

MR. MARCEL PEETERS PH.D.

OTC-derivaten, beurs-effecten en risico's

Derivaten zijn belangrijke financieringsinstrumenten. OTC-derivaten, die bilateraal, over-the-counter, worden uitonderhandeld, zijn kwantitatief belangrijker dan beursderivaten. Eind 2004 was het wereldwijde OTC-volume bijna \$ 250 biljoen tegenover bijna \$ 46 biljoen voor beursderivaten.¹ De veranderlijkheid van de waarde van derivaten en, zeker wat OTC-derivaten betreft, hun soms exotische vormgeving maakt dat de beheersing van kredietrisico's een grote rol speelt. Juridische technieken kunnen bijdragen aan het management van die kredietrisico's en verwante risico's. Een aantal van die technieken komt in het eerste deel van dit artikel aan bod aan de hand van het standaard kerncontract voor OTC-derivaten, de Master Agreement van de International Swaps and Derivatives Association (ISDA).

Kredietrisico is een aan het contract intern effect: het betreft het exposure van de ene op de andere partij. Externe effecten kunnen eveneens grote financiële risico's opleveren, wanneer zij de financiële verhoudingen, zoals in het contract neergelegd, verstoren of onduidelijk maken. De beheersing van kredietrisico wordt bemoeilijkt als door zo'n extern effect bijvoorbeeld niet meer duidelijk is wat partijen over en weer verschuldigd zijn. In het tweede deel bespreek ik de externe effecten van de beurs en bijbehorende systemen op OTC-derivaten die beurs aandelen of -indices als onderliggende waarden hebben. Wat gebeurt er met een OTC-aandelenoptie als het onderliggende aandeel uit de notering wordt geschrapt? Wat als er door een storing van het computersysteem van de beurs op de uitoefendatum van de optie, geen koers van het aandeel tot stand komt? In het geval van een beursoptie kan ervan worden uitgegaan, dat de beursregels zich over dergelijke

kwesties uitlaten, maar hoe regelen partijen een en ander in een OTC-contract? Ook in dit geval kunnen zij gebruikmaken van standaarddocumentatie van ISDA, de *2002 ISDA Equity Derivatives Definitions*.

Juridische risicobeheersing

Een Master Agreement met aanvullingen

Een basisvoorwaarde voor adequate risicobeheersing is dat de rechten en verplichtingen van partijen duidelijk in een contract zijn vastgelegd. Zonder contract is de omvang van financiële risico's onduidelijk en de beheersing ervan moeilijk of onmogelijk. Op een markt met vele bilaterale onderhandelingen over vergelijkbare producten, zoals de OTC-markt, ontstaan vanzelf standaardcontracten. Op de internationale derivatenmarkt is zelfs één contract volstrekt dominant: de ISDA Master Agreement. Van de Master Agreement (hierna ook 'MA') bestaan twee versies, uit 1992 en uit 2002. De 2002 MA heeft de 1992 MA nog zeker niet verdrongen. Tezamen beheersen zij 90% van de OTC-derivatenhandel.

Termen met beginhoofdletters hebben betrekking op begrippen die in de ISDA Master Agreements of andere ISDA-documenten worden gedefinieerd. Andere Engelse termen zijn gecontinueerd tenzij dat naar mijn oordeel al te pedant zou overkomen of het om citaten gaat. Afzonderlijke bepalingen zijn Sections, meestal afgekort tot 's.'. Omdat ik mij, zoals gezegd, beperk tot krediet- en vergelijkbare risico's, is de volgende beschrijving van de Master Agreement selectief en is het meestal niet nodig op het onderscheid tussen de twee versies in te gaan. Een andere reden is dat in de Nederlandse literatuur al vrij uitvoerig aandacht is besteed aan de MA: zie bijvoor-

1 BIS (2005), tabellen 19 en 23A; 'volume' is de *notional amount*.

beeld Leeger en Renkens (2003), Leeger (2002) en Westrate (2001). Een uitvoerige Engelse gids bij de beide Master Agreements is Harding (2004). De 1992 Agreement kan overigens worden gedownload vanaf de ISDA-website, www.isda.org.

De structuur van de Master Agreement is in wezen eenvoudig. Er is een kort artikel over de betaal- en leveringsverplichtingen van partijen, die uit hun afzonderlijke transacties voortvloeien; er zijn de gebruikelijke *representations* en dergelijke. Dan volgt de kern van de MA: ten eerste in Section 5 de Events of Default, die de wederpartij van de Defaulting Party het recht op beëindiging van alle transacties geven, en Termination Events, eveneens beëindigingsgronden, maar niet verwijtbaar aan een partij en beperkt tot Affected Transactions (die overigens alle transacties kunnen zijn). Ten tweede worden in Section 6 de gevolgen van uitoefening van een beëindigingsrecht geregeld. Deze bepalingen worden gevolgd door (standaard)voorwaarden die detailkwesties regelen, zoals de wijze waarop *notices* moeten worden uitgebracht. Section 14 ten slotte is belangrijk omdat daarin alle definities bij elkaar zijn gezet, waaronder enkele belangrijke contractvoorwaarden.

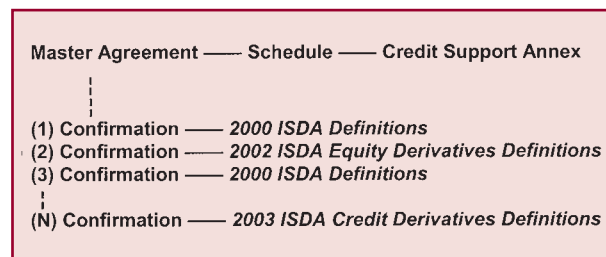
Wie Master Agreement zegt, zegt ook Schedule. Met deze appendix wordt de voorgedrukte MA afgestemd op de specifieke verhouding van partijen. De Schedule is daarom, ten eerste, de plaats waar partijen hun gegevens die relevant zijn voor (de afwikkeling van) hun transacties vastleggen. Interessanter zijn, ten tweede, de keuzen die partijen volgens de MA moeten maken. Op de derde plaats opent de Schedule uitdrukkelijk de mogelijkheid van amendering van definities uit Section 14. Echter, ook als de Schedule dat niet zo zegt, de contractsvrijheid staat partijen toe de voorgedrukte MA-tekst te wijzigen of bepalingen toe te voegen.

Niet ongebruikelijk is dat partijen ook een financiële zekerheidsovereenkomst sluiten volgens een van de ISDA-modellen, bijvoorbeeld een Credit Support Annex. Daarmee is dan de bovenlaag van het OTC-derivatencontract gereed – hoewel er nog geen enkele transactie ('Transaction') beschreven is en de bepalingen van deze bovenlaag ook te weinig specifiek zijn om een concrete transactie te beschrijven. Vergeefs zal men bijvoorbeeld in de MA zoeken naar begrippen als Floating Rate Payer (voor een renteswap) of Exercise Period (voor een optie). In de MA

wordt ervan uitgegaan dat partijen transacties afsluiten en vervolgens betalingen en leveringen zullen (moeten) doen en dat daarbij het een en ander mis kan gaan, maar dat is eigenlijk alles.

Transactions worden vastgelegd in Confirmations die concrete gegevens bevatten, met name de *economic terms*: wie is de koper (Buyer) van de OTC-optie, wie is de verkoper/schrijver (Seller), gaat het om een Put of een Call, wat is de uitoefenperiode (Exercise Period), wat is de Premium, de Strike Price, enzovoorts. In een Confirmation worden ook *product-specific definitions* van toepassing verklaard die wél begrippen en bepalingen bevatten over specifieke derivaten. Naast de *2002 ISDA Equity Derivatives Definitions* heeft ISDA ook andere definitieboekjes gepubliceerd, zoals de *2000 ISDA Definitions* (voor de documentatie van rente- en valutaswaps)² en de *2003 Credit Derivatives Definitions*.³ Een volledig overzicht is op de ISDA-website te vinden.

De gehele contractsarchitectuur, inclusief (N) Transactions, kan er dan als volgt uitzien.



Kredietrisico en de single agreement

Dit is niet zomaar een structuur van afzonderlijke, samenhangende contracten; het is de bedoeling dat het geheel een *single agreement* vormt (s. 1(c)) en daardoor tot een reductie van het kredietrisico kan leiden. Een eenvoudig voorbeeld: tussen X en Y staan twee transacties uit: een swap die 20 in-the-money is voor X en een optie die X aan Y heeft verkocht en waaronder X dus (Y heeft de premie betaald) geen kredietrisico op Y loopt en die een waarde van 15 voor Y ofwel -15 voor X heeft. Het actuele kredietrisico dat X op Y loopt ('exposure') is, als de transacties afzonderlijk worden bezien, gelijk aan 20. Een *single agreement* impliceert echter dat beide transacties (en de MA met aanhang) één geheel vormen en dat hun waarden bij elkaar kunnen worden opgeteld. Het kredietrisico dat X op Y loopt, is dan $20 + (-15) = 5$.

² Vgl. Peeters (2001).

³ Zie DeVries Robbé (2003).

Bij derivaten zoals swaps moet een partij met een negatief exposure toch rekening houden met het risico dat dat exposure positief kan worden. Daarin verschilt een derivaat van, bijvoorbeeld, een lening. Zo moeten banken onder solvabiliteitsregelgeving bij het actueel exposure een potentieel exposure optellen dat gelijk is aan een looptijdafhankelijk percentage van de notional amount. Indien een bank een renteswap van € 100 mln afsluit met een looptijd van 10 jaar en een initiële marktwaarde van nul, dan is toch sprake van een totaal exposure van € 1,5 mln, omdat in dit geval het percentage voor het potentieel exposure 1,5 is.⁴

Er is een tweede effect van de *single agreement* dat voor de beheersing van kredietrisico van belang is. Indien een partij niet (volledig) voldoet aan een betalings- of leveringsverplichting onder een Transaction en zo een aanwijzing geeft van verhoogd kredietrisico, geldt dat als een wanprestatie onder het gehele contract en heeft de wederpartij het recht alle Transactions te beëindigen: zie het Event of Default Failure to Pay or Deliver van s. 5(a)(i) en s. 6(a).

Kredietwaardigheid

Een stap terug: kredietrisico kan eenvoudig gereduceerd worden door geen transacties aan te gaan met partijen met een te lage kredietwaardigheid. Lagere overheden zijn zelfs krachtens de wet verplicht alleen met wederpartijen met ten minste een A-rating of gelijkwaardige kredietwaardigheid te handelen.⁵ De Staat gaat 'vrijwillig' nog verder en accepteert alleen wederpartijen met een rating van minstens AA-.⁶

Maar wat te doen bij een daling van de kredietwaardigheid van een wederpartij die aanvankelijk voldoende solide was en met wie gehandeld is? Geen nieuwe transacties aangaan is een deeloplossing, maar bij een groot bestaand positief exposure onbevredigend. De MA biedt geen algemene oplossing, maar een Additional Termination Event, dat aan de 'voorgedrukte' Termination Events wordt toegevoegd, kan uitkomst bieden. Partijen kunnen in de Schedule overeenkomen dat indien de rating van een partij onder een bepaalde grens komt, de wederpartij van deze 'Affected Party' het recht heeft alle transacties te beëindigen. Wat te doen als er geen rating is voor die

partij? Met enige creativiteit en inzicht is het begrip kredietwaardigheid te objectiveren, bijvoorbeeld door het te koppelen aan financiële ratio's en andere variabelen. Soms gaat een partij akkoord met een, naar het oordeel van de wederpartij, *materially adverse change* van haar financiële toestand als Additional Termination Event. De afhankelijkheid van dat groten-deels subjectieve oordeel introduceert echter onzekerheid (voor beide partijen) en dat gaat tot op zekere hoogte in tegen het primaire doel van het afsluiten van de MA. Een andere oplossing is om bij afzonderlijke transacties Optional Early Termination af te spreken. Zo kan men bepalen dat een swap met een looptijd van tien jaar na vijf jaar jaarlijks op een aantal data kan worden beëindigd met afrekening van de marktwaarde van de swap.⁷ Desgewenst kan zo een deel van de relatie met de wederpartij beëindigd worden.

Collateral en andere zekerheden

Een collateralovereenkomst kan een effectieve manier zijn om kredietrisico te reduceren. Een positief exposure wordt in beginsel gedekt door collateral dat in de praktijk meestal bestaat uit cash en overheidsschuld papier. Afwijkingen van dat beginsel zijn mogelijk, zowel naar boven (overcollateralisatie) als naar beneden. Dat laatste komt vaker voor doordat meestal gekozen wordt voor één of meer drempels die het exposure of de waarde van het te leveren collateral moet overschrijden voordat de out-of-the-money partij daadwerkelijk dient te leveren.

Naast of in plaats van collateral kan een garantie van een zogenoemde Credit Support Provider van de wederpartij zekerheid bieden. Aan de dealerkant ziet men dat wel wanneer deze een *special derivatives vehicle* is dat onderdeel is van een bankengroep. Een ander, naar men hoopt, goed gekapitaliseerd lid van die groep staat dan garant.

Settlement risico's

Het settlement-risico van sommige betalingen wordt beperkt door s. 2(c). Als onder een Transaction op dezelfde dag beide partijen betalingen in dezelfde valuta moeten doen, worden die verplichtingen vervangen door betaling van het saldo door de partij die het grootste bedrag moet betalen. Bij swaps stuurt men er vaak op aan dat de periodieke betalingen op

4 DNB, *Handboek Wtk*, 4011 – 03.3.2.

5 Artikel 2 Regeling uitzetting en derivaten decentrale overheden (*Stcrt.* 2000, 251), zoals nadien gewijzigd.

6 Agentschap (2003), p. 31.

7 2000 ISDA *Definitions*, s. 15.1; vgl. Broekhuizen en Peeters (2000).

dezelfde dag opeisbaar zijn. Dat vergt overigens een zorgvuldige formulering van de Confirmation als de *legs* van de swap door verschillende *definitions* worden beheerst, zoals de *total return swap* (zie hierna onder 'Equity Derivatives'). Het Herstatt-risico van quasi-simultane betalingen in *verschillende* valuta is zo niet uit de wereld geholpen, maar opname van een escrow-bepaling in de Schedule kan uitkomst bieden. Ten slotte, bij leveringen van effecten tegenover betalingen, dient waar mogelijk DvP, *delivery-versus-payment*, te worden toegepast, aldus ook s. 9.10 van de *2002 ISDA Equity Derivatives Definitions*.

Default Under Specified Transaction

Specified Transactions zijn derivatentransacties tussen partijen en hun eventuele Specified Entities en Credit Support Providers, die niet onder de Master Agreement tussen partijen vallen. Een Specified Entity van een partij moet in de Schedule worden opgegeven en is meestal een onderneming uit dezelfde groep. Een bank kan bijvoorbeeld eisen dat de moederonderneming van haar wederpartij X, MX, met wie de bank ook derivatentransacties afsluit een Specified Entity is. Het resultaat is dat een wanprestatie van MX onder een swap met de bank de laatste in staat stelt op grond van een Event of Default alle transacties met X te beëindigen. Het idee is duidelijk: als één onderneming in een groep in gebreke blijft, zit het waarschijnlijk ook niet goed met de kredietwaardigheid van andere groepsleden.

Partijen zijn vaak bevreesd om een eigen Specified Entity op te geven. Toch ziet men vaak een dealer dat wel, en geheel vrijwillig, doen. De reden is dat een eigen Specified Entity juist tot een beperking van kredietrisico op de wederpartij kan leiden. Neem twee derivatenvehikels X en X* van een bank, die transacties met Y doen. X doet rentederivaten, X* *equity derivatives*. Beide hebben een Master Agreement met Y. X* oefent een aandelenoptie uit, maar Y betaalt niet ondanks aanmaning, een Event of Default onder de Agreement met X*. Enkele dagen later dient X een betaling aan Y te doen. Als X* in de Agreement tussen X en Y *niet* is opgegeven als Specified Entity van X voor Default Under Specified Transaction, zal X die betaling moeten verrichten. Is X* wel zo'n Specified Entity, dan kan X betaling aan Y vermijden met een beroep op die Event of Default. De eigen Specified Entities zijn als het ware de voelsprietten waarmee de financiële positie van de wederpartij gedeeltelijk wordt afgetast.

Cross Default

Gedeeltelijk wordt afgetast omdat Specified Entities slechts bij een beperkt aantal financiële transacties met de wederpartij betrokken zullen zijn. De MA biedt nog een mogelijkheid om geheel andere transacties van de wederpartij onder de Events of Default van de MA te brengen: Cross Default van s. 5(a)(vi). Cross Default ziet op transacties van een partij met wie dan ook die betrekking hebben op Specified Indebtedness, gedefinieerd als verplichtingen met betrekking tot geleend geld. Deze definitie kan echter worden uitgebreid, bijvoorbeeld met derivatentransacties met derden⁸ of andere soorten transacties van enige omvang die de wederpartij afsluit. Wel verhindert een fikse Threshold Amount meestal om elke wanprestatie van de wederpartij onder Specified Indebtedness aan te grijpen om een beroep te doen op Cross Default. Daar staat tegenover dat niet alleen de omvang van de wanprestatie meetelt, maar ook de omvang van alle verplichtingen die daardoor opeisbaar worden. Is de Threshold Amount bijvoorbeeld € 10 miljoen, dan treedt een Cross Default in als de wederpartij bijvoorbeeld een rentebetaling van € 100.000 mist onder een lening met een hoofdsom groter dan € 10 miljoen en de leningvoorwaarden de hoofdsom dan vervroegd opeisbaar maken.

Section 2(a)(iii); No Adequate Assurances

S. 2(a)(iii) geeft de 'onschuldige' partij een opschortingsrecht bij een Event of Default, maar ook al bij een Potential Event of Default, 'an event which, with the giving of notice or the lapse of time or both, would constitute an Event of Default'. Een eigen betaling kan worden opgeschort wanneer de wederpartij niet betaalt op de afgesproken dag, ook al moet dan nog aanmaning plaatsvinden. Ook zoiets simpels als het niet tijdig opsturen van een jaarverslag – vaak een verplichting opgenomen in Part 3(b) van de Schedule – mag tot opschorting leiden; zie s. 5(a)(ii). Als er een Event of Default is, kan de Non-defaulting Party bovendien op grond van s. 2(a)(iii) (be)denktijd nemen of zij wel of niet gebruik zal maken van haar recht om de transacties te beëindigen.

Maar wat kan een partij X doen als zij informatie over de wederpartij Y verkrijgt die erop duidt dat deze in ernstige financiële problemen verkeert, terwijl X over enkele dagen een grote betaling *aan* Y moet doen en de eerstvolgende betaling *door* Y pas over drie maanden gepland staat? De informatie over Y vormt geen (Potential) Event of Default zodat het

8 GDSC (2003), Annex B.

opschortingsrecht niet aanwezig lijkt. Moet X een betaling doen die een grote kans loopt in de aanstaande faillissementsboedel van Y te verdwijnen? In een dergelijke situatie kan de doctrine van *adequate assurances* te hulp komen. De modelbepaling van GDSC (2003) geeft aan op welke wijze:

*'A party fails to provide adequate assurances of its ability to perform its outstanding obligations to the other party ('X') under this Agreement on or before the second business day after a written request for such assurances is made by X when X has reasonable grounds for insecurity.'*⁹

Is deze bepaling in de Schedule als extra Event of Default opgenomen, dan is er, zodra X het verzoek heeft gedaan, sprake van een Potential Event of Default ten aanzien van Y en kan X betalingen opschorten. Overigens geldt hier eenzelfde bezwaar als tegen de *materially adverse change* clause: onzekerheid omdat dit Event of Default afhankelijk is van het redelijke, maar hoe dan ook subjectieve oordeel van een partij. ISDA heeft de bepaling kennelijk bewust niet willen opnemen, zelfs niet als keuzemogelijkheid, in de 2002 Agreement.¹⁰

Beëindiging en afrekening

Een Event of Default geeft de 'onschuldige' partij, de Non-defaulting Party, het recht een Early Termination Date aan te wijzen waarop *alle* Transactions vervroegd beëindigd worden. Het eerste rechtsgevolg is dat alle toekomstige verplichtingen van partijen vervallen en worden vervangen door één betalingsverplichting van een der partijen. Het exposure wordt gefixeerd op de Early Termination Date. (Hetzelfde geldt bij beëindiging op grond van een *credit-related* Additional Termination Event, zoals omschreven onder 'Kredietwaardigheid'. Hierna ga ik voor de eenvoud uit van beëindiging na een Event of Default.)

Het tweede belangrijke rechtsgevolg is dat die ene betalingsverplichting in beginsel ziet op de totale waarde van de Transactions op de Early Termination Date. Hoewel er drie verschillende methoden ter bepaling van dat bedrag zijn – Market Quotation en Loss in de 1992 MA en Close-out Amount in de 2002-versie – gaan zij er alle van uit dat de Non-de-

faulting Party het nettobedrag bepaalt dat de vervroegde beëindiging hem kost of juist oplevert. Dat bedrag, vermeerderd met het saldo van de Unpaid Amounts (bedragen die op de Early Termination Date verschuldigd waren, maar nog niet betaald) is het compensatiebedrag, Early Termination Amount geheten in de 2002 MA ('ETA').¹¹ Als de Non-defaulting Party in-the-money blijkt te zijn, dan zal de wederpartij dat bedrag moeten betalen, maar als hij out-of-the-money is, dient hij dat bedrag aan de Defaulting Party te betalen.¹²

Afgezien van de Unpaid Amounts zijn er in de praktijk afwijkingen tussen de ETA en het exposure. Onder Market Quotation is de ETA het gemiddelde van een aantal quotes van dealers voor de transacties. Zo zal het echter exposure niet berekend worden in de dagelijkse gang van zaken. Onder Loss moet een partij een redelijke waarde voor de transacties berekenen en mag hij, zonder dubbeltelling, ook winsten en verliezen door funding en hedging meenemen. Ook dat is niet de gebruikelijke manier om (dagelijks) de mark-to-market waarden van transacties te berekenen. Close-out Amount is een soort combinatie van Market Quotation en Loss. Kortom, er is sprake van enig wat wordt genoemd *basis risk* tussen het exposure en de ETA.

Bij *early termination* zal de onschuldige partij toch vaak moeten betalen. Een simpel voorbeeld: X en Y zijn maar één transactie aangegaan, een call-optie. X betaalt de premie niet en aanmaning heeft geen effect. Er is nu een Failure to Pay or Deliver en Y kan de transactie beëindigen. De koers van het onderliggende aandeel en de waarde van de optie zelf kunnen echter inmiddels flink zijn gestegen, zodat de optie meer waard is dan de premie (plus rente). Zou Y gebruikmaken van zijn beëindigingsrecht dan is hij het saldo van die hogere waarde en de premie met rente aan X verschuldigd en dat terwijl alles begon met wanprestatie van X.

Is het voor de Non-defaulting Party die out-of-the-money is, beter om een beroep op zijn opschortingsrecht te doen bij een Event of Default in plaats van zijn beëindigingsrecht uit te oefenen? *Cause célèbre* is inmiddels Enron Australia v TXU Electricity,¹³ waarin TXU, na het Event of Default 'Bankruptcy'

9 GDSC (2003), Annex A.

10 Vgl. ISDA (2003a), p. 67-68.

11 Ik gebruik de term voor het gemak ook in het kader van de 1992 MA.

12 Als onder de 1992 MA, zoals gebruikelijk, de Second Method van toepassing is: s. 6(e)(i).

13 [2003] NSWSC 1169 (24 December 2003). Vgl. o.a. Farrell (2005) en Weinstein et al. (2004).

ten aanzien van Enron, met een beroep op s. 2(a)(iii) zijn verplichtingen onder 78 transacties opschortte en door niet voor *early termination* te kiezen betaling van A\$ 3,3 miljoen aan Enron wist te vermijden. De zaak is onderwerp van uitvoerige discussie en de conclusie lijkt te zijn dat TXU inderdaad het recht heeft deze strategie te volgen – en te blijven volgen (want TXU is niet van plan ooit *early termination* in te roepen). Er is wel gesuggereerd dat als de insolventie van Enron zou worden opgeheven, TXU zou moeten gaan betalen, maar dat lijkt onjuist. Bankruptcy is in de MA zo geformuleerd dat het niet door zo'n latere opheffing ongedaan wordt gemaakt. Ook in het optievoorbeld geldt dat: Failure to Pay or Deliver houdt in dat Buyer niet binnen één (2002 MA) of drie (1992 MA) Local Business Day(s) na aanmaning betaalt. Of hij nu na vijf dagen of drie jaar alsnog betaalt, doet er niet toe: hij heeft niet tijdig betaald en dat Event of Default is niet ongedaan te maken.

In feite realiseert zich het kredietrisico van de Defaulting Party op de Non-defaulting Party wanneer deze laatste een permanent beroep doet op zijn opschortingsrecht. De Defaulting Party blijft zitten met een oninbaar bedrag. Een algemene oplossing vergt amendering van de Master Agreement.

De 2002 ISDA Equity Derivatives Definitions (de 'Definitions')

Een definitie van definition

Wat zijn nu die *product-specific definitions*, waarvan de Definitions een voorbeeld vormen? Het gaat zeker niet altijd om definities in de gebruikelijke betekenis. Op de eerste plaats zijn er formele definities die inhoudelijk nietszeggend zijn. Een voorbeeld, met vele aan te vullen, is de definitie van Trade Date in s. 1.17: "Trade Date" means, in respect of a Transaction, the date specified in the related Confirmation. Zulke definities krijgen pas inhoud na invulling in een concrete Confirmation. Partijen nemen meestal, conform het jargon in derivatenland, als Trade Date de datum waarop zij de Transaction zijn aangegaan.¹⁴ Op de tweede plaats zijn er inhoudelijke definities: een omschrijving van een begrip dat in die betekenis in de gehele Definitions en in Confirmations gebruikt wordt, althans zou moeten worden. Aldus definieert s. 1.31 'Scheduled Trading Day' als 'any day

on which each Exchange and each Related Exchange are scheduled to be open for trading for their respective regular trading sessions.' Ten slotte zijn er die definities die helemaal geen definities zijn, maar materiële contractvoorwaarden, die aan partijen rechten of verplichtingen toekennen. Een eenvoudig voorbeeld is s. 2.4(a): 'In respect of an Option Transaction, Buyer shall pay Seller the Premium on the Premium Payment Date.' Bij dit derde type komt het, zoals in het vervolg zal blijken, vaak voor dat partijen kunnen kiezen uit een menu van alternatieve 'definities' om een bepaald aspect van hun rechtsverhouding te regelen. Soms geven de Definitions een *fallback* als partijen geen keuze maken.

Juist omdat de Definitions bepalingen van het derde type bevatten, fungeren zij als de voornaamste bouwstenen voor een (aanvullend)¹⁵ derivatencontract. De Confirmations zelf kunnen betrekkelijk kort zijn en behoeven niet allerlei uitgeschreven bepalingen over rechten en verplichtingen van partijen te bevatten. Ter illustratie verwijs ik naar de model-Confirmations die bestemd zijn voor gebruik met de Definitions.¹⁶

Bereik van de Definitions

De Definitions zijn bestemd voor de documentatie van drie derivatentypen: opties, forwards en swaps. Er zijn drie typen onderliggende waarden: een enkele Share, een enkele Index en een Basket (een mandje van hetzij Shares hetzij Indices). Shares, gedefinieerd in s. 1.14, zijn niet alleen aandelen maar kunnen ook andere *securities* zijn. Niet alle bepalingen van de Definitions werken echter zonder meer met andere effecten en daarom ga ik hierna van aandelen uit en bovendien, in het voetspoor van de Definitions, van aandelen die verhandeld worden op een Exchange. Een Exchange is: 'in respect of a Share [...] each exchange or quotation system specified as such for such Share in the related Confirmation, any successor to such exchange or quotation system or any substitute exchange or quotation system to which trading in the Share has temporarily relocated (provided that the Calculation Agent has determined that there is comparable liquidity relative to such Share on such temporary substitute exchange or quotation system as on the original exchange).¹⁷ Analoog is Related Exchange gedefinieerd in s. 1.26: dit is een beurs waar

¹⁴ S. 3.7 van de 2000 ISDA Definitions definieert de Trade Date inhoudelijk als 'the date on which the parties enter into the Swap Transaction'.

¹⁵ Want de Confirmation (met inbegrip van de Definitions) is weer onderdeel van de *single agreement*.

¹⁶ ISDA (2002b), 'downloadbaar'.

derivaten met betrekking tot het Share worden verhandeld.

De Definitions beschrijven voor elk type Transaction zowel volledig geldelijke afwikkeling (Cash Settlement) als afwikkeling (mede) door levering van aandelen (Physical Settlement), met uitzondering van Transactions met een Index of een Basket van Indices als *underlying*. Deze zijn altijd Cash-settled. Ook maken de Definitions het mogelijk om aan een partij het recht toe te kennen pas tijdens de looptijd een keuze te maken: de Settlement Method Election van s.7.1. Het recht moet uiterlijk op de prozaisch, maar accuraat betitelde Settlement Method Election Date (s.7.2) worden uitgeoefend.

Equity Derivatives

OTC-opties en forwards op aandelen of indices kunnen voor gebruikelijke maar ook meer speciale doeleinden worden aangewend, zoals het hedgen van, of zekerstellen van winst op, exchangeable bonds of obligaties met een opbrengst die afhankelijk is van een index (of mandje van indices). Een ander voorbeeld is het hedgen van personeelsopties. Van een typische *equity swap*, de *total return swap*,¹⁸ geef ik een voorbeeld.

X bezit 1 miljoen aandelen ABC met een actuele koers van € 12,50. De gemaakte koerswinst wil X veilig stellen, maar zonder de aandelen te verkopen, onder meer omdat hij op termijn, zeg over een jaar, weer 'mogelijkheden' ziet. Hiertoe gaat X een swap aan met Y met als 'Equity Notional Amount' de beginwaarde van de aandelen, € 12,5 miljoen, en een looptijd van een jaar. X zal elke drie maanden de koerswinst op 1 miljoen aandelen ABC plus eventuele dividenden als 'Equity Amount Payer' aan Y betalen. Daartegenover betaalt Y op dezelfde data een eventueel koersverlies aan X én in elk geval een variabele driemaands rente over de Equity Notional Amount.¹⁹ Het resultaat is dat X een jaar lang geen risico meer loopt op ABC en rente ontvangt over zijn investering in ABC en dat Y juist een 'synthetische' positie in die aandelen heeft ingenomen.

Waarvoor kunnen dergelijke swaps dienen? Deze aandelenswap stelt X in staat om zijn winst op het

aandeel voorlopig veilig te stellen, stemrechten te blijven uitoefenen en zonder transactiekosten verbonden aan de verkoop (en een latere heraanloop) van ABC toch geen enkel koersrisico meer te lopen. Wederpartij Y zou een beleggingsfonds kunnen zijn, dat zo zonder funding in ABC kan beleggen (misschien in afwachting van een instroom van liquide middelen van beleggers waarna het fonds daadwerkelijk die aandelen ABC zal kopen of juist structureel synthetisch, zoals een hedge fund). Een andere *equity swap* is die waarin beide legs *equity-related* zijn, bijvoorbeeld de swap van de totale opbrengst van een mandje van aandelen tegen de opbrengst van een index. Zo kan degene die die aandelen bezit als betaler van de opbrengst van het mandje en ontvanger van de indexopbrengst zijn portefeuille synthetisch diversificeren.

Hoewel hedging hierna slechts zijdelings aan de orde komt, speelt het bij *equity derivatives* een grote rol. In het voorbeeld van zojuist heeft X een perfecte hedge. Y, die een synthetische long positie in het aandeel heeft, heeft een aantal mogelijkheden om die positie af te dekken. Een mogelijkheid is short te gaan in de onderliggende aandelen door deze te lenen tot en met de einddatum van de swap en de geleende aandelen meteen te verkopen.²⁰ Hoewel al dan niet hedgen op het eerste gezicht wellicht slechts een zaak van de betreffende partij lijkt, geven de Definitions toch een aantal mogelijkheden om problemen bij het hedgen (bijvoorbeeld verhoogde kosten), tot onderdeel van de Transaction te maken. Hebben partijen dat gedaan, dan kunnen die problemen leiden tot vroegde beëindiging van de Transaction.²¹

Waardering

Met name bij Cash-settled Transactions draait alles bij de afwikkeling om de waarde van het/de onderliggende Share, Index of Basket op de relevante beurs of beurzen. Ik behandel hierna hoofdzakelijk Shares omdat de waardering van een Index en een Basket analoog verloopt. Het uitgangspunt is eenvoudig. De waarde wordt vastgesteld op een of meer Valuation Dates (s. 6.2). In het geval van een optie is elke Exercise Date²² een Valuation Date. Voor forwards en swaps wijzen partijen Valuation Date(s) aan in de

17 S. 1.25(b), hieronder nader te bespreken.

18 Vgl. Van 't Westeinde (1999).

19 Voor de omschrijving van deze 'floating leg', moeten overigens niet de Definitions, maar de 2000 ISDA Definitions (onder meer bestemd voor *fixed-for-floating* swaps) gebruikt worden.

20 Vgl. ss. 12.9(a)(vii)-(viii).

21 Zie ss. 12.9(b)(iii)-(vi).

22 "'Exercise Date' means [...] the Scheduled Trading Date during the Exercise Period on which such Option is, or is deemed to be exercised.;" s. 3.1(a).

Confirmation. (Een Valuation Date moet uiteraard een beursdag zijn zodat een aangewezen Valuation Date die geen Scheduled Trading Day is vervangen wordt door de eerstvolgende Scheduled Trading Day.) Omdat koersen gedurende de beursdag veranderen, dienen partijen ook een exact tijdstip te kiezen op de Valuation Date, waarop de waardering dient plaats te vinden: de Valuation Time (s. 6.1). De *fallback* is de reguliere sluitingstijd, de Scheduled Closing Time, van de Exchange. Verloopt alles normaal, dan bepaalt de Calculation Agent (zie hierna) de koers van het Share op de Valuation Time op de Valuation Date.

Twee verstoringen worden door de Definitions impliciet opgevangen. Ten eerste, als de beurs op een Valuation Date sluit vóór de Scheduled Closing Time en de Valuation Time daardoor na de feitelijke sluitingstijd komt te liggen, dan wordt de Valuation Time gelijk aan de feitelijke sluitingstijd en kan waardering doorgang vinden, tenzij er sprake is van Market Disruption (zie hierna). Een tweede, ernstiger verstoring wordt opgevangen door het laatste deel van de definitie van Exchange en Related Exchange: de tijdelijke verplaatsing van de beurshandel (zie onder 'Bereik van de Definitions'). Dit deel weerspiegelt de ervaringen in de periode direct na 9/11: een deel van de handel van de American Stock Exchange werd tijdelijk naar de NYSE overgebracht.²³

De Calculation Agent

In vrijwel elke Confirmation van een OTC-derivatentransactie wordt een Calculation Agent aangewezen. In een transactie tussen een eindgebruiker en een bank of andere dealer is de laatste vrijwel steeds de Calculation Agent. Diens taak is meestal inderdaad beperkt tot het maken van berekeningen en het vaststellen van gegevens voor die berekeningen. Bij een renteswap stelt de Calculation Agent periodiek de nieuwe waarde van de variabele rente vast en berekent hij welke bedragen partijen aan elkaar verschuldigd zijn. Aanleiding tot discussies geven dergelijke beslissingen zelden omdat in de Confirmation (indirect) tot op de minuut is bepaald wanneer een bepaald type rente moet worden vastgesteld. Voor de hiervoor beschreven vaststelling van een aandelenkoers geldt hetzelfde.

Niettemin: 'in many provisions throughout the 2002 Definitions, the Calculation Agent has broad discretion'.²⁴ Eén oorzaak is dat de Definitions, omdat zij bestemd zijn voor de wereldwijde OTC-handel, slechts algemene regels kunnen geven die door de Calculation Agent nader moeten worden ingevuld. Verder gaat het onder meer om de reactie op een groot aantal mogelijke verstoringen van de normale gang van zaken waarvoor moeilijk specifieke regels gegeven kunnen worden. Toch zijn er soms alternatieve regels die partijen van toepassing kunnen verklaren die die uitkomst niet of minder afhankelijk maken van de beslissing van de Calculation Agent. Voor het overige dient deze 'in good faith and in a commercially reasonable manner' te beslissen (s. 1.40). ISDA-documentatie bevat overigens *geen* formeel mechanisme om een dispuut tussen de Calculation Agent en een partij (in feite: diens wederpartij) op te lossen. Eindgebruikers die voldoende onderhandelingsmacht hebben – grote hedge funds, pensioenfondsen en andere institutionele beleggers – kunnen proberen een dergelijk mechanisme met de Calculation Agent overeen te komen.

Verstorende effecten van de beurs

Disrupted Days

Allereerst zijn er verstorende effecten van de Exchange of de Related Exchange, die de normale wijze van waardering van een Share (zie onder 'Waardering') onmogelijk maken. De Definitions nemen een viertal gebeurtenissen samen onder het begrip Disrupted Day van s. 6.4:

- 1 de Exchange of Related Exchange blijft dicht op een Scheduled Trading Day;
- 2 Trading Disruption: schorsing of beperking van de handel in het Share op de Exchange of derivaten op dat Share op de Related Exchange in de periode van een uur voorafgaand aan de Valuation Time;
- 3 Exchange Disruption: 'any event [...] that disrupts or impairs (as determined by the Calculation Agent) the ability of market participants in general' om op de Exchange in de Shares te handelen of vergelijkbare problemen op de Related Exchange, eveneens in het uur voorafgaand aan de Valuation Time;
- 4 Early Closure: de Exchange of Related Exchange sluit vóór de Scheduled Closing Time, tenzij die

²³ Rae (2003), p. 9.

²⁴ ISDA (2003b), p. 9.

sluiting, kort gezegd, tijdig vóór de Valuation Time is aangekondigd.²⁵

Bij Trading Disruption en Exchange Disruption is het oordeel van de Calculation Agent vereist dat de verstoring *material* is. Dat oordeel is echter niet nodig bij het gesloten blijven van de Exchange of Related Exchange en bij Early Closure. Het is echter mogelijk dat die gebeurtenissen niet steeds *material* zijn. Zo kan vervroegde sluiting van de Related Exchange, terwijl de Exchange een gewone Scheduled Trading Day heeft, betekenen dat de handel in aandelen niet substantieel verstoord is. Meer in het algemeen geldt dat een Disrupted Day geheel kan zijn toe te schrijven aan gebeurtenissen op de Related Exchange, terwijl de Exchange (ogenschijnlijk) normaal functioneert.

Wat hier ook van zij, als een Valuation Date een Disruption Day is, schuift de Valuation Date op naar de eerstvolgende Scheduled Trading Day die geen Disrupted Day is. In het onwaarschijnlijke geval dat de volgende acht Scheduled Trading Days alle Disrupted Days zijn, is het niettemin die achtste dag waarop de 'Calculation Agent shall determine [...] its good faith estimate of the value for the Share as of the Valuation Time on that eighth Scheduled Trading Day.'²⁶ (Bij wijze van illustratie: de Amerikaanse aandelen- en optiebeurzen bleven op 9/11 en daarna vier dagen dicht.²⁷) Dat lijkt onbegonnen werk, maar een aantal factoren kan de Calculation Agent te hulp komen. Het kan, zoals gezegd, vooral de Related Exchange zijn die voor deze Disrupted Days heeft gezorgd. De Exchange kan op de verplichte Valuation Day open zijn en dat maakt het minder moeilijk voor de Calculation Agent om tot zijn 'good faith estimate' te komen. Bovendien vragen de Definitions niet om een pseudo-beurskoers, maar om een schatting van de waarde van het Share. De Calculation Agent kan daarbij rekening houden met transacties in de OTC-handel, die bij zo'n langdurige verstoring van de beurshandel ongetwijfeld in belang zal toenemen. Ten slotte betekent Disrupted Day op de Exchange niet dat er in het geheel niet gehandeld wordt in het Share. Als de Valuation Time 16.00 uur is en de beurs negen dagen lang gewoon open gaat

maar steeds rond 15.30 uur wordt geteisterd door computerproblemen (Exchange Disruption), zijn er toch koersen tot stand gekomen die een leidraad voor de schatting kunnen vormen.

Overigens kan een optie wél worden uitgeoefend op een Disrupted Day; alleen zal bij Cash-settled opties de vaststelling van het bedrag dat Seller aan Buyer verschuldigd is, moeten wachten op de uitgestelde Valuation Day. De invloed van een Disrupted Day op een optie met Physical Settlement komt hierna onder 'Physical Settlement en Disrupted Days' aan de orde.

Een Index valt onder het Disrupted Day-regime indien er sprake is van een Disrupted Day voor effecten die ten minste 20% van het niveau van de Index bepalen.²⁸ De Valuation Date verschuift naar de volgende Scheduled Trading Day tenzij dat ook weer een Disrupted Day voor de Index is. Dat kan zo doorgaan tot de achtste Disrupted Day na de oorspronkelijke Valuation Date. Op die dag stelt de Calculation Agent de waarde van de Index vast met een 'good faith estimate' voor de effecten ten aanzien waarvan er een Disrupted Day is.

Aanpassingen van Share Transactions

Naast deze marktverstoringen staan verstoringen van de voorwaarden van de Transaction zelf door handelingen van de uitgever, de Issuer, van het Share die, 'in the determination of the Calculation Agent',²⁹ een verwaterend dan wel concentrerend effect op de theoretische waarde van de Shares hebben. Voorbeelden van deze *corporate actions*³⁰ zijn opsplitsing dan wel samenvoeging van de Shares, bonusuitgiften, een buitengewoon dividend en inkoop van de eigen Shares; vergelijk de opsomming van Potential Adjustment Events in s. 11.2(e). Hier komt de ISDA-definitietechniek goed uit. Met drie woorden kunnen partijen in de Confirmation aangeven wat de Calculation Agent te doen staat:

- is 'Options Exchange Adjustment' (s. 11.2(b)) gespecificeerd, waarbij partijen een Options Exchange kunnen opgeven (*fallback*: de Related Exchange), dan dient de Calculation Agent de aanpassingen van opties op het Share door de

25 S. 6.3. Naar de letter van de desbetreffende bepaling is er Early Closure als de aankondiging van de vervroegde sluiting *na* de Valuation Time plaatsvindt. Dat zal niet de bedoeling zijn.

26 S. 6.6(a)(ii)(B).

27 FMLC (2003), p. 10 met enige twijfel ten aanzien van 11 september 2001.

28 Vgl. Euronext (2005).

29 S. 11.2(a).

30 Vgl. Euronext.liffe (2004).

Option Exchange te volgen en de contractstermen van de Transaction dienovereenkomstig aan te passen – ook als deze niet een optie maar een forward of swap is.³¹ De Calculation Agent bepaalt zelf welke contractstermen moeten worden aangepast. De wijzigingen treden op dezelfde dag in werking als de door de Options Exchange aangebrachte wijzigingen. In feite worden zo het *rule book* van de Options Exchange en de bijbehorende precedentes in de Transaction geïncorporeerd;

- hebben partijen daarentegen voor 'Calculation Agent Adjustment' gekozen (s.11.2(c)), dan bepaalt de Calculation Agent allereerst of een Potential Adjustment Event inderdaad een verwaterend of concentrerend effect heeft en, zo ja, welke aanpassingen 'appropriate to account for that diluting or concentrative effect' zijn. Hierbij mag de Calculation Agent rekening houden met aanpassingen van beursopties op het Share, maar dat hoeft hij niet. Ook de datum van inwerkingtreding van de aanpassingen wordt door de Calculation Agent bepaald.

Merger Events

De Definitions kennen een aantal Extraordinary Events – externe effecten – waarvan er één door fusies en verwante gebeurtenissen gevormd wordt: Merger Event, dat in s.12.1(b) in een viertal typen is opgesplitst waarvan elk weer varianten heeft. Gemeenschappelijk kenmerk is dat het Share als zodanig verdwijnt (behalve bij Reverse Merger) en dat Transactions met dat Share als onderliggende waarde dus niet zonder aanpassingen kunnen voortbestaan. Ter illustratie neem ik het gevalstype van een overname van de Issuer betaald met aandelen van de overnemer ('New Shares', s. 12.1(i)). Voor dit Share-for-Share Merger Event moeten partijen uit vijf alternatieven kiezen (s. 12.2):

- Twee keuzemogelijkheden zijn al behandeld: Options Exchange Adjustment en Calculation Agent Adjustment (met een kwalificatie van de laatste: als de Calculation Agent tot de conclusie komt dat geen enkele aanpassing *commercially reasonable* is, wordt de transactie beëindigd en is 'Cancellation and Payment' van toepassing, zie hierna);
- 'Modified Calculation Agent Adjustment' verschilt in zoverre van Calculation Agent Adjustment dat de Calculation Agent in dit geval wel 'adjustments to account for changes in volatility, expected divi-

dends, stock loan rate or liquidity relevant to the Shares or to the Transaction' mag maken;

- 'Alternative Obligation' houdt in wezen in dat de Transaction wordt voortgezet met de New Shares als onderliggende waarde. De *economic terms* van de Transaction worden gewijzigd aan de hand van de ruilverhouding tussen de beide aandelen en de Calculation Agent maakt indien nodig andere aanpassingen, met uitzondering van de aanpassingen die in de vorige alinea zijn geciteerd;
- ten slotte is er 'Cancellation and Payment': de transactie wordt automatisch beëindigd op de closing date van de Merger Event. De bepaling van het compensatiebedrag bij beëindiging van de Transaction wordt onder 'Cancellation Amount; compensatie voor Option Transactions' besproken.

Delisting

Min of meer rampzalig voor het voortbestaan van een derivaat op een beursgenoteerd aandeel is Delisting: 'the Exchange announces that pursuant to the rules of such Exchange the Shares cease (or will cease) to be listed, traded or publicly quoted on the Exchange for any reason (other than a Merger Event [...])'; zie s. 12.6(a)(iii). Niets anders dan beëindiging van de Transaction lijkt in zo'n geval uitkomst te bieden. Toch is dat niet noodzakelijkerwijs waarop de Definitions uitkomen. Uit twee alternatieven kan worden gekozen:

- 'Negotiated Close-out' (s. 12.6(c)(i)): partijen proberen beëindigingsvoorwaarden, met name natuurlijk een bedrag ter compensatie van de in-the-money partij, overeen te komen. Als dat niet lukt, wordt de Transaction voortgezet 'on the terms and subject to the conditions then in effect', zij het dat elke partij een eventueel geldend Physical Settlement mag omzetten in Cash Settlement: het verwerven van Shares ter levering aan de wederpartij zal immers op zijn minst lastiger worden. Bovendien hoeft de Calculation Agent geen rekening meer te houden met Disrupted Days; de te waarderen Share toch niet meer op de *disrupted* Exchange genoteerd zijn. Het eigenaardige resultaat kan dus zijn dat als een swap op een *delisted* Share nog drie jaar te gaan heeft, de Calculation Agent drie jaar lang op, zeg, de eerste Scheduled Trading Day van elk kwartaal zijn 'good faith estimate' van de waarde van het aandeel om 16.00 uur moet geven;
- 'Cancellation and Payment' (s. 12.6(c)(ii)) ver-

31 Euronext.liffe (2004) behandelt ook aanpassingen van futures ('beursgenoteerde forwards'). Met die mogelijkheid houden de Definitions opmerkelijk genoeg in dit verband geen rekening.

schaft meer zekerheid. De Transaction wordt weer automatisch beëindigd: en wel reeds op de dag dat de Exchange aankondigt dat het Share uit de notering zal worden genomen. Het compensatiebedrag kan daarom waarschijnlijk mede op basis van een actuele beurskoers bepaald worden.

Index Adjustment Event

Dit Extraordinary Event van s. 11.1(b) verstoort de normale afwikkeling van een Index-derivaat. Het valt in drie gevalstypen uiteen. De organisatie verantwoordelijk voor de Index, de Index Sponsor, kondigt een substantiële wijziging van de formule of methode voor de berekening van de Index aan, die niet in de regels voor de Index³² zelf is voorzien ('Index Modification'), hij heft de Index definitief op zonder een vervangende index te introduceren ('Index Cancellation') of hij 'fails to calculate and announce' de Index op een Valuation Date ('Index Disruption'). Er is een drietal alternatieve reacties op Index Adjustment Event waaruit partijen in de Confirmation moeten kiezen:

- opnieuw is 'Negotiated Close-out' mogelijk. Mislukt het beëindigingsoverleg, dan wordt de Transaction voortgezet 'on the terms and subject to the conditions, formulas and calculation methods in effect as of any relevant time at which calculations may be made'. Ook nu is Negotiated Close-out problematisch. Enerzijds lijkt het vrij radicaal om bij Index Disruption meteen *close-out* mogelijk te maken terwijl het toch mogelijk is dat de Index op de volgende beursdag weer normaal gepubliceerd wordt (in de praktijk ziet men dan ook wel de clause dat non-publicatie meerdere beursdagen moet aanhouden voordat er Index Disruption is). Anderzijds, als partijen geen beëindiging overeenkomen, is er onder Index Cancellation juist geen sprake meer van 'formulas and calculation methods in effect', terwijl het economisch evenwicht door het gebruik van de nieuwe index bij Index Modification geheel verstoord kan zijn;
- het tweede alternatief is 'Cancellation and Payment': de Transaction komt automatisch tot een einde door Index Disruption en Index Cancellation en bij Index Modification hebben beide partijen het recht de Transaction te beëindigen. Zoals gezegd is een (automatische) beëindiging in het geval van Index Disruption een radicale oplossing, ook in de context van de Definitions. Immers het ontbreken van een (zinvolle) waarde voor de

Index doordat de Exchange vele Scheduled Trading Days achtereen is gesloten, leidt niet tot beëindiging maar slechts tot Disrupted Days. Overigens lijken de Definitions op het eerste gezicht de samenloop van Index Disruption en Disrupted Day niet te regelen. De Index-regels kunnen bijvoorbeeld bepalen dat als de beurs in het geheel niet open gaat op een Scheduled Trading Day die Index niet wordt berekend. Moet nu het Disrupted Day-regime worden gevolgd of dat van Index Disruption? Ligt de oplossing daarin besloten dat het niet om samenloop gaat omdat de Index Sponsor in zo'n geval niet 'fails to calculate and announce' de Index?;

- een beter alternatief lijkt 'Calculation Agent Adjustment', dat erop neerkomt dat de Calculation Agent doorgaat met het berekenen van de oude Index. De Definitions stellen wel de voorwaarde dat hij daarbij alleen de effecten gebruikt die onmiddellijk vóór het Index Adjustment Event deel uitmaakten van de Index. Zo zal er toch meestal een wijziging van een contractvoorwaarde worden binnengesmokkeld omdat de samenstelling van vele indices periodiek wordt herzien (en gewijzigd). Definitions noch *User's Guide*³³ verklaren deze voorwaarde, maar wellicht is deze opgenomen om de Calculation Agent niet op te zadelen met ingewikkelde berekeningen om uit te maken of een effect al dan niet in de pseudo-Index moet worden opgenomen.

Verstoring van Physical Settlement

Physical Settlement

Physical Settlement vindt in beginsel plaats via een overeengekomen Clearance System, dat onder normale omstandigheden open is op, in typisch ISDA speak, Clearance System Business Days, 'CSBDs' (ss. 1.27 en 1.36). Voor een groot aantal termijnen in de Definitions is van belang hoeveel CSBDs gewoonlijk gemoeid zijn met de settlement van een transactie in de Shares op de Exchange door het Clearance System. Deze Settlement Cycle bepaalt bijvoorbeeld de dag van levering (in het algemeen: de Settlement Date) onder een Option Transaction met Physical Settlement. Heeft Buyer van een call-optie deze uitgeoefend op een bepaalde dag, de Exercise Date, dan moeten de Shares geleverd worden op de dag die één Settlement Cycle later valt dan die Exercise Date (s. 9.4(a)).

32 Vgl. Euronext (2005).

33 ISDA (2003b).

Settlement Disruption Event

Mislukt de levering van Shares op een Settlement Date door een Settlement Disruption Event, 'an event beyond the control of the parties as a result of which the relevant Clearance System cannot clear the transfer of such Share' (s. 9.8), dan moet op de volgende CSBD een nieuwe poging worden gedaan. Als een Settlement Disruption Event levering verhindert op de acht CSBDs volgend op de oorspronkelijke Settlement Date, moeten de Shares 'in any other commercially reasonable manner' geleverd worden als die mogelijkheid bestaat. Is dit niet het geval, dan wordt levering uitgesteld totdat het Clearance System weer werkt of de levering toch 'in any other commercially reasonable manner' kan plaatsvinden.

Failure to Deliver

Dit Extraordinary Event geldt alleen bij Physical Settlement. Wanneer een partij met een leveringsplicht door illiquiditeit van de markt onvoldoende Shares kan verkrijgen, is dat de Failure to Deliver van s. 12.9(a)(iii) als de Confirmation deze bepaling van toepassing verklaart. Het gaat in feite erom of de illiquiditeit voor risico van beide partijen wordt gebracht of bij de 'leverancier' wordt gelaten. Als Failure to Deliver van toepassing is, is namelijk het niet (volledig) voldoen aan de leveringsverplichting geen Event of Default zoals s. 12.9(b)(ii) onnauwkeurig verklaart (want pas als volledige levering uitblijft na aanmaning en de toepasselijke *grace period* zou er een Event of Default zijn). De wederpartij heeft toch onmiddellijk een ietwat eigenaardig gestructureerd beëindigingsrecht. Allereerst mag hij dat deel van de Transaction beëindigen dat correspondeert met de verstoorde levering (dat is de gehele Transaction in het geval van een Europese optie; bij een swap kan uiteraard nog een deel van de looptijd resteren); heeft hij dat gedaan dan mag hij vervolgens één Settlement Cycle later het eventuele restant van de Transaction ook beëindigen. Beëindiging in één keer is naar de letter van s. 12.9(b)(ii) niet mogelijk, hoewel de *User's Guide* anders suggereert.³⁴

Physical Settlement en Disrupted Days

Het is niet geheel duidelijk of een Disrupted Day levering kan verstoren en tot verschuiving van de Settlement Date kan leiden. In Section 9.4 over Settlement Date wordt niet direct verwezen naar Disrupted Days, maar uitsluitend naar het Settlement Disruption Event. Op het eerste gezicht zou men ook

denken dat bij vele transacties met Physical Settlement omstandigheden op de Exchange of Related Exchange die *valuation* kunnen verstoren, er nu niet toe doen. Wordt een call-optie uitgeoefend dan is zowel het aantal te leveren Shares als de tegenprestatie, de Strike Price, onafhankelijk van de beurskoers van het Share. Hetzelfde geldt voor een Physically-settled swap en de meeste forwards; zie ss. 9.2 en 9.3. De User's Guide stelt echter juist dat bij uitoefening van een optie op een Disrupted Day 'execution of a trade to acquire Shares for delivery pursuant to the Option Transaction may be delayed until the Market Disruption Event has ended. [...] [T]his may have the effect of extending the Settlement Cycle for the Shares, which in turn would delay the Settlement Date.'³⁵ In feite moet kennelijk in de definitie van Settlement Cycle worden ingelezen dat deze pas begint bij een *trade* in normale omstandigheden op de Exchange (en de Related Exchange?).

Cancellation Amount; compensatie voor Option Transactions

Cancellation Amount

Vervroegd beëindigde forwards en swaps worden gewaardeerd volgens de methode van de 2002 Master Agreement: Close-out Amount is, als 'Cancellation Amount', in s. 12.8 vrijwel in zijn geheel overgenomen met grammaticale aanpassingen omdat het hier om de beëindiging van één transactie gaat. Doordat de bepaling is 'overgeschreven' – en ook elders in de Definitions geen beroep op de 2002 Master Agreement wordt gedaan – kunnen de Definitions overigens ook in combinatie met de 1992 Master Agreement worden gebruikt.

Toch zijn er inhoudelijke verschillen tussen Close-out Amount enerzijds en Cancellation Amount anderzijds. Ten eerste staat al bij voorbaat vast wie de Cancellation Amount berekent. De Determining Party wordt in de Confirmation aangewezen (s. 12.8(f)). Bij de meeste besproken Extraordinary Events ligt dat ook voor de hand omdat er geen 'schuldige' of *affected* partij is aan te wijzen. Minder duidelijk is dat bij Failure to Deliver en enkele niet behandelde Extraordinary Events met betrekking tot hedging, waar wel van een Affected Party zou kunnen worden gesproken. Failure to Deliver lijkt niet goed te zijn geregeld. S. 12.9(b)(ii) benoemt de wederpartij van de leveringsplichtige tot Determi-

³⁴ ISDA (2003b), p. 57.

³⁵ ISDA (2003b), p. 9.

ning Party. De verhouding tot s. 12.8(f) is niet geregeld, maar op zich zou de specifieke regel kunnen voorgaan. Echter, als partijen in de Confirmation als Determining Party de partij hebben aangewezen, die later juist de leveringsplichtige blijkt te zijn, zal deze keuze meestal voorgaan ten opzichte van s. 12.9(b)(ii). Vrijwel steeds bepaalt een Confirmation namelijk dat bij inconsistentie tussen de Confirmation en toepasselijke definities de Confirmation prevaleert. Ook de model-Confirmations van ISDA bevatten die bepaling.³⁶

Een tweede inhoudelijk verschil is dat in de Definitions niet duidelijk wordt geregeld wat er moet gebeuren met betalingen en leveringen die vóór de beëindiging hadden moeten worden verricht, maar dat niet zijn (Unpaid Amounts in de MAs). Hoewel het uitdrukkelijke verbod van de 2002 MA om deze Unpaid Amounts op te nemen in de Close-out Amount, niet in de 'Cancellation Amount' van s. 12.8 is overgenomen, lijkt het besloten te liggen in de formulering dat de vervangingswaarde of het economisch equivalent bepaald moet worden van de 'payments and deliveries [...] that would [...] have been required on or after the date that the Transaction is [...] terminated'.³⁷ De Unpaid Amounts vallen misschien direct onder het regime van de Master Agreement, waardoor zij bijvoorbeeld aanleiding kunnen geven tot een Event of Default, hoewel deze oplossing niet steeds werkt (zie hierna).

Een laatste verschil is dat de waarde van de vervroegd beëindigde transactie moet worden bepaald 'but for the Extraordinary Event'. In een enkel geval lijkt er een probleem te zijn. Zo is Delisting de *aankondiging* van een beslissing van de beurs. Het wegdenken van de aankondiging (*but for*) betekent echter niet dat de feitelijke *delisting* niet zal plaatsvinden. Eigenaardige consequenties heeft de *but for*-clausule bij Failure to Deliver. Neem aan dat onder een forward partij X slechts 20% van de te leveren Shares op de Settlement Date heeft geleverd tegenover betaling van 20% van het verschuldigde bedrag door wederpartij Y.Y kan de volgende dag al aanwijzen als de dag waarop de transactie eindigt. De Cancellation Amount moet bepaald worden als de waarde van de verplichtingen die op en na die dag *required* zijn. Vanuit het afrekeningsperspectief van de MAs zijn die er niet want de enige Settlement Date was een dag eer-

der. Zouden Unpaid Amounts toch mogen worden meegenomen in de Cancellation Amount, dan gooit de *but for*-clausule enig roet in het eten: Failure to Deliver moet worden weggedacht, wat lijkt te betekenen dat X geacht moet worden wél volledig aan zijn verplichtingen te hebben voldaan, zodat hij niets meer heeft te leveren of te vergoeden aan Y. (Zelfs is verdedigbaar dat de betaling van Y van 20% geen onderdeel van Failure to Deliver is en dus niet mag worden weggedacht, zodat Y de resterende 80% aan X moet betalen.) Hier lijkt, kortom, iets fout te zijn gegaan.

Compensatie voor opties

Bij vervroegd beëindiging van opties na sommige Extraordinary Events is een andere compensatiemethode dan Cancellation Amount van toepassing (s. 12.7(b)). Voorop staat dat partijen in onderling overleg tot een bedrag proberen te komen dat Seller aan Buyer dient te betalen (als de premie is betaald, is het altijd Seller die een bedrag dient te betalen). Heeft dat overleg geen resultaat binnen vijf beursdagen, dan zijn er twee alternatieve compensatiemethoden die de Calculation Agent (*niet* de Determining Party) kan toepassen: 'Agreed Model' of 'Calculation Agent Determination'. De laatste is eigenlijk geen methode want de Calculation Agent wordt alleen opgedragen het compensatiebedrag te bepalen. De enig relevante beperking hierbij is de algemene van *good faith and commercial reasonableness* (zie onder 'De Calculation Agent'). Wellicht zou het strakker omschreven Cancellation Amount een betere oplossing zijn. Andere gevallen van vervroegd beëindigde opties vallen immers gewoon onder Cancellation Amount en de 2002 MA maakt geen enkel onderscheid tussen opties en andere derivaten bij de toepassing van Close-out Amount, waarop Cancellation Amount is gebaseerd.

Het alternatief voor Calculation Agent Determination is Agreed Model. Wie hier een wiskundig optiemodel verwacht dat de Calculation Agent moet toepassen, zal teleurgesteld (of juist gerustgesteld) zijn bij lezing van s. 12.7(b)(i): het gaat om niet meer dan *agreed inputs* die de Calculation Agent moet gebruiken bij de bepaling van de compensatie.³⁸ De kern van Agreed Model is veeleer dat de gebruikelijke waardering van een optie gecorrigeerd wordt voor de verandering in de volatiliteit van het onderliggende

36 ISDA (2002b), p. 1.

37 S. 12.8(a); cursivering toegevoegd. De recursieerde woorden vormen een ander subtiel verschil: in de Close-out Amount worden alleen de verplichtingen *na* de Early Termination Date meegenomen.

Share die veroorzaakt wordt door de enkele aankondiging van de Extraordinary Event (dat hier niet wordt weggedacht). Als voorbeeld is het geval te nemen van een call-optie op aandeel ABC. Hoe meer de koers van ABC varieert, hoe hoger de waarde van de optie. Een Merger Event vindt plaats: onderneming DEF kondigt een overnamebod aan en de geboden prijs is aanzienlijk hoger dan de koers van ABC. Er kunnen twee tegengestelde effecten zijn op de waarde van de optie: enerzijds stijgt de koers van ABC en dus de waarde van de call; anderzijds zal de koers wellicht niet veel meer variëren en in de buurt van de geboden prijs blijven, wat op zich een negatief effect op de waarde van de call heeft. Agreed Model impliceert nu dat Buyer ook gecompenseerd wordt voor het feit dat de waarde van de optie nóg hoger zou zijn geweest als de volatiliteit niet was afgenomen. Dat is niet zonder meer redelijk omdat men evengoed zou kunnen verdedigen dat uitzonderlijke gebeurtenissen voor risico van partijen moeten blijven. Mede daarom is Agreed Model apart opgenomen – zij het als keuzemogelijkheid – en niet onder Cancellation Amount gebracht, waar zo'n volatilitetscorrectie pas een rol kan spelen als het duidelijk zou zijn dat deze deel van de contractsinhoud is.³⁹

Afronding

Deze kan kort zijn. De ISDA-documentatie voor derivaten is een imponerende verzameling contractsonderdelen, geschikt voor vele typen OTC-derivaten. Dat neemt niet weg dat er voor partijen die een ISDA-contract willen sluiten 'nog genoeg te doen' is, mede uit het perspectief van beheersing van financiële risico's. Immers, de Master Agreement moet in een Schedule worden ingevuld, aangevuld en meestal ook op punten gewijzigd, terwijl *product-specific definitions* zorgvuldig moeten worden bekeken om te bezien of zij zonder meer op een voorgenomen Transaction van toepassing kunnen zijn, of dat ook zij geamendeerd moeten worden. Zoals ISDA zelf aangeeft⁴⁰ zullen bij meer exotische derivaten ISDA-definities als nuttig uitgangspunt kunnen dienen, maar zullen partijen en hun adviseurs toch uiteindelijk zelf dergelijke transacties juridisch moeten vormgeven. Ten slotte is er op punten aanleiding voor verbetering en amendering van, bijvoorbeeld, de Definitions, zelfs als zij worden ingezet bij standaardtransacties.

Literatuur

Agentschap ministerie van Financiën (Agentschap) (2003), Nederlandse staatsobligaties 2003, Den Haag en www.dutchstate.nl.

Bank for International Settlement (BIS) (2005), 'Statistical Annex', *BIS Quarterly Review*, www.bis.org.

Broekhuizen, K.W.H. en M.G.C.M. Peeters (2000), 'Vervroegde beëindiging van swaps', *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2(5), p.79-84.

Euronext (2005), *Rules for the AEX-index®*, www.euronext.com.

Euronext.liffe (2004), *Corporate Actions Policy*, www.euronext.com.

Farrell, Scott (2005), 'Dispelling the three myths of Enron v TXU', *International Financial Law Review* XXIV 5, p. 40-42.

Financial Markets Law Committee (FMLC) (2003), 'Emergency power legislation', www.fmlc.org.

Global Documentation Steering Committee (GDSC) (2003), 'Global Documentation Steering Committee Recommendations to the 2002 Master', www.newyorkfed.org/globaldoc.

Harding, P. (2004), *Mastering the ISDA Master Agreements (1992 and 2002)*, 2nd edition, Harlow: Pearson.

ISDA (2003a), *User's Guide to the 2002 ISDA Master Agreement*, New York: ISDA.

ISDA (2003b), *User's Guide to the 2002 ISDA Equity Derivatives Definitions*, New York: ISDA.

ISDA (2002a), *2002 ISDA Equity Derivatives Definitions*, New York: ISDA.

ISDA (2002b), *Confirmations for use with the 2002 ISDA Equity Derivatives Definitions*, www.isda.org.

ISDA (2000), *2000 ISDA Definitions*, New York: ISDA.

Leeger, C.F. (2002), *Swaps onder ISDA-documentatie*, Deventer: Kluwer.

Leeger, C.F. en N.C.J. Renkens (2003), 'De nieuwe 2002 ISDA Master Agreement: een vlaggenschip in revisie', *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 5(4), p. 64-77.

Peeters, Marcel (2001), 'De 2000 ISDA Definitions', *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 3(8/9), p. 148-154.

Rae, Glen A. (2003), 'The 2002 ISDA Equity Derivatives Definitions', *Futures & Derivatives Law Report*, 23(3), p. 7-10.

De Vries Robbé, J.J. (2003), 'Credit Derivatives Definitions 2003: two steps forward, one step back',

38 Anders: Euronext.liffe (2004), Appendix 1.

39 Vgl. ISDA (2003b), p. 55-56.

40 Definitions, p.v.

Tijdschrift voor Effectenrecht, 5(3), p. 35-40.

Weinstein, Jeremy D., Bruce MacIntyre en William F. Henze III (2004), 'Escape From the Island of the One-Way Termination: Expectations and Enron v. TXU', *Futures & Derivatives Law Report* 24(8), p. 1-9.

Westeinde, M.G. van 't (1999), 'Kredietderivaten en pensioenfondsen', *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 1(3), p. 56-62.

Westrate, H.W. R. (2001), 'OTC-derivaten: Van ISDA Master Agreement naar Algemene Bepalingen Derivatentransacties ABN AMRO', *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 3(2), p. 31-38.

Marcel Peeters is verbonden aan de focusgroep Financial Services, Derivatives & Regulatory van NautaDutilh te Amsterdam.