

Druk niet (zomaar) op de rode knop

Contractuele afspraken over voortijdige beëindiging van renteswaps in projectfinanciering

mr. R.W.K. Steeg¹

De voortijdige beëindiging van een in verband met een projectfinanciering afgesloten renteswap kan voor een projectvennootschap leiden tot betalingsproblemen en zo ook een impact hebben op de financiering. De standaardbepalingen van de ISDA Master Agreement over voortijdige beëindiging van transacties moeten worden aangepast om een delicaat evenwicht tussen de belangen van de bij een project betrokken projectvennootschap, financiers en hedge providers te bewerkstelligen. Hoe dat moet gebeuren is de centrale vraag die de auteur in dit artikel beantwoordt.

1. Over dit artikel

1.1. Doel van dit artikel

Net als bij ondernemingsfinanciering het geval kan zijn, wordt bij financiering van projecten het risico op verhoogde rentelasten als gevolg van een stijging van een toepasselijke variabele rentevoet vaak afgedekt door middel van renteswaps. Renteswaps zijn financiële derivaten. Ooit heeft Warren Buffett financiële derivaten "financial weapons of mass destruction" genoemd.

Onder bepaalde omstandigheden mogen wederpartijen op grond van standaardbepalingen in de toepasselijke contractdocumentatie swaptransacties voortijdig beëindigen. Als financiële derivaten met massavernietigingswapens kunnen worden vergeleken, zou men de uitoefening van een recht tot voortijdige beëindiging van renteswaps kunnen beschouwen als het indrukken van de rode knop. De voortijdige beëindiging van een renteswap kan immers (ernstige) gevolgen hebben voor de financiering van een onderneming of project.

Dit artikel gaat over de rode knop in het kader van renteswaps bij projectfinancieringen: over wanneer een wederpartij – de 'hedge provider' als 'swap counterparty' – van een projectvennootschap die rode knop mag indrukken, over wat er gebeurt als een wederpartij van dat recht gebruik maakt en over de gedetailleerde (aanvullende) contractuele afspra-

ken die de bij de financiering van een project betrokken partijen over dit onderwerp met elkaar (zouden moeten) maken.

Renteswaps worden meestal gedocumenteerd onder modelcontractdocumentatie van ISDA. Zonder aanpassingen volstaan de standaardbepalingen van die modelcontractdocumentatie niet ter vastlegging van het delicate evenwicht van de belangen van de bij de financiering van een project betrokken partijen. Waarom niet? Omdat die standaardbepalingen relatief ruime mogelijkheden bieden aan hedge providers om over te gaan tot voortijdige beëindiging van lopende renteswaps, waardoor in korte tijd omvangrijke betalingsverplichtingen voor de projectvennootschap kunnen ontstaan die de zorgvuldig geplande afstemming van de met het project gemoeide kasstromen kunnen verstoren.

Daarom is het noodzakelijk dat de standaardbepalingen uit de modelcontractdocumentatie worden aangepast en aangevuld. Over de vereiste aanpassingen en aanvullingen wordt regelmatig stevig onderhandeld. Soms zitten misverstanden daarbij in de weg. Met dit artikel wil de auteur een bijdrage leveren aan het wegnemen van dergelijke misverstanden.

1. Robert Steeg is werkzaam als advocaat bij Bond Advocaten te Amsterdam.

1.2. Indeling

Na deze inleiding volgt in onderdeel 2 (*De rol van renteswaps bij projectfinanciering*) enige uitleg over het gebruik van renteswaps ter afdekking van renterisico's (ook wel 'hedging' genoemd) bij de financiering van projecten. Het is gebruikelijk dat afspraken over hedging en het aangaan van renteswaps worden vastgelegd in de kredietdocumentatie.

De voorwaarden van de renteswaps zelf worden vastgelegd in zogenaamde 'transaction confirmations'. De transaction confirmations worden beheerst door de voorwaarden van een ISDA Master Agreement. Onderdeel 3 (*Afspraken over hedging in de kredietdocumentatie*) van dit artikel biedt een overzicht van veelvoorkomende afspraken over hedging die in de financieringsdocumentatie van een project worden vastgelegd. Onderdeel 4 (*De hedging documentatie*) bevat een korte beschrijving van de hedging documentatie (de ISDA Master Agreement en het bijbehorende Schedule). In dat onderdeel staat de auteur ook kort stil bij de afdwingbaarheid van de ISDA Master Agreement voor de Nederlandse rechter.

Voor een goed begrip van de standaardbepalingen van de ISDA Master Agreement over voortijdige beëindiging van (swap-)transacties volgt in onderdeel 5 (*Het raamwerk voor voortijdige beëindiging van derivatentransacties*) een uitvoerige uitleg. Daarbij komt aan de orde in welke situaties een wederpartij normaal gesproken – op basis van de standaarddocumentatie – zou mogen overgaan tot voortijdige beëindiging van transacties en wat de gevolgen van voortijdige beëindiging zijn.

In onderdeel 6 (*Aanpassing van het raamwerk*) legt de auteur uit welke wijzigingen en aanvullingen in de context van projectfinancieringen doorgaans nodig zijn en hoe die wijzigingen en aanvullingen het beste kunnen worden vastgelegd. Onderdeel 7 (*Slotopmerkingen*) sluit af met enkele conclusies. Tenzij anders vermeld hebben met hoofdletters gedrukte woorden de betekenis die daaraan is toegekend in de ISDA Master Agreement.

1.3. Andere financieringstransacties

In dit artikel ligt de focus op afspraken over voortijdige beëindiging van renteswaps in het kader van projectfinancieringen. De beschrijvingen en conclusies in dit artikel kunnen relevant zijn voor afspraken over voortijdige beëindiging van renteswaps in het kader van andere financieringstransacties, maar zeker niet in alle gevallen.

1.4. Voortijdige beëindiging van renteswaps door de projectvennootschap

Naast afspraken over voortijdige beëindiging van renteswaps door hedge providers, maken de bij de financiering van een project betrokken partijen afspraken over voortijdige beëindiging van renteswaps door de projectvennootschap. Afgezien van en-

kele uitzonderingen blijven dergelijke afspraken in dit artikel buiten beschouwing.

2. De rol van renteswaps bij projectfinanciering

2.1. Projectfinanciering

Bij projectfinanciering wordt een project gefinancierd op basis van vanuit het project te realiseren (toekomstige) kasstromen waarmee de financiers kunnen worden terugbetaald. Vaak gaat het om infrastructurale projecten, zoals snelwegen, overheidsgebouwen en wind- of zonneparken.

Het is gebruikelijk dat de projectpartijen (ook wel: 'sponsors') een 'projectvennootschap' oprichten waarin het project wordt gerealiseerd, maar andere structuren komen ook voor. Alle contracten in verband met het project (waaronder de financieringsovereenkomsten) worden afgesloten door de projectvennootschap.

De sponsors verschaffen kapitaal aan de projectvennootschap in de vorm van aandelen of achtergestelde leningen (of een combinatie van beide) terwijl de financiers vreemd vermogen verschaffen in de vorm van leningen. Meestal wordt op de aandelen in, en alle vermogensbestanddelen van, de projectvennootschap zekerheid gevestigd ten behoeve van de financiers.

2.2. Aflossingsprofiel en trekkingsprofiel

Omdat (doorgaans) een groot deel van de opbrengsten van het project ter aflossing van de financiering en het verrichten van rentebetalingen is bestemd, moeten de verschillende kasstromen zorgvuldig op elkaar worden afgestemd. Vanuit de opbrengsten van het project moeten immers steeds voldoende financiële middelen aanwezig zijn om aflossingen en rentebetalingen te voldoen.

Om die reden wordt het 'aflossingsprofiel' van de door de financiers te verstrekken leningen (dat wil zeggen: de afspraken over de momenten waarop de projectvennootschap tussentijdse aflossingen moet doen en de omvang van elk van die aflossingen) zorgvuldig afgestemd op de verwachte kasstromen van het project. Met het oog op eventuele vertraging van de realisatie van het project wordt meestal enige flexibiliteit in het aflossingsprofiel ingebouwd, waarbij de projectvennootschap eerder of later dan aanvankelijk beoogd kan beginnen met het verrichten van tussentijdse aflossingen.

Ook het 'trekkingsprofiel' (dat wil zeggen: de afspraken over de momenten waarop de projectvennootschap leningen zal opnemen en de omvang van die opnames) wordt zorgvuldig afgestemd op de met het project gemoeide verwachte kasstromen. Net als voor het aflossingsprofiel wordt voor het trekkingsprofiel enige flexibiliteit ingebouwd, waarbij

de projectvennootschap versneld of vertraagd leningen kan opnemen.

2.3. Variabele rentetarieven

Het is gebruikelijk dat het vreemd vermogen of een deel daarvan wordt verschaft in de vorm van leningen met variabele rente. In de eurozone is variabele rente op leningen vaak gebaseerd op een toepasselijk EURIBOR-tarief (vermeerderd met een opslag), waarbij het rentetarief telkens voor een periode van één of drie maanden of een andere termijn op basis van het dan geldende toepasselijke EURIBOR-tarief wordt vastgelegd. Als het toepasselijke EURIBOR-tarief is gestegen, nemen de rentelasten voor de volgende periode toe.

Een flinke toename van het toepasselijke EURIBOR-tarief zou ertoe kunnen leiden dat de rentelasten te zwaar op de opbrengsten van een project gaan drukken, met als gevolg dat de projectvennootschap in de knel komt met het verrichten van andere betalingen. Als die situatie te lang voortduurt zou de projectvennootschap kunnen omvallen, met mogelijke verliezen van alle betrokken partijen tot gevolg. De financiers en de andere betrokken partijen hebben er dus belang bij dat de projectvennootschap het risico op toenemende rentelasten als gevolg van een stijgende rentevoet afdekt door middel van hedging.

Bij projectfinancieringen vindt hedging vaak plaats op basis van renteswaps, die de projectvennootschap bij aanvang van de financiering moet afsluiten. In veel gevallen worden die renteswaps afgesloten met de swap desks van een of meer van de betrokken financiers of aan een of meer van de betrokken financiers gelieerde partijen. De wederpartij van de projectvennootschap onder een renteswap wordt meestal 'hedge wederpartij' of 'hedge provider' genoemd. Bij aanvang van een financiering kunnen er financiers zijn die geen renteswaps verstrekken en dus niet tevens hedge provider zijn. Bovendien kunnen gedurende de looptijd van de financiering wijzigingen optreden in de samenstelling van de groep hedge providers. De groep hedge providers is dus niet noodzakelijkerwijs identiek aan de groep financiers en de belangen van beide groepen kunnen uiteenlopen.

2.4. Renteswaps

Een renteswap is een financieel product waarbij twee partijen (een aanbieder en een afnemer) met elkaar afspreken om gedurende een bepaalde periode (bijvoorbeeld: 7 jaar) over en weer periodiek (bijvoorbeeld: jaarlijks) bepaalde renteverplichtingen aan elkaar te voldoen. Vaak zijn de verplichtingen van de ene partij (de afnemer) gebaseerd op een vaste rente (bijvoorbeeld: 3% op jaarbasis) en zijn de verplichtingen van de andere partij (de aanbieder) gebaseerd op rente met een variabele component (bij-

voorbeeld: 12-maands EURIBOR). De omvang van de over en weer te verrichten betalingen wordt vastgesteld op basis van een zogenaamd 'nominaal bedrag' (bijvoorbeeld: EUR 100 miljoen).

In dit voorbeeld moet de afnemer gedurende zeven jaren jaarlijks een bedrag van 3% van EUR 100 miljoen (dus EUR 3 miljoen) aan de aanbieder betalen. De omvang van het bedrag dat de aanbieder aan de afnemer moet betalen is afhankelijk van de stand van 12-maands EURIBOR. Als 12-maands EURIBOR gelijk is aan 1%, moet de aanbieder op jaarbasis een bedrag van 1% van EUR 100 miljoen (dus EUR 1 miljoen) aan de afnemer betalen.²

Betalingsverplichtingen die op dezelfde dag moeten worden voldaan, worden in beginsel gesaldeerd. In dit voorbeeld moet de afnemer een bedrag van EUR 2 miljoen aan de aanbieder betalen (het verschil tussen het door de afnemer verschuldigde bedrag van EUR 3 miljoen en het door de aanbieder verschuldigde bedrag van EUR 1 miljoen).

Als het 12-maands EURIBOR tarief stijgt, neemt de omvang van de door de aanbieder verschuldigde betalingsverplichtingen toe. Als het 12-maands EURIBOR tarief tot boven 3% stijgt, wordt de omvang van de door de aanbieder verschuldigde betalingsverplichtingen groter dan de betalingsverplichtingen van de afnemer, met een netto betalingsverplichting van de aanbieder tot gevolg. Deze renteswap beschermt de afnemer tegen het risico op stijgende marktrente doordat vanaf een 12-maands EURIBOR tarief van 3% de afnemer betalingen van de aanbieder ontvangt, die de afnemer kan gebruiken om (een deel van) zijn eigen eveneens toegenomen variabele renteverplichtingen mee te voldoen.

2.5. Overhedging en onderhedging

Bij projectfinancieringen is het gebruikelijk dat de omvang van het nominaal bedrag van een ter afdekking van het renterisico op een lening afgesloten renteswap zowel het trekkingsprofiel als het aflossingsprofiel van die lening volgt. Hiermee beoogt men te bereiken dat het nominale bedrag van de renteswap op elk moment gedurende de looptijd van de lening gelijk is aan de uitstaande hoofdsom van de lening. Als gevolg van tussentijdse wijzigingen in het trekkingsprofiel en/of het aflossingsprofiel van de lening kan op enig moment alsnog een situatie ontstaan waarin het nominale bedrag van de renteswap groter ('overhedging') of kleiner ('underhedging') is dan de uitstaande hoofdsom van de lening. Vaak zijn overhedging en onderhedging in beperkte mate toegestaan. Voor overhedging geldt bijvoorbeeld dat het nominale bedrag van de renteswap niet hoger mag zijn dan 110% van de uitstaande hoofdsom van de lening. Voor onderhedging geldt bijvoorbeeld dat het nominale bedrag van de renteswap niet lager mag zijn dan 80% van de uitstaande hoofdsom van de lening. Andere percentages komen ook wel voor.

2. Voor meer uitleg over de werking van renteswaps zij verwezen naar een publicatie van Bond Advocaten van 12 april 2022: bondadvocaten.nl/rente-hedging-wat-onde

rnemers-moeten-weten-over-renteswaps-en-renteswapcontracten/.

Als een situatie van onderhedging ontstaat die niet is toegestaan, moet de projectvennootschap een of meer aanvullende renteswaps afsluiten om ervoor te zorgen dat het onafgedekte deel van de renterisico's waaraan de projectvennootschap blootstaat alsnog wordt gehedged. Als een situatie van overhedging ontstaat die niet is toegestaan, moet de projectvennootschap een of meer bestaande renteswaps geheel of gedeeltelijk voortijdig beëindigen. Zo wordt voorkomen dat swaptransacties blijven bestaan voor zover zij een speculatief karakter hadden gekregen omdat ze waren afgesloten met het oog op de afdekking van een risico dat op het moment van beëindiging niet meer bestaat.

3. Afspraken over hedging in de kredietdocumentatie

3.1. Afspraken over hedging en aangaan van renteswaps

Hierboven kwam al ter sprake dat de financiers als crediteuren van de projectvennootschap belang hebben bij hedging van renterisico's door de projectvennootschap. Om die reden is het gebruikelijk dat de betrokken partijen met elkaar afspreken dat de projectvennootschap bij aanvang van de financiering een of meer renteswaps zal aangaan om het risico op toenemende rentelasten als gevolg van een stijging van het toepasselijke EURIBOR-tarief af te dekken. Die afspraak wordt vastgelegd in de kredietdocumentatie, waar betrokken hedge providers normaal gesproken ook partij bij worden.

3.2. LMA modelcontractdocumentatie

De kredietdocumentatie die in het kader van projectfinanciering wordt gebruikt is vaak in zekere mate gebaseerd op modelcontractdocumentatie van de Loan Market Association (LMA).³ Diverse modelcontracten van de LMA bevatten bepalingen over de onderlinge verhouding tussen financiers en hedge providers als gezamenlijke crediteuren van een kredietnemer en over de toetreding of vervanging van hedge providers gedurende de looptijd van de financiering. Bepalingen over de verplichte afdekking van renterisico's, onder- en overhedging, voortijdige beëindiging van renteswaps en andere relevante zaken ontbreken echter. Dergelijke bepalingen moeten dus worden toegevoegd.

3.3. Hedge providers partij bij kredietdocumentatie

Omdat de hedge providers partij zijn bij de kredietdocumentatie, kunnen zij aan de daarin gemaakte afspraken met betrekking tot hedging van renterisico's en de door de projectvennootschap af te sluiten renteswaps rechten ontlenen jegens de projectvennootschap en de financiers. Op hun beurt kunnen de financiers en de projectvennootschap aan die afspraken rechten ontlenen jegens de hedge providers.

3.4. Afspraken over onderhedging en overhedging

Zoals reeds eerder vermeld is het gebruikelijk dat de betrokken partijen afspraken maken over onder- en overhedging en die afspraken vastleggen in de kredietdocumentatie. Op basis van die afspraken kunnen de financiers afdwingen dat de projectvennootschap:

- (aanvullende) renteswaps aangaat om ongedekte renterisico's te hedgen; en
- indien nodig, renteswaps (deels) voortijdig beëindigt voor zover die niet langer ter afdekking van renterisico's dienen (bijvoorbeeld in gevallen waarin een lening versneld wordt afgelost).

3.5. Afspraken over betrouwbaarheid en kredietwaardigheid van hedge providers

Daarnaast maken de betrokken partijen vaak afspraken over de eisen die aan de betrouwbaarheid en kredietwaardigheid van hedge providers worden gesteld. Die betrouwbaarheid en kredietwaardigheid zijn met name voor financiers van belang omdat zij via de projectvennootschap blootstaan aan een kredietrisico op de hedge providers. Als de rente stijgt en de hedge providers betalingen aan de projectvennootschap moeten verrichten onder de renteswaps maar die verplichtingen niet (kunnen) nakomen, kan de projectvennootschap alsnog in financiële moeilijkheden komen. Het is gebruikelijk dat afspraken over betrouwbaarheid en kredietwaardigheid van de hedge wederpartijen in de kredietdocumentatie worden vastgelegd.

3. Hoewel de LMA voor diverse soorten financieringstransacties modelcontractdocumentatie beschikbaar stelt, is er tot op heden geen specifiek model voor projectfinancieringen.

4. Als de renteswaps goed gestructureerd zijn, sluit het profiel van de notionele waarde nauwkeurig aan bij het profiel van de uitstaande schuld onder de financiering.

Door renteswaps goed te structureren voorkomt men overhedging en onderhedging. Bij een dalende variabele rente nemen de betalingsverplichtingen van de projectvennootschap onder de renteswaps in omvang toe. Als de notionele waarde van de renteswaps overeenkomt met het bedrag van de schuld onder de financiering, zou de toegenomen omvang van die betalingsverplichtingen ge-

3.6. Afspraken over volgorde van betalingen en verdeling van opbrengsten

Op hun beurt willen hedge providers zich ervan verzekeren dat de projectvennootschap bij een dalende rente kan blijven voldoen aan haar betalingsverplichtingen onder de renteswaps.⁴ De kredietdocumentatie bevat afspraken over de volgorde waarin de projectvennootschap betalingen aan financiers en hedge providers moet verrichten en over de verdeling tussen de financiers en de hedge providers van opbrengsten bij uitwinning van door de projectvennootschap verstrekte zekerheden. Daarbij geldt meestal als uitgangspunt dat de vorderingen van financiers en hedge providers ten opzichte van elkaar *pari passu* zijn gerangschikt.

3.7. Afspraken over voortijdige beëindiging van renteswaps

Tot slot is het gebruikelijk dat de betrokken partijen afspraken maken over de uitoefening door de hedge providers van rechten jegens de projectvennootschap onder de hedging documentatie. Het gaat met name om het recht om in bepaalde situaties bestaande swaptransacties voortijdig te beëindigen. Een belangrijk uitgangspunt voor de financiers is dat de hedge providers dergelijke rechten niet (of zo min mogelijk) kunnen uitoefenen op een wijze die het project (en daarmee de positie van de financiers) zou kunnen schaden, dus – kort gezegd – eigenlijk alleen in gevallen waarin er toch al iets aan de hand is met het project of de projectvennootschap.

4. De hedging documentatie

4.1. Transaction confirmations, de ISDA Master Agreement en het Schedule

Het is gebruikelijk dat renteswaps worden vastgelegd in zogenaamde 'transaction confirmations'. De transaction confirmations zijn onderworpen aan de voorwaarden van een tussen de projectvennootschap en relevante hedge provider gesloten raamwerkovereenkomst die vrijwel altijd is gebaseerd op het model van de zogenaamde 'ISDA Master Agreement'. De ISDA Master Agreement is ontwikkeld

door de International Swaps and Derivatives Organisation (ISDA).⁵

De ISDA Master Agreement is een raamwerkovereenkomst die tot stand komt tussen twee partijen die één of meer financiële derivatentransacties (zoals renteswaps) met elkaar willen aangaan. De ISDA Master Agreement bevat standaardafspraken over (onder meer) voortijdige beëindiging van derivatentransacties, eventuele afwikkelingsvergoedingen die de partijen in dat verband over en weer moeten verrichten en de saldering van die afwikkelingsvergoedingen.

De ISDA Master Agreement bevat een bijlage (het 'Schedule') waarin de betrokken partijen allerlei keuzes of afwijkingen kunnen maken en aanvullende bepalingen kunnen toevoegen met het oog op hun onderlinge relatie. Zo wordt elke ISDA Master Agreement op maat gemaakt om recht te doen aan de unieke elementen van die relatie.

4.2. Afdwingbaarheid

Het Schedule bevat de mogelijkheid een keuze te maken voor Engels recht of het recht van de Staat New York als het recht dat de rechtsverhouding tussen de partijen onder de ISDA Master Agreement beheerst.⁶ Op grond van de Rome I-Verordening⁷ is de Nederlandse rechter in beginsel gehouden een dergelijke rechtskeuze te respecteren. Dat betekent dat de afdwingbaarheid van de verbintenissen van de partijen moet worden beoordeeld aan de hand van het toepasselijke recht. De Rome I-Verordening voorziet echter in een aantal uitzonderingen, waarbij de Nederlandse rechter ondanks een geldige rechtskeuze voor Engels recht of het recht van de Staat New York, regels van dwingend recht en bepalingen van bijzonder dwingend recht van Nederland of van een ander land of dwingendrechtelijke bepalingen van toepasselijk gemeenschapsrecht moet of kan toepassen.⁸ Verder kan de Nederlandse rechter de toepassing van een bepaling van het gekozen recht terzijde stellen indien die toepassing kennelijk onverenigbaar is met de Nederlandse openbare orde.⁹

Een belangrijke vraag is of de Nederlandse openbare orde, Nederlandse regels van dwingend recht, Nederlandse bepalingen van bijzonder dwingend recht

lijk moeten zijn aan het bedrag waarmee de renteverplichtingen onder de financiering afnemen.

5. Er zijn diverse versies van de ISDA Master Agreement. De belangrijkste zijn de "ISDA Master Agreement" uit 1992 (ook wel de "1992 ISDA Master Agreement" genoemd) en de "ISDA 2002 Master Agreement". Verwijzingen in dit artikel naar de "ISDA Master Agreement" zijn verwijzingen naar de ISDA 2002 Master Agreement.

6. In de Europese markt wordt vaak voor Engels recht gekozen. Een afwijkende rechtskeuze, bijvoorbeeld voor Nederlands recht, is mogelijk, maar komt in de praktijk zelden voor.

7. Verordening (EG) Nr. 593/2008 van het Europees Parlement en de Raad van 17 juni 2008 inzake het recht dat van toepassing is op verbintenissen uit overeenkomst.

8. Artikel 3 (*Rechtskeuze door partijen*), leden 3 en 4 en artikel 9 (*Bepalingen van bijzonder dwingend recht*) Rome I-Verordening. Regels of bepalingen van dwingend recht zijn rechtsregels of bepalingen van wet- of regelgeving van een land waarvan niet bij overeenkomst kan worden afgeweken. Bepalingen van bijzonder dwingend recht zijn bepalingen van wet- of regelgeving aan de inachtneming waarvan een land zoveel belang hecht voor de handhaving van zijn openbare belangen zoals zijn politieke, sociale of economische organisatie, dat zij moeten worden toegepast op elk geval dat onder de werkings sfeer ervan valt, ongeacht welk recht overeenkomstig de Rome I-Verordening overigens van toepassing is op een overeenkomst.

9. Artikel 21 (*Openbare orde van het forum*) Rome I-Verordening.

of toepasselijke dwingendrechtelijke bepalingen van gemeenschapsrecht in de weg zouden staan aan de toepassing door de Nederlandse rechter van Engels recht of het recht van de Staat New York als het gekozen recht met betrekking tot een ISDA Master Agreement. Die vraag is met name relevant voor de beoordeling (naar het gekozen recht) door een Nederlandse rechter van de bepalingen van de ISDA Master Agreement betreffende voortijdige beëindiging van derivatentransacties en de vaststelling en saldering van close-out amounts zoals in onderdeel 5 (*Het raamwerk voor voortijdige beëindiging van derivatentransacties*) beschreven, niet in de laatste plaats in gevallen waarin die bepalingen van de ISDA Master Agreement moeten worden toegepast jegens een insolvente Nederlandse wederpartij. Indien het antwoord op die vraag bevestigend zou luiden, is een belangrijke vervolgvraag of de bepalingen van de ISDA Master Agreement moeten worden aangepast om strijdigheid met de Nederlandse openbare orde, Nederlandse regels van dwingend recht, Nederlands bepalingen van bijzonder dwingend recht of toepasselijke dwingendrechtelijke bepalingen van gemeenschapsrecht te vermijden.

Vanwege het grote belang voor het functioneren van de internationale derivatenmarkt van de afdwingbaarheid van de bepalingen van de ISDA Master Agreement betreffende voortijdige beëindiging van derivatentransacties en de vaststelling en saldering van close-out amounts, laat ISDA regelmatig onderzoek doen naar de afdwingbaarheid van die bepalingen in een groot aantal jurisdicties, waaronder Nederland. De conclusies van dat onderzoek worden vastgelegd in de vorm van een zogenaamde 'netting opinion'. Dergelijke netting opinions worden doorgaans afgegeven door een vooraanstaand advocatenkantoor in de desbetreffende jurisdictie.¹⁰ De netting opinions zijn toegankelijk voor partijen die zijn aangesloten bij het netwerk van ISDA. In de netting opinion voor Nederland bevestigt het advocatenkantoor dat de opinion afgeeft (onder de nodige aannames en voorbehouden) dat, kort gezegd, er geen tot de Nederlandse rechtsorde behorende regels zijn die zich zouden verzetten tegen de afdwingbaarheid onder Engels recht of het recht van de Staat New York

van de bepalingen van de ISDA Master Agreement betreffende voortijdige beëindiging van derivatentransacties en de vaststelling en saldering van close-out amounts jegens een al dan niet insolvente Nederlandse wederpartij.¹¹

De vraag naar de afdwingbaarheid voor de Nederlandse rechter van de bepalingen van de ISDA Master Agreement betreffende voortijdige beëindiging van derivatentransacties en de vaststelling en saldering van close-out amounts jegens een al dan niet insolvente Nederlandse wederpartij is eveneens beantwoord in een eerdere publicatie van de auteur.¹² In die publicatie concludeert de auteur dat er geen Nederlandse regels van dwingend of bijzonder dwingend recht zijn die afbreuk zouden doen aan de toepassing van de bepalingen van de ISDA Master Agreement betreffende voortijdige beëindiging van derivatentransacties en close-out netting (waaronder de vaststelling en saldering van close-out amounts).¹³ Afgezien van de invoering van de Wet homologatie onderhands akkoord (WHOA)¹⁴, zijn er sinds de datum van die publicatie geen ontwikkelingen geweest die aanleiding zouden geven tot een andere conclusie.

Uit de WHOA volgen enkele beperkingen met betrekking tot de uitoefening van:

- een recht tot wijziging van verbintenissen (zals de voortijdige beëindiging van transacties) op grond van een ipso facto-bepaling zoals bedoeld in artikel 373 lid 3 Faillissementswet; of
- een bevoegdheid tot verhaal op tot het vermogen van de schuldenaar behorende goederen gedurende een op de voet van artikel 376 Faillissementswet door de rechter afgekondigde afkoelingsperiode.¹⁵

In hoeverre die beperkingen van toepassing zijn op de rechten onder een ISDA Master Agreement is niet geheel duidelijk. Sinds 1 januari 2023 zijn financiële zekerheidsovereenkomsten en verrekenbedingen in de zin van artikel 7:51 Burgerlijk Wetboek uitgesloten van de werking van de WHOA.¹⁶ Vermoedelijk valt een ISDA Master Agreement op zichzelf niet on-

10. De Nederlandse netting opinion wordt afgegeven door De Brauw Blackstone Westbroek.

11. Hoewel het onwaarschijnlijk is dat de Nederlandse openbare orde zich zou verzetten tegen de afdwingbaarheid onder Engels recht of het recht van de Staat New York van de bepalingen van de ISDA Master Agreement betreffende voortijdige beëindiging van derivatentransacties en de vaststelling en saldering van close-out amounts jegens een al dan niet insolvente Nederlandse wederpartij, hoort een bevestiging op dat punt strikt genomen niet thuis in een legal opinion omdat het in de eerste plaats om een feitelijke, en niet zozeer om een juridische, kwestie gaat.

12. Steeg, R.W.K., 'OTC-derivaten en de ISDA Master Agreement; (hoe) werkt het naar Nederlands recht?' (deel 1)', *Tijdschrift financieel recht in de praktijk (FRP)* 2017/4, p. 49-57.

13. De auteur maakt een voorbehoud voor de mogelijkheid dat een Nederlandse rechter in geval van faillissement van de wederpartij zou moeten oordelen dat de vaststelling van de omvang van close-out amounts voor voor-

tijdig beëindigde transacties vanwege het fixatiebeginsel zou moeten plaatsvinden met een beëindigingsdatum die samenvalt met de datum van faillietverklaring, in afwijking van het uitgangspunt dat de andere partij in overeenstemming met de voorwaarden van de ISDA Master Agreement tot op zekere hoogte vrij is om de beëindigingsdatum te bepalen. In dat verband kan het raadzaam zijn om in het Schedule 'Automatic Early Termination' met betrekking tot een Nederlandse partij bij de ISDA Master Agreement te selecteren, als gevolg waarvan uitstaande transacties automatisch eindigen op de dag waarop de desbetreffende partij failliet wordt verklaard.

14. De WHOA is op 1 januari 2021 in werking getreden.

15. Nijkamp, D.D. en Steeg, R.W.K., 'How certain elements of the Dutch scheme may (or may not) affect ISDA Master Agreements', *Tijdschrift financieel recht in de praktijk (FRP)* 2021/1, p. 52-62.

16. Wet van 23 november 2022 tot wijziging van de Faillissementswet in verband met de implementatie van de Richt-

der die uitzondering. Artikelen 373 lid 3 en 376 Faillissementswet zouden dus van toepassing kunnen zijn op ISDA Master Agreements die niet in combinatie met een financiële zekerheidsovereenkomst zijn aangegaan.¹⁷ Deze artikelen kunnen niet terzijde worden geschoven met een beroep op de inhoud van een overeenkomst. Het heeft derhalve geen zin met het oog op bovengenoemde beperkingen aanpassingen in de relevante bepalingen van de ISDA Master Agreement te maken.

Uit het voorgaande volgt dat er ofwel geen noodzaak is tot aanpassing van de relevante bepalingen van de ISDA Master Agreement om strijdigheid met Nederlandse regels van dwingend recht, Nederlandse bepalingen van bijzonder dwingend recht of toepasselijke dwingendrechtelijke bepalingen van gemeenschapsrecht te vermijden dan wel dat aanpassing niet tot het gewenste effect zou leiden. Voor zover de auteur bekend vinden dergelijke aanpassingen in de praktijk ook niet plaats.¹⁸

In onderdeel 5 (*Het raamwerk voor voortijdige beëindiging van derivatentransacties*) van dit artikel beschrijft de auteur het contractuele raamwerk voor de voortijdige beëindiging van bestaande derivatentransacties (waaronder de vaststelling en saldering van close-out amounts) onder de standaardbepalingen van de ISDA Master Agreement.¹⁹

5. Het raamwerk voor voortijdige beëindiging van derivatentransacties

5.1. Gronden voor voortijdige beëindiging

De ISDA Master Agreement bepaalt in welke gevallen één of elk van beide partijen bij de overeenkomst een bestaande derivatentransactie voortijdig mag beëindigen. Daarbij geldt een onderscheid tussen zogenaamde 'Events of Default' en 'Termination Events'.

5.2. Events of Default

Events of Default zijn gedragingen van, of feiten en omstandigheden die zich voordoen met betrekking tot, een van beide partijen die duiden op een (dreigend) verwijtbaar tekortschieten in de nakoming van een of meer op die partij rustende verplichtingen onder de overeenkomst. Voorbeelden van Events of Default zijn:

- niet (tijdig) verrichten van een verschuldigde betaling of levering (*Failure to Pay or Deliver*);^{20,21}
- na verloop van een termijn van 30 dagen na ontvangst van kennisgeving in gebreke blijven met betrekking tot de nakoming van een verplichting onder de overeenkomst anders dan een betalingsverplichting (*Breach of Agreement*);²²
- doen van een onjuiste of misleidende verklaring (*Misrepresentation*);²³
- in betalingsproblemen geraken, failliet worden verklaard of onderwerp worden van een andere insolventieprocedure (*Bankruptcy*).²⁴

De andere standaard Events of Default zijn: *Repudiation of Agreement*²⁵, *Credit Support Default*²⁶, *Default Under Specified Transaction*²⁷, *Cross-Default*²⁸ en *Merger Without Assumption*²⁹. Die andere standaard Events of Default blijven in dit artikel verder buiten beschouwing, ook omdat ze in het kader van projectfinancieringen meestal buiten toepassing worden verklaard (zie onderdeel 6.1 (*Uitsluiting van standaard Events of Default*)).

5.3. Recht op voortijdige beëindiging volgend op een Event of Default

Als zich met betrekking tot de ene partij (de 'Defaulting Party') een Event of Default heeft voorgedaan, heeft de andere partij (de 'Non-defaulting Party') het recht om alle lopende transacties voortijdig te beëindigen.³⁰ Als de Non-defaulting Party dat

lijn (EU) 2019/1023 van het Europees Parlement en de Raad van 20 juni 2019 betreffende preventieve herstructureringsstelsels, betreffende kwijtschelding van schuld en beroepsverboden, en betreffende maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van procedures inzake herstructurering, insolventie en kwijtschelding van schuld, en tot wijziging van Richtlijn (EU) 2017/1132 (Richtlijn betreffende herstructurering en insolventie) (PbEU 2019, L 172) (Implementatiewet richtlijn herstructurering en insolventie).

17. Artikel 376 Faillissementswet alleen voor zover een recht tot voortijdige beëindiging van transacties of close-out netting als een bevoegdheid tot verhaal op aan de wederpartij toebehorende goederen zou kunnen worden aangemerkt.

18. Zoals vermeld kan het raadzaam zijn 'Automatic Early Termination' met betrekking tot Nederlandse partijen te selecteren, maar dat is niet noodzakelijk.

19. Voor informatie over andere aspecten van de ISDA Master Agreement zij verwezen naar een publicatie van Bond Advocaten van 12 april 2022: bondadvocaten.nl/rente-he-dging-wat-ondernemers-moeten-weten-over-renteswap-en-renteswapcontracten/.

20. Section 5(a)(i) (*Failure to Pay or deliver*) ISDA 2002 Master Agreement.

21. Omdat renteswaps over het algemeen niet voorzien in leveringsverplichtingen, verwijst de auteur in het vervolg van dit artikel korthedshalve alleen nog naar betalingsverplichtingen en wordt "Failure to Pay or Deliver" korthedshalve "Failure to Pay" genoemd. Leveringsverplichtingen blijven verder buiten beschouwing.

22. Section 5(b)(ii) (*Breach of Agreement; Repudiation of Agreement*) ISDA 2002 Master Agreement, paragraaf (1).

23. Section 5(b)(iv) (*Misrepresentation*) ISDA 2002 Master Agreement.

24. Section 5(b)(vii) (*Bankruptcy*) ISDA 2002 Master Agreement.

25. Section 5(b)(ii) (*Breach of Agreement; Repudiation of Agreement*) ISDA 2002 Master Agreement, paragraaf (2).

26. Section 5(b)(iii) (*Credit Support Default*) ISDA 2002 Master Agreement.

27. Section 5(b)(v) (*Default Under Specified Transaction*) ISDA 2002 Master Agreement.

28. Section 5(b)(vi) (*Cross-Default*) ISDA 2002 Master Agreement.

29. Section 5(b)(viii) (*Merger Without Assumption*) ISDA 2002 Master Agreement.

30. Section 6(a) (*Right to Terminate Following Event of default*) ISDA 2002 Master Agreement.

recht uitoefent, worden alle lopende transacties beëindigd en komen daarvoor afwikkelingsvergoedingen ('close-out amounts') in de plaats.

De omvang van de close-out amounts wordt vastgesteld door de Non-defaulting Party.³¹ Daarbij moet de Non-defaulting Party volgens een bepaalde methode te werk gaan (hierna, de "standaardmethode"). Een van de uitgangspunten van de standaardmethode is dat de omvang van elk close-out amount zoveel mogelijk wordt gebaseerd op 'quotes' van andere marktdeelnemers en andere objectieve marktgegevens.³² De quotes zijn bied- en laatprijzen voor het aangaan van een transactie ter vervanging van een voortijdig beëindigde transactie. Het is gebruikelijk (en uitgangspunt) dat marktpartijen bij de afgifte van dergelijke quotes een spread tussen bied- en laatprijzen hanteren en in de 'pricing' een vergoeding inbouwen voor het kredietrisico op de wederpartij onder de vervangende transactie (i.e. de Non-defaulting Party).

Op basis van quotes ontstaat een beeld van de omvang van de vergoeding die de Non-defaulting Party zou moeten betalen of zou ontvangen als hij een vervangende transactie met een andere marktdeelnemer zou aangaan. Op haar beurt is die vergoeding indicatief voor de omvang van de schade die de Non-defaulting Party lijdt (of het voordeel dat de Non-defaulting Party geniet) als gevolg van de voortijdige beëindiging van een transactie. Het close-out amount dient ter compensatie van die schade of dat voordeel. Als meerdere transacties tegelijkertijd worden beëindigd en de partijen over en weer close-out amounts verschuldigd zijn, worden die close-out amounts waar mogelijk gesaldeerd. Als gevolg van die saldering blijft een verplichting tot betaling van een enkel bedrag over, het zogenaamde 'early termination amount'.³³

5.4. Termination Events

Termination Events zijn gedragingen van, of feiten en omstandigheden die zich voordoen met betrekking tot, één of elk van beide partijen die duiden op een (dreigend) tekortschieten in de nakoming van een of meer uit hoofde van de overeenkomst op die partij rustende verplichtingen maar die niet noodzakelijkerwijs verwijtbaar zijn. De standaard Termination Events zijn:

- een wijziging in toepasselijke wet-of regelgeving waardoor de nakoming van een verplichting tot het verrichten of aanvaarden van een betaling of de nakoming van een andere belangrijke verplichting van een partij onder de overeenkomst illegaal wordt (*Illegality*);³⁴

- een overmachtssituatie die ertoe leidt dat één of elk van beide partijen een verplichting tot het verrichten of aanvaarden van een betaling of andere belangrijke verplichting onder de overeenkomst (tijdelijk) niet kan nakomen (*Force Majeure Event*);³⁵
- wijziging (in de toepassing van) van fiscale regelgeving waardoor één of elk van beide partijen in verband met een toepasselijke belasting (a) op grond van de overeenkomst het bedrag van een aan de wederpartij verschuldigde betaling moet verhogen of (b) een verschuldigde betaling moet aanvaarden waarop een bedrag is ingehouden (*Tax Event*);³⁶
- een fusie, omzetting, zetelverplaatsing of andere vennootschappelijke reorganisatie waardoor één of elk van beide partijen (de 'Burdened Party') in verband met belasting (a) op grond van de overeenkomst het bedrag van een aan de wederpartij verschuldigde betaling moet verhogen of (b) een verschuldigde betaling moet aanvaarden waarop een bedrag is ingehouden (*Tax Event Upon Merger*) die niet (tevens) als Merger Without Assumption kan worden aangemerkt;³⁷ en
- een aanmerkelijke verslechtering van de kredietwaardigheid van een partij als gevolg van een fusie, overname, wijziging van zeggenschap of soortgelijke gebeurtenis (*Credit Event Upon Merger*).³⁸

5.5. Recht op voortijdige beëindiging volgend op een Termination Event

5.5.1. *Affected Transaction*

Zoals hierboven vermeld, geldt onder het Event of Default-regime dat alle lopende transacties kunnen worden beëindigd. Onder het Termination Event-regime geldt dat alleen 'Affected Transactions' vroegd kunnen worden beëindigd.³⁹ In beginsel zijn alleen transacties die daadwerkelijk door een Termination Event worden geraakt Affected Transactions, behalve in het geval van Credit Event Upon Merger, waarbij geldt dat alle transacties per definitie Affected Transactions zijn.⁴⁰

5.5.2. *Kennisgeving aan wederpartij*

Als zich met betrekking tot de ene partij (de 'Affected Party') een Termination Event heeft voorgedaan, moet de Affected Party de wederpartij daarvan kennisgeven.⁴¹ Afhankelijk van de aard van het Termination Event

31. Section 6(e)(i) (*Events of Default*) ISDA Master Agreement.

32. Section 14 (*Definitions*) ISDA 2002 Master Agreement, definitie van "Close-out Amount".

33. Section 6(e) (*Payments on Early Termination*) ISDA 2002 Master Agreement.

34. Section 5(b)(i) (*Illegality*) ISDA 2002 Master Agreement.

35. Section 5(b)(ii) (*Force Majeure Event*) ISDA 2002 Master Agreement.

36. Section 5(b)(iii) (*Tax Event*) ISDA 2002 Master Agreement.

37. Section 5(b)(iv) (*Tax Event Upon Merger*) ISDA 2002 Master Agreement.

38. Section 5(b)(v) (*Credit Event Upon Merger*) ISDA 2002 Master Agreement.

39. Section 6(b)(iv) (*Right to Terminate*) ISDA 2002 Master Agreement.

40. Section 14 (*Definitions*) ISDA 2002 Master Agreement, definitie van "Affected Transactions".

41. Section 6(b)(i) (*Notice*) ISDA 2002 Master Agreement.

nation Event en de vraag of één of elk van beide partijen Affected Party is, gelden verschillende regimes voor de voortijdige beëindiging van Affected Transactions.

5.5.3. Voortijdige beëindiging (Tax Event, Tax Event Upon Merger met Burdened Party die tevens Affected Party is)

In geval van een Tax Event met één Affected Party of een Tax Event Upon Merger waarbij de Burdened Party ook de Affected Party is, moet de Affected Party zich gedurende een termijn van 20 dagen na de kennisgeving van het Termination Event in redelijke mate inspannen (*use all reasonable efforts*) (zonder daarbij een verlies te hoeven aanvaarden) om zijn rechten en verplichtingen onder de Affected Transactions over te dragen aan een aan hem gelieerde partij opdat het Termination Event eindigt.⁴² Als dat niet lukt, moet hij de wederpartij daarover informeren. Daarop heeft de wederpartij tot 30 dagen na de kennisgeving van het Termination Event om (met medewerking van de Affected Party) de beoogde overdracht alsnog te bewerkstelligen.⁴³

In geval van een Tax Event met twee Affected Parties, moeten beide partijen zich gedurende een termijn van 30 dagen na de kennisgeving van het Termination Event in redelijke mate inspannen om tot overeenstemming over een oplossing te komen.⁴⁴

Als na 30 dagen noch overdracht heeft plaatsgevonden noch overeenstemming over een oplossing is bereikt, mag een Affected Party (in geval van een Tax Event) of de Burdened Party (in geval van een Tax Event Upon Merger waarbij de Burdened Party tevens Affected Party is) overgaan tot voortijdige beëindiging van alle Affected Transactions.⁴⁵

5.5.4. Voortijdige beëindiging (Credit Event Upon Merger, Tax Event Upon Merger met Burdened Party die geen Affected Party is)

In geval van:

- een Credit Event Upon Merger, mag de Non-affected Party;
- een Tax Event Upon Merger waarbij de Burdened Party geen Affected Party is, mag de Burdened Party,

onmiddellijk overgaan tot voortijdige beëindiging van alle Affected Transactions, dus zonder termijn

waarbinnen partijen zich in redelijke mate moeten inspannen om een overdracht of overeenstemming over een oplossing te bewerkstelligen zoals hierboven vermeld.⁴⁶

5.5.5. Voortijdige beëindiging (Illegality, Force Majeure Event)

In de ISDA Master Agreement is bepaald dat de niet-nakoming van een betalings- of andere verplichting onder de overeenkomst als gevolg van Illegality of een Force Majeure Event niet tevens als Failure to Pay of Breach of Agreement kan worden aangemerkt.⁴⁷ Zolang de Illegality of een Force Majeure Event voortduurt, kan de wederpartij niet op basis van Failure to Pay of Breach of Agreement tot voortijdige beëindiging van transacties overgaan.

Op basis van Illegality of een Force Majeure Event kan de wederpartij wel overgaan tot voortijdige beëindiging van één of meer Affected Transactions.⁴⁸ Daarnaast mag ook de Affected Party op grond van Illegality of een Force Majeure Event overgaan tot voortijdige beëindiging van Affected Transactions, maar alleen als de wederpartij slechts een deel van de Affected Transactions voortijdig heeft beëindigd en alleen met betrekking tot één of meer van de Affected Transactions die de wederpartij niet voortijdig heeft beëindigd.⁴⁹ Bovendien geldt een bijzondere regeling voor de vaststelling van de omvang van de close-out amounts (zie onderdeel 5.6.2 (*Vaststelling van close-out amounts (Illegality, Force Majeure Event)*)).

5.6. Vaststelling van close-out amounts

5.6.1. Vaststelling van close-out amounts (Credit Event Upon Merger, Tax Event, Tax Event Upon Merger)

Voor de vaststelling van de omvang van close-out amounts in verband met voortijdige beëindiging van Affected Transactions op grond van Credit Event Upon Merger, Tax Event of Tax Event Upon Merger geldt het volgende. De partij die in overeenstemming met de bepalingen van de overeenkomst overgaat tot voortijdige beëindiging van Affected Transactions, stelt de omvang van het met betrekking tot elk van die transacties verschuldigde close-out amount

42. Section 6(b)(ii) (*Transfer to Avoid Termination Event*) ISDA 2002 Master Agreement.

43. Section 6(b)(ii) (*Transfer to Avoid Termination Event*) ISDA 2002 Master Agreement.

44. Section 6(b)(iii) (*Two Affected Parties*) ISDA 2002 Master Agreement.

45. Section 6(b)(iv) (*Right to Terminate*) ISDA 2002 Master Agreement, paragraaf (1)(A).

46. Section 6(b)(iv) (*Right to Terminate*) ISDA 2002 Master Agreement, paragraaf (1)(B).

47. Section 6(c) (*Hierarchy of Events*) ISDA 2002 Master Agreement, paragraaf (i).

48. Section 6(b)(iv) (*Right to Terminate*) ISDA 2002 Master Agreement, paragraaf (2).

49. Section 6(b)(iv) (*Right to Terminate*) ISDA 2002 Master Agreement, paragraaf (2).

vast.⁵⁰ Daarbij geldt de standaardmethode als uitgangspunt.⁵¹

Als beide partijen Affected Party zijn, moet elk van hen zijn eigen vaststelling van de omvang van het met betrekking tot elk van de voortijdig beëindigde transacties verschuldigde close-out amount doen op basis van de standaardmethode.⁵² Vervolgens wordt het close-out amount voor elke transactie gebaseerd op het gemiddelde van de door beide partijen voor die transactie vastgestelde close-out amounts (hierna: de "middelbenadering").⁵³

5.6.2. Vaststelling van close-out amounts (Illegality, Force Majeure Event)

Voor de vaststelling van de omvang van op grond van Illegality of Force Majeure Event voortijdig beëindigde Affected Transactions verschuldigde close-out amounts geldt dat de partij die de omvang van die close-out amounts mag vaststellen (de 'Determining Party') en ten behoeve van dat proces quotes van andere marktdeelnemers opvraagt, die marktdeelnemers moet verzoeken om:

- quotes af te geven op basis van 'mid-market' waarden; en
- daarbij de kredietwaardigheid van de Determining Party buiten beschouwing te laten (hierna: de "mid-market methode").⁵⁴

Voor gevallen waarin de Determining Party geen quotes van marktdeelnemers maar andere gegevens (zoals indices) gebruikt voor de vaststelling van de omvang van close-out amounts verschuldigd voor op grond van Illegality of Force Majeure Event voortijdig beëindigde Affected Transactions, volgt uit de mid-market methode dat daarbij eveneens moet worden uitgegaan van 'mid-market' waarden en de kredietwaardigheid van de Determining Party buiten beschouwing moet blijven.

De achterliggende gedachte is dat zowel Illegality als Force Majeure Event geheel buiten de invloed van de Affected Party ligt en het om die reden onredelijk zou zijn als de gebruikelijke spread tussen bied- en laatprijzen en de kredietwaardigheid van de Determining Party een rol zouden spelen bij de vaststelling van het met betrekking tot een op grond van Illegality of Force Majeure Event voortijdig beëindigde transactie verschuldigde close-out amount. Over het algemeen leidt de mid-market methode voor de Affected Party tot een betere uitkomst dan de standaardmethode.

Ook voor Illegality en Force Majeure Event geldt dat als beide partijen Affected Party zijn, elk van hen Determining Party is en dat het close-out amount voor elke transactie wordt vastgesteld aan de hand van de middelbenadering.⁵⁵

6. Aanpassing van het raamwerk

6.1. Uitsluiting van standaard Events of Default

Omdat de projectvennootschap en de financiers er belang bij hebben te voorkomen dat de projectvennootschap in betalingsproblemen komt als gevolg van voortijdige beëindiging van een of meer ter afdekking van renterisico's afgesloten swaptransacties, is het gebruikelijk dat de betrokken partijen in de kredietdocumentatie afspraken maken over beperking van de gevallen waarin de projectvennootschap of een hedge provider op grond van een Event of Default of een Termination Event mag overgaan tot voortijdige beëindiging van die transacties.

Het komt vaak voor dat de betrokken partijen alle in de ISDA Master Agreement genoemde Events of Default met uitzondering van Failure to Pay buiten toepassing verklaren. Feiten en omstandigheden die tot een uitgesloten Event of Default zouden leiden, kunnen door een hedge provider niet meer als basis voor voortijdige beëindiging van transacties worden ingeroepen. In plaats daarvan moet een hedge provider zijn verplichtingen onder de transacties blijven nakomen. De gedachte achter de uitsluiting van alle Events of Default met uitzondering van Failure to Pay is dat zolang de kredietnemer zijn betalingsverplichtingen onder de renteswaps blijft nakomen, een hedge provider niet de mogelijkheid moet hebben op grond van een Event of Default transacties voortijdig te beëindigen.⁵⁶

Verder worden de voorwaarden van Failure to Pay vaak aangepast door af te spreken dat in afwijking van de standaardtermijn van één werkdag na kennisgeving van niet-nakoming van een betalingsverplichting, er pas sprake van een Failure to Pay is als de projectvennootschap na afloop van een termijn van (bijvoorbeeld) 20 werkdagen na die kennisgeving nog steeds in gebreke blijft. De gedachte achter de verlengde termijn is dat in geval van betalingsproblemen bij de projectvennootschap, de financiers en de andere betrokken partijen voldoende gelegenheid hebben voor overleg over een oplossing waarbij voortijdige beëindiging van swaptransacties mogelijk kan worden vermeden.

50. Section 6(e)(ii) (*Termination Events*) ISDA 2002 Master Agreement, paragraaf (1) (*One Affected Party*) in combinatie met Section 6(e)(i) (*Events of Default*) ISDA Master Agreement.

51. Section 6(e)(ii) (*Termination Events*) ISDA 2002 Master Agreement, paragraaf (1) (*One Affected Party*) in combinatie met Section 6(e)(i) (*Events of Default*) ISDA Master Agreement.

52. Section 6(e)(ii) (*Termination Events*) ISDA 2002 Master Agreement, paragraaf (2) (*Two Affected Parties*).

53. Section 6(e)(ii) (*Termination Events*) ISDA 2002 Master Agreement, paragraaf (2) (*Two Affected Parties*).

54. Section 6(e)(ii) (*Termination Events*) ISDA 2002 Master Agreement, paragraaf (3) (*Mid-Market Events*).

55. Section 6(e)(ii) (*Termination Events*) ISDA 2002 Master Agreement, paragraaf (2) (*Two Affected Parties*).

56. Er gelden diverse uitzonderingen op dit uitgangspunt, die verderop in dit artikel worden besproken.

6.2. Vervangende bankruptcy Event of Default-bepaling

De standaard Bankruptcy Event of Default-bepaling uit de ISDA Master Agreement bevat een uitgebreide opsomming van feiten en omstandigheden die kunnen duiden op (dreigende) betalingsmoeilijkheden, een (aanstaand) faillissement of andere insolventieprocedure en diverse soortgelijke situaties.⁵⁷ Ook beslagen op vermogensbestanddelen die niet binnen 15 dagen zijn opgeheven, kwalificeren als een Bankruptcy Event of Default.⁵⁸

Net als de overige Events of Default (met uitzondering van Failure to Pay), wordt Bankruptcy Event of Default doorgaans buiten toepassing verklaard. De financiers willen immers voorkomen dat een hedge provider tot voortijdige beëindiging van een swaptransactie zou kunnen overgaan op basis van feiten en omstandigheden die strikt genomen als Bankruptcy Event of Default zouden kunnen worden aangemerkt maar niet de zwaarwegende gevolgen van de voortijdige beëindiging van die swaptransactie zouden rechtvaardigen. Daar staat tegenover dat hedge providers wel degelijk tot voortijdige beëindiging van een swaptransactie moeten kunnen overgaan als de feiten dermate ernstig zijn dat ze de gevolgen van die beëindiging rechtvaardigen. Over het algemeen is voortijdige beëindiging van swaptransacties in elk geval gerechtvaardigd als de projectvennootschap failliet gaat of aan de projectvennootschap surseance van betaling wordt verleend.

Als compromis wordt vaak een vervangende bankruptcy Event of Default-bepaling toegevoegd op grond waarvan een swaptransactie in bepaalde insolventiescenario's alsnog door een hedge provider kan worden beëindigd. De bewoording van die bepaling sluit doorgaans nauw aan bij de insolventiebepalingen uit de kredietdocumentatie. Het komt ook wel voor dat de strekking van een vervangende bankruptcy Event of Default-bepaling beperkt blijft tot enkele zeer ernstige scenario's (zoals faillietverklaring, verlening van surseance van betaling en bepaalde gevallen van betalingsonmacht).

Het is lastig om in het algemeen te zeggen welke benadering de voorkeur heeft. Vanuit het perspectief van een hedge provider ligt het voor de hand om aan te sluiten bij de bewoording van de insolventiebepalingen uit de kredietdocumentatie, omdat die meestal ruim zijn geformuleerd (zij het wat minder ruim dan de Bankruptcy Event of Default-bepaling van de ISDA Master Agreement). Vanuit het perspectief van de financiers ligt het voor de hand om de strekking van de vervangende bankruptcy Event of Default-bepaling zo beperkt mogelijk te houden. Daarmee hopen zij te voorkomen dat bij problemen een hedge provider voortijdig het initiatief naar zich zou kunnen toetrekken.

Bij een vervangend (bankruptcy) Event of Default geldt als uitgangspunt dat alleen de Non-defaulting Party mag overgaan tot voortijdige beëindiging van alle lopende transacties en dat de omvang van close-out amounts door de Non-defaulting Party wordt vastgesteld op basis van de standaardmethode.

6.3. Aanpassing van standaard Termination Events

Dit onderdeel beschrijft hoe de standaard Termination Events van de ISDA Master Agreement in het kader van projectfinancieringen kunnen (en in veel gevallen: zouden moeten) worden aangepast.

6.3.1. *Illegality*

Illegality wordt meestal niet buiten toepassing verklaard als Termination Event. De gedachte is dat een hedge provider te allen tijde het initiatief moet kunnen nemen om swaptransacties voortijdig te beëindigen als de uitvoering van die transacties niet (langer) geoorloofd is onder toepasselijke wet-of regelgeving. Daarbij gaat het niet alleen om gevallen waarin de nakoming van een betalingsverplichting illegaal wordt, maar ook om gevallen waarin de nakoming van andere verplichtingen (niet zijnde betalingsverplichtingen) onder de overeenkomst illegaal worden. Daarnaast ontbreekt een hersteltermijn voor niet-nakoming van een (betalings)verplichting vanwege Illegality. Illegality leidt in beginsel onmiddellijk tot een Termination Event.

De toepasselijkheid van Illegality op de nakoming van andere verplichtingen (niet zijnde betalingsverplichtingen) lijkt op het eerste gezicht lastig te verenigen met het uitgangspunt dat ten grondslag ligt aan het buiten toepassing verklaren van Breach of Agreement (zoals besproken in onderdeel 6.1 (*Uitsluiting van standaard Events of Default*)). Daarnaast lijkt het ontbreken van een hersteltermijn voor niet-nakoming van een betalingsverplichting vanwege Illegality op gespannen voet te staan met de verlenging van de hersteltermijn voor Failure to Pay (zoals eerder in dit onderdeel onder "Uitsluiting van standaard Events of Default" besproken). Aldus zou de niet-nakoming van een andere verplichting (niet zijnde een betalingsverplichting) als gevolg van Illegality tot voortijdige beëindiging van transacties kunnen leiden, terwijl dat (als gevolg van de uitsluiting van Breach of Agreement) niet het geval is voor niet-nakoming van andere verplichtingen (niet zijnde betalingsverplichtingen) vanwege andere redenen. Daarnaast zien we bij niet-nakoming van een betalingsverplichting vanwege Illegality dat als gevolg van het ontbreken van een hersteltermijn de wederpartij onmiddellijk tot voortijdige beëindiging zou kunnen overgaan, terwijl voor de niet-nakoming

57. Section 5(b)(vii) (*Bankruptcy*) ISDA 2002 Master Agreement.

58. Als het gaat om een beslag op alle of vrijwel alle vermogensbestanddelen van een partij.

van een betalingsverplichting vanwege andere redenen een (verlengde) hersteltermijn geldt.

Vanwege deze inconsistenties zou men wellicht verwachten dat Illegality buiten toepassing zou worden verklaard of zou worden beperkt tot gevallen van (dreigende) wanbetaling. Een dergelijke benadering ligt echter minder voor de hand vanuit het perspectief van een hedge provider. Immers kan ook de nakoming van andere verplichtingen (niet zijnde betalingsverplichtingen) onder de overeenkomst in strijd met toepasselijke wet- en regelgeving grote gevolgen voor een hedge provider hebben.⁵⁹ Daarnaast heeft Illegality van nature een vrij definitief karakter. Het is namelijk moeilijk denkbaar dat een projectvennootschap in staat zou zijn een Illegality binnen een redelijke termijn te 'herstellen'. Vanwege het voorgaande blijken hedge providers zelden bereid beperkingen te aanvaarden ten aanzien van de mogelijkheid tot voortijdige beëindiging van transacties op grond van Illegality. Voor Force Majeure Event zijn hedge providers dat meestal wel.

6.3.2. Force Majeure Event

Het komt voor dat hedge providers bij elk denkbaar geval van niet-nakoming van een betalings- of andere belangrijke verplichting door de projectvennootschap, op basis van Failure to Pay of Breach of Agreement een Event of Default willen kunnen inroepen om over te gaan tot voortijdige beëindiging van swaptransacties, dus ook bij niet-nakoming vanwege overmacht. In dat geval ligt het voor de hand om Force Majeure Event geheel buiten toepassing te verklaren. Projectvennootschappen kunnen echter geronde redenen hebben om aan het concept van Force Majeure Event vast te houden (zie onderdeel 5.5 (*Recht op voortijdige beëindiging volgend op een Termination Event*)).

Net als in het geval van Illegality, lijkt de toepasselijkheid van Force Majeure Event op de nakoming van andere verplichtingen (niet zijnde betalingsverplichtingen) lastig te verenigen met het uitgangspunt dat ten grondslag ligt aan het buiten toepassing verklaren van Breach of Agreement (zoals eerder in onderdeel 6.1 (*Uitsluiting van standaard Events of Default*) besproken). En ook in het geval van Force Majeure Event lijkt het ontbreken van een hersteltermijn voor niet-nakoming van een betalingsverplichting op gespannen voet te staan met de verlenging van de hersteltermijn voor Failure to Pay (zoals eerder in onderdeel 6.1 (*Uitsluiting van standaard Events of Default*) besproken). Aldus zou de niet-nakoming van een andere verplichting (niet zijnde een betalingsverplichting) als gevolg van Force Majeure Event tot voortijdige beëindiging van transacties kunnen leiden, terwijl dat (als gevolg van de uitsluiting van Breach of Agreement) niet het geval is voor niet-nakoming van andere verplichtingen (niet zijnde betalingsverplichtingen) vanwege andere re-

denen. Daarnaast zien we bij niet-nakoming van een betalingsverplichting vanwege Force Majeure Event dat als gevolg van het ontbreken van een hersteltermijn de wederpartij onmiddellijk tot voortijdige beëindiging zou kunnen overgaan, terwijl voor de niet-nakoming van een betalingsverplichting vanwege andere redenen een (verlengde) hersteltermijn geldt.

Ter vermijding van deze inconsistenties ligt het voor de hand de Force Majeure Event-bepalingen op twee manieren aan te passen:

- Als Breach of Agreement buiten toepassing is verklaard, is het logisch om de beschrijving van Force Majeure Event te beperken tot een tekortkoming in de nakoming van een betalingsverplichting en tekortkomingen in de nakoming van verplichtingen van andere aard onder de overeenkomst buiten beschouwing te laten.
- Als voor Failure to Pay een verlengde termijn is afgesproken, moet die verlengde termijn ook gelden voor Force Majeure Event, zodat niet-nakoming van een betalingsverplichting vanwege overmacht pas na verloop van die verlengde termijn als Force Majeure Event kan worden aangemerkt.

Met de eerste wijziging voorkomt men dat de niet-nakoming van een verplichting anders dan een betalingsverplichting via de 'achterdeur' van Force Majeure Event alsnog tot voortijdige beëindiging van transacties zou leiden. Met de tweede wijziging voorkomt men dat niet-betaling vanwege overmacht eerder tot een grond voor voortijdige beëindiging van transacties zou leiden dan een verwijtbaar tekortschieten met betrekking tot een betalingsverplichting.

6.3.3. Tax Event

Tax Event wordt zelden buiten toepassing verklaard. Zoals in onderdeel 5.5 (*Recht op voortijdige beëindiging volgend op een Termination Event*) al aan de orde kwam, geldt voor Tax Event een periode van 30 dagen waarin de betrokken partijen zich moeten inspannen om:

- in geval van één Affected Party, een overdracht van de rechten en verplichtingen van de Affected Party te bewerkstelligen; of
- in geval van twee Affected Parties, overeenstemming te bereiken over een oplossing voordat een Affected Party kan overgaan tot voortijdige beëindiging van Affected Transactions.

Gedurende die periode kan een hedge provider geen actie ondernemen. Om deze reden hebben financiers over het algemeen geen bezwaar tegen handhaving van de Tax Event bepalingen.

59. Zoals reputatieschade of mogelijke toezichtrechtelijke consequenties.

6.3.4. Tax Event Upon Merger

Net als Tax Event, wordt Tax Event Upon Merger zelden buiten toepassing verklaard. Voor Tax Event Upon Merger waarbij de Burdened Party tevens Affected Party is, ligt dit voor de hand. Immers, in dat geval geldt een periode van 30 dagen waarbinnen de betrokken partijen zich moeten inspannen om overdracht van de rechten en verplichtingen van de Affected Party te bewerkstelligen voordat de Affected Party kan overgaan tot voortijdige beëindiging van Affected Transactions. Voor Tax Event Upon Merger waarbij de Burdened Party geen Affected Party is, ligt het anders. In dat geval mag de Burdened Party immers onmiddellijk overgaan tot voortijdige beëindiging van Affected Transactions.

Meestal zal een hedge provider niet bereid zijn afstand te doen van de mogelijkheid om onmiddellijk tot voortijdige beëindiging van Affected Transactions over te gaan in gevallen waarin hij een extra betaling (die niet voor vergoeding in aanmerking komt) moet verrichten of een inhouding op een door hem te ontvangen betaling moet aanvaarden in verband met een belasting die van toepassing wordt als gevolg van een fusie, omzetting, zetelverplaatsing of andere vennootschappelijke reorganisatie met betrekking tot de projectvennootschap. Voor financiers zal dit standpunt doorgaans aanvaardbaar zijn omdat de kredietdocumentatie uitgebreide bepalingen bevat die een dergelijke fusie, omzetting, zetelverplaatsing of vennootschappelijke reorganisatie met betrekking tot de projectvennootschap zonder goedkeuring van de financiers moeten voorkomen.

6.3.5. Credit Event Upon Merger

Het Schedule bij de ISDA Master Agreement biedt de mogelijkheid om Credit Event Upon Merger bui-

ten toepassing te verklaren voor één of elk van beide partijen. Bij projectfinancieringen is het gebruikelijk dat Credit Event Upon Merger buiten toepassing wordt verklaard voor de projectvennootschap. De achterliggende gedachte is dat de kredietdocumentatie al een raamwerk bevat voor verplichte voortijdige aflossing van leningen volgend op relevante gevallen van wijziging in de zeggenschap en voor voortijdige opeisbaarheid naar aanleiding van diverse situaties die kunnen duiden op toekomstige betalingsmoeilijkheden bij de projectvennootschap.

De financiers willen meestal niet dat de hedge providers op basis van een Credit Event Upon Merger zelfstandig zouden kunnen besluiten over te gaan tot voortijdige beëindiging van transacties. In plaats daarvan moeten de hedge providers er maar op vertrouwen dat de financiers zullen besluiten om de lening(en) vervroegd op te eisen als de omstandigheden daartoe werkelijk aanleiding geven. Vaak is die benadering voor hedge providers aanvaardbaar mits ergens is geregeld dat zij onmiddellijk na een dergelijk besluit mogen overgaan tot voortijdige beëindiging van swap transacties (zie onderdeel 6.4.3 (*Acceleration*)).

6.3.6. Overzicht

Onderstaande tabel bevat een beknopt overzicht van de wijze waarop een projectvennootschap en betrokken financiers en hedge providers kunnen omgaan met de standaard Events of Default en de standaard Termination Events van de ISDA Master Agreement. Het is de overtuiging van de auteur dat dit overzicht in veel gevallen als richtinggevend mag worden beschouwd.

Bepaling	Benadering
Events of default	
Failure to Pay	Aangepaste hersteltermijn van (bijvoorbeeld) 20 werkdagen, waardoor pas sprake is van een Failure to Pay als de projectvennootschap na afloop van die termijn na kennisgeving nog steeds in gebreke blijft.
Breach of Agreement; Repudiation of Agreement	Wordt buiten toepassing verklaard.
Credit Support default	Wordt buiten toepassing verklaard.
Misrepresentation	Wordt buiten toepassing verklaard.
Default Under Specified Transaction	Wordt buiten toepassing verklaard.
Cross-Default	Wordt buiten toepassing verklaard.
Bankruptcy	Blijft buiten toepassing of wordt vervangen door alternatieve bankruptcy Event of Default-bepaling.
Merger Without Assumption	Wordt buiten toepassing verklaard.
Termination Events	
Illegality	Blijft van kracht.

Force Majeure Event	<ul style="list-style-type: none"> – Strekking wordt beperkt tot niet-betaling. – Toevoeging van hersteltermijn van (bijvoorbeeld) 20 werkdagen, waardoor pas sprake is van een Force Majeure Event als de projectvennootschap na afloop van die termijn na kennisgeving nog steeds in gebreke blijft.
Tax Event	Blijft van kracht.
Tax Event Upon Merger	Blijft van kracht.
Credit Event Upon Merger	Wordt buiten toepassing verklaard.

6.4. Toevoeging van Additional Termination Events

6.4.1. *Afspraken over Additional Termination Events*

De ISDA Master Agreement bevat bepalingen die voorzien in de mogelijkheid om in het Schedule zogenaamde 'Additional Termination Events' toe te voegen. Hieronder volgt een overzicht van Additional Termination Events die in het kader van projectfinancieringen vaak worden toegevoegd. Bij elk van die Additional Termination Events moeten de betrokken partijen afspraken maken over:⁶⁰

- welke feiten en omstandigheden een Additional Termination Event opleveren;
- welke lopende transacties als Affected Transactions moeten worden aangemerkt (alle of alleen transacties die daadwerkelijk door het Additional Termination Event worden geraakt);
- welke partij (één of elk) op basis van dat Additional Termination Event mag overgaan tot voortijdige beëindiging van transacties;
- welke partij (de Determining Party) de omvang van de close-out amounts mag vaststellen (wel of geen middelbenadering); en
- welke regels en uitgangspunten de Determining Party daarbij in acht moet nemen (de standaardmethode of de mid-market methode).

In wezen gaan deze afspraken over de allocatie van de met het desbetreffende Additional Termination Event gemoeide (financiële) risico's.

6.4.2. *Repayment, prepayment, cancellation in full*

Zoals vermeld geldt bij projectfinanciering als uitgangspunt dat de door de projectvennootschap afgesloten swaptransacties dienen ter afdekking van het risico op toenemende rentelasten met betrekking tot een of meer leningen als gevolg van een stijgende

toepasselijke variabele rentevoet. Bij volledige aflossing ('repayment'), vrijwillige voortijdige aflossing ('voluntary prepayment') of verplichte voortijdige aflossing ('mandatory prepayment') van een lening of volledige opzegging van overeengekomen kredietruimte ('cancellation'), verdwijnen de met die lening of kredietruimte gemoeide renterisico's. Daardoor kan een in verband met die lening of kredietruimte afgesloten renteswap een speculatief karakter krijgen.

Een renteswap met een speculatief karakter is voor alle betrokken partijen onwenselijk omdat daarmee de met een project gemoeide financiële risico's zouden toenemen. Om die reden willen hedge wederpartijen de mogelijkheid hebben om renteswaps voortijdig te beëindigen in geval van volledige repayment of prepayment van een lening of volledige cancellation van kredietruimte. Daarom is het gebruikelijk dat de betrokken partijen een Additional Termination Event toevoegen dat voorziet in voortijdige beëindiging van transacties in geval van volledige repayment of prepayment van een lening of volledige cancellation van kredietruimte.

Daarbij spreken partijen normaal gesproken af dat alle transacties die zijn aangegaan in verband met de (voortijdig) afgeloste lening of de opgezegde kredietruimte, Affected Transactions zijn. Omdat repayment, voluntary prepayment en cancellation plaatsvindt op initiatief van de projectvennootschap of, in geval van mandatory prepayment, naar aanleiding van feiten en omstandigheden die naar heersende marktopvattingen voor rekening van de projectvennootschap behoren te komen, komt men vrijwel altijd overeen dat de projectvennootschap de enige Affected Party is.

Het is gebruikelijk dat partijen afspreken dat de hedge provider als enige mag overgaan tot voortijdige beëindiging van de Affected Transactions en als enige de omvang van de in verband met de voortijdig beëindigde Affected Transactions verschuldigde

60. Op grond van de standaardbepalingen van de ISDA Master Agreement mag bij een Additional Termination Event de Non-affected Party in beginsel onmiddellijk overgaan tot voortijdige beëindiging van de Affected Transactions, wordt de omvang van het close-out amount voor elk van de aldus beëindigde transacties door die partij

vastgesteld en geldt voor die vaststelling de standaardmethode. Het uitgangspunt is dus dat een Additional Termination Event op dezelfde manier wordt behandeld als een Event of Default. Voor veel Additional Termination Events geldt dat er goede redenen zijn om van dat uitgangspunt af te wijken.

close-out amounts mag vaststellen. Meestal geldt daarbij de standaardmethode.

Deze benadering is niet in alle gevallen vanzelfsprekend. Een goed voorbeeld is mandatory prepayment naar aanleiding van een situatie waarin het in een relevante jurisdictie voor een financier illegaal wordt om zijn verplichtingen onder de kredietdocumentatie na te komen (*illegality* onder de kredietdocumentatie). Vrijwel altijd is de kredietnemer in dergelijke gevallen verplicht om de door de desbetreffende financier verstrekte leningen voortijdig af te lossen. Vooral in situaties waarin de financier en een hedge provider één en dezelfde partij of aan elkaar gelieerde partijen zijn, lijkt het vanuit het perspectief van de projectvennootschap rechtvaardiger om uit te gaan van de middelbenadering en/of de mid-market methode. De ontstane situatie is immers niet te wijten aan de projectvennootschap. Een dergelijke benadering zou ook mooi aansluiten bij de bepalingen die gelden voor *Illegality* onder de ISDA Master Agreement zelf. Hedge providers blijken echter niet altijd gevoelig voor dit standpunt.

Een ander voorbeeld is een situatie waarin de projectvennootschap gebruik maakt van een specifieke contractuele bevoegdheid om een voortijdige aflossingsbetaling te doen aan een financier die zich beroept op een bepaling uit de kredietdocumentatie waaruit aanvullende betalingsverplichtingen voor de projectvennootschap volgen, zoals een 'tax gross-up'- of een 'increased cost'-bepaling⁶¹. In dergelijke gevallen kunnen ook de andere financiers er belang bij hebben dat de projectvennootschap die extra betalingsverplichtingen vermijdt door de participatie van die ene financier voortijdig af te lossen. Als de financier (of een aan hem gelieerde partij) vervolgens in zijn hoedanigheid van hedge provider tot voortijdige beëindiging van swaptransacties overgaat, lijkt het rechtvaardiger van de middelbenadering of de mid-market methode uit te gaan.

6.4.3. Acceleration

Tussentijdse opzegging van het krediet of voortijdige opeising van uitstaande leningen in overeenstemming met de bepalingen van de kredietdocumentatie (ook wel 'acceleration' genoemd) wordt vrijwel altijd als afzonderlijk Additional Termination Event toegevoegd. Omdat acceleration alleen kan plaatsvinden naar aanleiding van een grond voor vervroegde opeisbaarheid die zich voordoet met betrekking tot de projectvennootschap, is het gebruikelijk om af te spreken dat de projectvennootschap als Affected Party moet worden aangemerkt.

61. Onder een tax gross-up bepaling kan een kredietverstrekker aan wie een bedrag moet worden betaald waarop belasting moet worden ingehouden, verlangen dat het te ontvangen bedrag wordt vermeerderd met een aanvullend bedrag, waardoor de uiteindelijk – na inhouding van belasting – te ontvangen betaling gelijk is aan het oorspronkelijk verschuldigde bedrag. Onder een increased cost-bepaling kan een kredietverstrekker bepaalde toegenomen kosten die zijn verbonden aan het ter

Daarnaast is het gebruikelijk dat alle transacties onder dit Additional Termination Event Affected Transactions zijn, dat de hedge provider mag overgaan tot voortijdige beëindiging van alle Affected Transactions en daarbij de omvang van de in verband met die transacties verschuldigde close-out amounts mag vaststellen. Daarvoor geldt vrijwel altijd de standaardmethode als uitgangspunt.

Het komt ook wel voor dat acceleration als aanvullend Event of Default wordt toegevoegd (om uitdrukking te geven aan de verwijtbaarheid van de gebeurtenis), maar inhoudelijk maakt dat zelden verschil.⁶²

6.4.4. Overhedging

In onderdeel 3.4 (*Afspraken over onderhedging en overhedging*) kwam aan de orde dat de projectvennootschap in een situatie van overhedging een of meer bestaande renteswaps geheel of gedeeltelijk vervroegd moet beëindigen, voor zover die swaptransacties een speculatief karakter hadden gekregen omdat ze een risico afdekken dat niet langer bestaat. Overhedging wordt vaak als Additional Termination Event aan de ISDA Master Agreement toegevoegd, met de projectvennootschap als Affected Party. Voor het geval de projectvennootschap haar verplichting tot voortijdige beëindiging van transacties op grond van een situatie van overhedging niet zou nakomen, wordt niet alleen de projectvennootschap maar ook de hedge provider aangewezen als partij die mag overgaan tot voortijdige beëindiging van Affected Transactions.

Meestal wordt alleen het deel van de nominale waarde van een swaptransactie dat groter is dan de hoofdsom van de daarmee corresponderende lening, als Affected Transaction aangemerkt. Alleen dat deel mag dus voortijdig worden beëindigd, terwijl de rest van de transactie in stand moet blijven. Omdat de risico's gemoeid met overhedging naar heersende marktopvattingen voor rekening van de projectvennootschap behoren te blijven, mag de hedge provider als enige partij de omvang van de in verband met de voortijdig beëindigde transacties verschuldigde close-out amounts vaststellen (ook als voortijdige beëindiging op initiatief van de projectvennootschap plaatsvindt) en geldt daarbij vrijwel altijd de standaardmethode.

beschikking stellen van de lening, doorberekenen aan de kredietnemer.

62. Omdat net als in geval van een Event of Default, alle lopende transacties Affected Transactions zijn, alleen de hedge provider mag overgaan tot voortijdige beëindiging van alle Affected Transactions en de omvang van de close-out amounts mag vaststellen en daarbij de standaardmethode als uitgangspunt geldt.

6.4.5. *Consent from the agent following joint request*

Onvoorziene omstandigheden kunnen aanleiding geven tot tussentijdse aanpassing van de overeengekomen voorwaarden van afgesloten renteswaps. Met het oog op dergelijke aanpassingen, wordt vrij regelmatig een Additional Termination Event toegevoegd dat voorziet in de mogelijkheid tot voortijdige beëindiging van Affected Transactions naar aanleiding van een gezamenlijk verzoek van de projectvennootschap en een hedge provider aan de financiers (die worden vertegenwoordigd door een 'agent').

Daarbij geldt als uitgangspunt dat de in het verzoek genoemde transacties en voor zover de agent daarmee heeft ingestemd, als Affected Transactions moeten worden aangemerkt. Meestal mag elk van beide partijen na instemming van de agent overgaan tot voortijdige beëindiging van alle Affected Transactions.

Omdat het om een gezamenlijk verzoek gaat, zou men verwachten dat elk van beide partijen de omvang van de in verband met de voortijdig beëindigde transacties verschuldigde close-out amounts mag vaststellen en dat die omvang uiteindelijk wordt gebaseerd op het gemiddelde van beide uitkomsten voor elk van de voortijdig beëindigde transacties (de middelbenadering). Een voor de hand liggend alternatief zou zijn dat een van beide partijen de omvang van de close-out amounts mag vaststellen maar daarbij moet uitgaan van de mid-market methode. In de praktijk mag de omvang van die close-out amounts echter meestal alleen door de hedge provider worden vastgesteld en daarbij geldt vrijwel altijd de standaardmethode. Bij gebrek aan goede inhoudelijke argumenten voor een dergelijke benadering, zijn de commerciële verhoudingen tussen partijen kennelijk doorslaggevend.

6.4.6. *Hedge provider no longer lender*

In onderdeel 2.3 (*Variabele rentetarieven*) kwam ter sprake dat door een projectvennootschap af te sluiten renteswaps vaak worden afgesloten bij de swap desks van diverse betrokken financiers of bij een of meer aan financiers gelieerde partijen die tevens als hedge provider optreden. Veel van dergelijke hedge providers hechten er waarde aan dat zij (of aan hen gelieerde partijen) in de hoedanigheid van financier ('lender') betrokken blijven bij de projectfinanciering. Als die betrokkenheid eindigt, willen ze in staat zijn de met hen afgesloten renteswaps voortijdig te beëindigen. Om die reden stellen hedge providers vaak een Additional Termination Event voor dat voorziet in de mogelijkheid tot voortijdige beëindiging van Affected Transactions als de hedge provider (of een aan die hedge provider gelieerde partij) geen lender meer is. Meestal zijn alle lopende transacties tussen de projectvennootschap en de desbetreffende hedge provider Affected Transactions. Daarnaast stellen hedge providers vaak voor dat de projectvennootschap de enige Affected Party is, dat de

hedge provider de omvang van de close-out amounts mag vaststellen en dat daarbij de standaardmethode geldt.

De auteur betwijfelt of deze benadering in alle gevallen voor de hand ligt. Afgezien van gevallen van volledige repayment, prepayment en cancellation (waarvoor meestal een afzonderlijk Additional Termination Event is opgenomen) kan alleen een einde komen aan de betrokkenheid van een partij als financier door overdracht van de rechten en verplichtingen van die partij als financier onder de kredietdocumentatie aan een derde. Dergelijke overdrachten kunnen plaatsvinden op initiatief van een financier of op initiatief van de projectvennootschap. In de eerste plaats gebeurt de overdracht vrijwillig en in overeenstemming met de bepalingen uit de kredietdocumentatie die gelden voor een vrijwillige overdracht door een financier van zijn rechten en verplichtingen aan een derde. In de tweede plaats is de financier verplicht mee te werken aan de overdracht op grond van bepalingen uit de kredietdocumentatie die voorzien in verplichte overdracht van rechten en verplichtingen door een financier op initiatief van de projectvennootschap. Meestal kan de projectvennootschap dat recht uitoefenen in drie situaties:

- als de betrokken financier (een 'Defaulting Lender') failliet gaat of tekortschiet in de nakoming van zijn verplichtingen onder de kredietdocumentatie;
- als de betrokken financier (een 'Non-consenting Lender') een door de projectvennootschap gewenst besluit van de financiers blokkeert door uitoefening van een vetorecht terwijl een meerderheid van de financiers zich voor het besluit heeft uitgesproken; of
- als de betrokken financier (een 'Affected Lender') een beroep doet op zijn rechten onder een tax gross-up bepaling of een increased cost-bepaling.

Bij een vrijwillige overdracht door een financier valt moeilijk in te zien waarom de projectvennootschap potentieel nadeel zou moeten leiden als gevolg van voortijdige beëindiging van transacties in verband met die overdracht. Voor de projectvennootschap ligt het dus voor de hand zich te verzetten tegen een Additional Termination Event op grond waarvan een hedge wederpartij tot voortijdige beëindiging van transacties zou mogen overgaan als hij (of een aan hem gelieerde partij) in zijn hoedanigheid van financier zijn rechten en verplichtingen onder de kredietdocumentatie overdraagt aan een derde. Mocht een projectvennootschap (onder commerciële druk) toch akkoord gaan, dan zou de projectvennootschap erop moeten aandringen dat bij voortijdige beëindiging van elke transactie door de hedge provider, het close-out amount voor die transactie wordt vastgesteld op basis van de middelbenadering en de mid-market methode.

Ten aanzien van contractuele afspraken over voortijdige beëindiging van transacties in geval van een verplichte overdracht door een Defaulting Lender, een Non-consenting Lender of een Affected Lender is de analyse in wezen hetzelfde, hoewel de situatie in dergelijke gevallen genuanceerder kan liggen. Verzet vanuit de projectvennootschap tegen een Additional Termination Event op grond waarvan een hedge wederpartij tot voortijdige beëindiging van transacties zou mogen overgaan als hij (of een aan hem gelieerde partij) in zijn hoedanigheid van Defaulting Lender of Non-consenting Lender zijn rechten en verplichtingen onder de kredietdocumentatie moet overdragen aan een derde, ligt wellicht minder voor de hand. Uiteraard zou het vanuit het perspectief van de projectvennootschap wel voor de hand liggen te verlangen dat de omvang van close-out amounts wordt vastgesteld op basis van de middelbenadering en/of de mid-market methode.

6.4.7. *Affected Lender, Non-consenting Lender, Defaulting Lender*

Gezien de bijzonderheden die gelden voor voortijdige beëindiging van transacties door een hedge provider die in zijn hoedanigheid van financier Defaulting Lender, Non-consenting Lender of Affected Lender is geworden, ligt het voor de hand een afzonderlijk Additional Termination Event op te nemen voor deze situatie en waar nodig, passende uitzonderingen op te nemen in de relevante overige Additional Termination Events.

6.4.8. *Prepayment upon illegality onder de kredietdocumentatie*

Ook voor verplichte voortijdige aflossing in verband met een illegality onder de kredietdocumentatie geldt dat het voor de hand ligt die situatie als afzonderlijk Additional Termination Event te behandelen, met inachtneming van de uitgangspunten zoals hierboven verwoord.

6.4.9. *Security*

Zoals besproken in onderdeel 3 (*Afspraken over hedging in de kredietdocumentatie*) delen hedge providers vaak mee in de opbrengsten bij uitwinning van aan de financiers van een project verstrekte zekerheden. Dit is uiteraard een belangrijk punt voor hedge providers. Vaak willen hedge providers tot voortijdige beëindiging van transacties kunnen overgaan als op enig moment zou blijken dat de verplichtingen van de projectvennootschap onder de hedging documentatie niet worden gedekt door de zekerheden die in het kader van de financiering zijn verstrekt. Op zichzelf is het begrijpelijk dat met het oog op een dergelijke situatie een Additional Termination Event wordt toegevoegd. Een projectvennootschap die met een daartoe strekkend voorstel wordt geconfronteerd, doet er goed aan te bedenken dat zij door aanvaarding van dat voorstel in zekere zin jegens de

betrokken hedge provider(s) zou gaan instaan voor de geldigheid van de zekerheden. Dat staat op gespannen voet met het uitgangspunt achter het buiten toepassing verklaren van diverse Events of Default, waaronder Credit Support Default en Misrepresentation. Daarom ligt het voor de hand om ervoor te zorgen dat de bewoording van een dergelijk Additional Termination Event bij de relevante bepalingen uit de kredietdocumentatie aansluit. Die bepalingen bevatten doorgaans verklaringen over de geldigheid van zekerheden, maar onder voorbehoud van enkele algemene kwalificaties. Daarnaast zou men een hersteltermijn kunnen toevoegen die de projectvennootschap (voldoende) gelegenheid geeft om een gebrek met betrekking tot de zekerheden te herstellen voordat de hedge provider zou kunnen overgaan tot voortijdige beëindiging van transacties. Verder is het niet geheel vanzelfsprekend (hoewel tot op zekere hoogte wel voor de hand liggend) dat alleen de hedge provider close-out amounts zou mogen vaststellen en dat die vaststelling zou plaatsvinden op basis van de standaardmethode.

6.4.10. *Pari passu ranking*

Een ander Additional Termination Event dat met enige regelmaat door hedge providers wordt voorgesteld, heeft betrekking op situaties waarin de verplichtingen onder de hedging documentatie niet langer *pari passu* gerangschikt zijn met de verplichtingen onder de kredietdocumentatie. De analyse is in wezen hetzelfde als in de vorige paragraaf. Het is op zichzelf begrijpelijk dat een hedge provider in dergelijke situaties wil kunnen overgaan tot voortijdige beëindiging van transacties. Ook hier is niet geheel vanzelfsprekend (hoewel tot op zekere hoogte wel voor de hand liggend) dat onmiddellijk (zonder hersteltermijn) sprake zou moeten zijn van een grond voor voortijdige beëindiging van transacties, en evenmin dat alleen de hedge provider close-out amounts zou mogen vaststellen en dat die vaststelling zou plaatsvinden op basis van de standaardmethode.

6.4.11. *Overzicht*

Ter samenvatting van het voorgaande bevat onderstaande tabel een beknopt overzicht van Additional Termination Events die een projectvennootschap en betrokken financiers en hedge providers kunnen toevoegen aan het Schedule bij de ISDA Master Agreement. Voor elk van die Additional Termination Events is vermeld:

- welke lopende transacties als Affected Transactions moeten worden aangemerkt (alle of alleen transacties die daadwerkelijk door het Additional Termination Event worden geraakt);

- welke partij (één of elk) op basis van dat Additional Termination Event mag overgaan tot voortijdige beëindiging van transacties;
- welke partij (als Determining Party) de omvang van de close-out amounts mag vaststellen (wel of geen middelbenadering); en

- welke methode voor die vaststelling geldt (de standaardmethode of de mid-market methode).

Het is de overtuiging van de auteur dat dit overzicht in veel gevallen als richtinggevend mag worden beschouwd.

Additional Termination Event	Affected Transactions	Voortijdige beëindiging door	Determining Party	Methode
Repayment, prepayment, cancellation in full	alle	hedge provider	hedge provider	standaardmethode
Acceleration	alle	hedge provider	hedge provider	standaardmethode
Overhedging	specifieke (delen van) transacties	beide partijen	hedge provider	standaardmethode
Consent from the agent following joint request	specifieke (delen van) transacties	beide partijen	middelbenadering	standaardmethode of mid-market methode
Hedge provider no longer lender (met carve-outs voor Affected Lender, Non-consenting Lender, Defaulting Lender en prepayment upon illegality	alle	hedge provider	middelbenadering	standaardmethode of mid-market methode
Affected Lender, Non-consenting Lender, Defaulting Lender	alle	projectvennootschap	middelbenadering / projectvennootschap	standaardmethode of mid-market methode
Prepayment upon illegality	alle	beide partijen	middelbenadering	standaardmethode of mid-market methode
Security	alle	hedge provider	hedge provider	standaardmethode
Pari passu ranking	alle	hedge provider	hedge provider	standaardmethode

7. Slotopmerkingen

7.1. Dit artikel

Met dit artikel heeft de auteur gepoogd een beeld te schetsen van de heersende marktopvattingen ten aanzien van contractuele afspraken tussen financiers, hedge providers en projectvennootschappen over de voortijdige beëindiging door hedge providers van renteswaps die zijn aangegaan in het kader van een projectfinanciering. Daarbij heeft de auteur vermeld welke afspraken gebruikelijk en/of nodig zijn en wat de achtergrond van die afspraken is. De auteur heeft bijzondere aandacht besteed aan de standaardbepalingen van de ISDA Master Agreement over voortijdige beëindiging van derivatentransacties en over de wijze waarop die bepalingen in het kader van renteswaptransacties bij een projectfinanciering moeten worden aangepast en aangevuld.

7.2. Uitgangspunten voor aanvulling en aanpassing

Voor die aanvullingen en aanpassingen gelden diverse uitgangspunten die eerder in onderdeel 6 (*Aanpassing van het raamwerk*) zijn verwoord:

- Voor financiers en de projectvennootschap is het van groot belang dat hedge providers alleen zelfstandig (zonder medewerking van de financiers) tot voortijdige beëindiging van renteswaptransacties kunnen overgaan als er echt een probleem is, zoals in geval van (dreigende) wanbetaling door of insolventie van de projectvennootschap of verhoogde fiscale lasten in verband met de uitvoering van de overeenkomst. Om die reden ligt het voor de hand een groot aantal standaard Events of Default buiten toepassing te verklaren.
- Voor financiers en de projectvennootschap is het belangrijk dat, in geval van wanbetaling door de projectvennootschap, er (voldoende) tijd is voor overleg tussen de projectvennootschap en de betrokken financiers en hedge providers voordat de hedge providers eenzijdig tot voortijdige beëindiging van renteswaps kunnen overgaan. Daarom

ligt het voor de hand bij Failure to Pay (en Force Majeure Event) een (langere) hersteltermijn toe te voegen.

- Voor hedge providers is het belangrijk om te voorkomen dat ze partij zijn bij een swaptransactie die niet langer een onderliggend risico afdekt. Ook voor projectvennootschappen is het doorgaans van belang te voorkomen dat een swaptransactie een speculatief karakter krijgt. Dit uitgangspunt geldt als verklaring voor een groot deel van de aanvullingen die in de praktijk vaak worden gedaan, waaronder veel van de Additional Termination Events die in onderdeel 6.4 (*Toevoeging van Additional Termination Events*) zijn vermeld.
- Voor hedge providers geldt dat bepaalde afspraken van de kredietdocumentatie essentieel zijn voor hun positie jegens de projectvennootschap, waaronder het principe dat zij (op gelijke voet met de financiers) meedelen in de zekerheden voor de financiering. Om die reden worden vaak bepaalde Additional Termination Events toegevoegd, zoals vermeld in onderdelen 6.4.9 (*Security*) en 6.4.10 (*Pari passu ranking*).

Een groot deel van de aanvullingen en aanpassingen die in de projectfinancieringspraktijk vaak worden gedaan, kan vanuit een of meer van deze uitgangspunten worden verklaard. Soms worden voor de hand liggende aanvullingen en aanpassingen niet (geheel consistent) doorgevoerd. Hieronder volgen enkele opvallende voorbeelden.

7.3. Inconsistenties

7.3.1. *Failure to Pay*

Het komt nogal eens voor dat hedge providers moeite hebben met een langere hersteltermijn met betrekking tot wanbetaling. Soms moet worden onderhandeld over de lengte van die termijn. Een kortere termijn kan voor een projectvennootschap en de betrokken financiers wellicht aanvaardbaar zijn in situaties waarin het aantal betrokken partijen (en jurisdicties) beperkt is en onderlinge communicatie over een oplossing naar verwachting vlot zal verlopen.

7.3.2. *Breach of Agreement, Misrepresentation*

Soms blijven hedge providers vasthouden aan toepassing van Breach of Agreement of Misrepresentation als Event of Default. Onder omstandigheden zou toepassing van die Events of Default kunnen leiden tot een situatie waarin een hedge provider mag overgaan tot voortijdige beëindiging van transacties terwijl er geen sprake is van (dreigende) wanbetaling door de projectvennootschap. Over het algemeen zullen projectvennootschappen en betrokken financiers moeite hebben met dit risico.⁶³

7.3.3. *Bankruptcy Event of Default*

Soms verzetten hedge providers zich tegen vervanging van de standaard Bankruptcy Event of Default-bepaling van de ISDA Master Agreement. Door de ruime omschrijving van die bepaling hebben hedge providers de mogelijkheid om tot voortijdige beëindiging van transacties over te gaan in een breed spectrum van omstandigheden die (kunnen) duiden op (dreigende) betalingsmoeilijkheden bij een projectvennootschap. Vaak zijn de relevante omstandigheden ruimer dan die van de insolventiebepalingen van de kredietdocumentatie. Vanuit het perspectief van de projectvennootschap en de financiers is dit onwenselijk. Wat aanvaardbaar is voor de financiers, zou ook aanvaardbaar moeten zijn voor de hedge providers. Het ligt daarom meer voor de hand om bij de insolventiebepalingen uit de kredietdocumentatie aan te sluiten.

7.3.4. *Illegality*

Hedge providers blijven vaak vasthouden aan de toepassing van Illegality als Termination Event. Net als toepassing van Breach of Agreement en Misrepresentation, kan toepassing van Illegality leiden tot een situatie waarin een hedge provider mag overgaan tot voortijdige beëindiging van transacties terwijl er geen sprake is van (dreigende) wanbetaling door de projectvennootschap. Zoals in onderdeel 6.3 (*Aanpassing van standaard Termination Events*) besproken ligt het echter niet voor de hand om Illegality buiten toepassing te verklaren of de strekking van dat Termination Event te beperken.

7.3.5. *Force Majeure Event*

Zonder aanpassing van de standaardbepalingen betreffende Force Majeure Event, zou ook de niet-nakoming door een projectvennootschap van een andere verplichting (niet zijnde een betalingsverplichting) onder de overeenkomst (als gevolg van overmacht) tot voortijdige beëindiging van transacties door een hedge provider kunnen leiden. Bovendien zou geen hersteltermijn gelden voor niet-nakoming van een betalingsverplichting vanwege overmacht. Die beide elementen laten zich moeilijk verenigen met het buiten toepassing verklaren van Breach of Agreement en de invoering van een langere hersteltermijn voor Failure to Pay. Toch komt het met enige regelmaat voor dat de vereiste aanpassingen achterwege blijven.

Het vermijden van inconsistenties zoals hierboven vermeld is een belangrijk punt van aandacht bij het opstellen, beoordelen en het onderhandelen over de

63. Daarbij zij vermeld dat de standaardbepalingen betreffende Breach of Agreement voorzien in een hersteltermijn van dertig dagen, hetgeen de projectvennootschap

en betrokken financiers enige mate van comfort zou moeten bieden.

hedging documentatie in het kader van een projectfinanciering.

7.4. Risico-allocatie Additional Termination Events

Een ander punt van aandacht bij het opstellen, beoordelen en het onderhandelen over de hedging documentatie in het kader van een projectfinanciering, is de risico-allocatie ten aanzien van door hedge providers toegevoegde Additional Termination Events. In veel gevallen blijft het risico terecht voor rekening van de projectvennootschap. In dergelijke gevallen is het gepast dat de projectvennootschap de enige Affected Party is, dat de hedge provider als Determining Party wordt aangewezen en dat de omvang van close-out amounts op basis van de standaardmethode wordt vastgesteld. Er zijn echter belangrijke uitzonderingen op dit uitgangspunt, zoals in onderdeel 6.4 (*Toevoeging van Additional Termina-*

tion Events) besproken. Het komt nogal eens voor dat hedge providers en projectvennootschappen verschil van inzicht hebben over de toepasselijkheid van dergelijke uitzonderingen.

7.5. Bijdrage aan onderhandelingsproces

Over gewenste aanpassing en aanvulling van de standaardbepalingen van de ISDA Master Agreement betreffende voortijdige beëindiging van transacties zal in het kader van een projectfinanciering soms stevig moeten worden onderhandeld. Die noodzaak is vrijwel zeker aan de orde als verschil van inzicht tussen partijen bestaat, zoals in geval van bovengenoemde inconsistenties of in het kader van de risico-allocatie bij de toevoeging van Additional Termination Events. Hopelijk draagt dit artikel bij aan het vermijden van dergelijke inconsistenties en een soepel(er) verloop van het onderhandelingsproces.