fallback rates' worden opgenomen in de ISDA-definities voor rentederivaten en zijn van toepassing op nieuwe IBOR-transacties. Verder zal ISDA ook een protocol publiceren om deelnemers in staat te stellen de 'fallback rates' op te nemen in bestaande IBOR-contracten, zodat de 'fallback rates' ook in bestaande IBOR-contracten kan worden gekozen.

## Geclearde swap

Iedere swap die direct of indirect wordt aangemeld en geaccepteerd bij een CCP is een geclearde swap. Clearing zijn alle activiteiten die worden uitgevoerd vanaf het afsluiten van een derivatentransactie tot de definitieve afrekening.

## Hybride (hervormde) EURIBOR

De hybride methode ter bepaling van EURIBOR is hiërarchisch en bestaat uit drie niveaus. Elke handelsdag wordt voor iedere gedefinieerde looptijd de aanlevering van de panelbank beoordeeld op het type en het volume van de onderliggende transacties dat de panelbank in de referentieperiode heeft uitgevoerd. De methodologie wordt van kracht aan het begin van 2020.

## ISDA

International Swaps and Derivatives Association (ISDA) is een handelsorganisatie opgericht door private marktpartijen en vertegenwoordigt de deelnemende partijen in de bilaterale verhandelde derivatenmarkt. Deze organisatie heeft als doel de bilateraal verhandelde derivatenmarkt te verbeteren door risico's in de markt te identificeren en te reduceren. Al bijna drie decennia gebruikt de markt voor bilateraal verhandelde derivaten de ISDA-master agreement als een template voor het aangaan van contractuele verplichtingen uit hoofde van derivaten. Dit heeft een basisstructuur gecreëerd en dit heeft gezorgd voor standaardisatie.

## LCH

London Clearing House (LCH) is een Brits clearing huis dat de clearing voor grote internationale beurzen en een aantal OTC-markten doet.

## OIS curve

Overnight Index Swap curve (OIS-curve) is gebaseerd op index swaps. Index swaps verwijzen naar een index zoals een schuld-, aandelen- of andere prijsindex. Deze wordt gebruikt als referentieprijzen voor één zijde van de swap. Een OIS refereert naar een overnight rate index, zoals bijvoorbeeld Libor.

## OIS (EONIA of €STR) verdiscontering

The Overnight Index Swap (EONIA of €STR) wordt gebruikt voor het verdisconteren van kasstromen van swaps op basis van €STR of EONIA-tarieven.

## OTC

Over-the-counter (OTC) heeft betrekking op financiële transacties die niet via de beurs verlopen, maar bilateraal worden afgesloten. Het betreft waardepapieren die bilateraal via een broker-dealer netwerk worden verhandeld. OTC verhandelde derivaten hebben geen notering op een beurs en hoeven als zodanig niet te voldoen aan de vereisten die gelden voor een notering.

## Pre-stopzetting triggers

De pre-stopzetting triggers discussie werd in mei 2019 door ISDA geïnitieerd. ISDA wilde input van marktparticipanten over hoe moet worden omgegaan met regelgevende aankondigingen als benchmarks zoals Libor en andere IBOR-rentes niet meer representatief zijn

## Risicovrije rente

Het risicovrije rendement is het 'theoretische' rendement van een belegging zonder risico. Op de derivatenmarkt worden OIS-tarieven momenteel beschouwd als risicovrij.

## T + N basis

T is de huidige werkdag en N is het aantal werkdagen na vandaag. Bijvoorbeeld, T+3 refereert naar 3 werkdagen na de huidige werkdag.

## DISCLAIMER

The recipient should not construe any of the material contained herein as investment, hedging, trading, legal, regulatory, tax, accounting or other advice. The recipient should not act on any information in this document without consulting its investment, hedging, trading, legal, regulatory, tax, accounting and other advisors. Information herein has been obtained from sources we believe to be reliable but neither Milliman nor its parents, subsidiaries or affiliates warrant its completeness or accuracy. No responsibility can be accepted for errors of facts obtained from third parties.

The materials in this document represent the opinion of the authors at the time of authorship; they may change, and are not representative of the views of Milliman or its parents, subsidiaries, or affiliates. Milliman does not certify the information, nor does it guarantee the accuracy and completeness of such information. Use of such information is voluntary and should not be relied upon unless an independent review of its accuracy and completeness has been performed. Materials may not be reproduced without the express consent of Milliman.