

# 231. Dubbel genaaid houdt beter?

## Credit Support-bepalingen in loan-linked ISDA Master Agreements (deel 1)

MR. R.W.K. STEEG

In dit artikel gaat de auteur na in hoeverre het belang van een hedge counterparty onder een loan-linked ISDA Master Agreement zich verzet tegen het onvermeld laten van eventuele zekerheidsdocumenten als Credit Support Documents en eventuele zekerheidsverschaffers als Credit Support Providers. Over deze vraag vindt in de praktijk regelmatig discussie plaats.

### 1. Inleiding en opzet

Dit artikel wordt in twee delen gepubliceerd. Het tweede deel verschijnt in de volgende editie van dit tijdschrift.

#### 1.1 Inleiding

Een ‘loan-linked’ ISDA Master Agreement<sup>1</sup> is een op een model raamwerkovereenkomst van de International Swaps and Derivatives Association (ISDA)<sup>2</sup> gebaseerde overeenkomst die tussen twee partijen wordt aangegaan in verband met een krediet en met het oog op de afsluiting van één of meer renteswap transacties ter afdekking van variabel renterisico waaraan één van die partijen als kredietnemer is blootgesteld. ISDA Master Agreements bevatten een aanzienlijk aantal standaardbepalingen over ‘Credit Support Documents’ (contracten die voorzien in een of andere vorm van zekerheid voor de verplichtingen van een partij onder een ISDA Master Agreement) en ‘Credit Support Providers’ (partijen die een of andere vorm van zekerheid verschaffen voor de verplichtingen van een partij bij een ISDA Master Agreement). Het is gebruikelijk dat eventuele voor een krediet verstrekte zekerheden (waaronder garanties) eveneens tot zekerheid voor de verplichtingen van de kredietnemer onder een in verband met dat krediet afgesloten loan-linked ISDA Master Agreement strekken.

Overeenkomsten betreffende krediet waarvoor zekerheden worden verschaft bevatten doorgaans uitgebreide bepalingen over dergelijke zekerheden en over de partijen die zekerheid (in de vorm van garanties of zekerheid over

vermogensbestanddelen) verschaffen (hierna: ‘zekerheidsverschaffers’).<sup>3</sup> Inhoudelijk komen dergelijke bepalingen vaak in grote lijnen overeen met de standaardbepalingen van de ISDA Master Agreement over Credit Support Documents en Credit Support Providers. Naast de kredietverstrekkers kan meestal ook de wederpartij van de kredietnemer onder een loan-linked ISDA Master Agreement (vaak aangeduid als ‘hedge counterparty’) rechten ontleen aan de bepalingen uit de kredietovereenkomst over zekerheden en zekerheidsverschaffers.

Veel kredietnemers vinden het – omwille van consistentie en duidelijkheid – onwenselijk dat hedge counterparties naast hun rechten onder de relevante bepalingen van de kredietovereenkomst, een beroep zouden kunnen doen op standaardbepalingen van de ISDA Master Agreement, voor zover die standaardbepalingen onderdelen bevatten met betrekking tot Credit Support Documents en Credit Support Providers. Om die reden stellen kredietnemers meestal voor de vermelding van eventuele zekerheidsdocumenten als Credit Support Documents en eventuele zekerheidsverschaffers als Credit Support Providers in het Schedule bij een loan-linked ISDA Master Agreement achterwege te laten. Daardoor blijven de relevante onderdelen van dergelijke standaardbepalingen immers buiten toepassing.

Dat een hedge counterparty met een dergelijk voorstel zou instemmen is bepaald niet vanzelfsprekend. Voor veel hedge counterparties geldt als uitgangspunt: dubbel

1 Er zijn meerdere versies van de ISDA Master Agreement. Zie onderdeel 2.3 (*De ISDA Master Agreement*) van dit artikel. Tenzij uitdrukkelijk anders vermeld zijn verwijzingen in dit artikel naar bepalingen van de ISDA Master Agreement steeds verwijzingen naar bepalingen van de ISDA 2002 Master Agreement.

2 <https://www.isda.org>

3 Zoals bedoeld in dit artikel kan een ‘zekerheidsverschaffer’ zowel een partij zijn die persoonlijke zekerheid, bijvoorbeeld in de vorm van een garantie, verstrekt als een partij die zakelijke zekerheid, bijvoorbeeld in de vorm van een pandrecht, verstrekt. Dienovereenkomstig kunnen ‘zekerheidsdocumenten’ en ‘zekerheden’ zoals vermeld in dit artikel zowel persoonlijke zekerheid, bijvoorbeeld in de vorm van een garantievereenkomst, als zakelijke zekerheid, bijvoorbeeld in de vorm van een pandakte, betreffen.

genaaid houdt beter. Zij ontlene een zeker gevoel van comfort aan een benadering waarbij niet alleen de relevante bepalingen van een kredietovereenkomst, maar ook de voor hen bekende bepalingen over Credit Support Documents en Credit Support Providers van de ISDA Master Agreement van toepassing zijn op eventuele zekerheden en zekerheidsverschaffers. Een kredietnemer die een hedge counterparty wil overtuigen om dergelijke standaardbepalingen buiten toepassing te laten, zal met goede argumenten moeten komen. In dit artikel gaat de auteur na in hoeverre een hedge counterparty onder een loan-linked ISDA Master Agreement op basis van inhoudelijke argumenten zou kunnen meegaan in de wens van een kredietnemer om de vermelding van eventuele zekerheidsdocumenten als Credit Support Documents en eventuele zekerheidsverschaffers als Credit Support Providers achterwege te laten.

### 1.2 Indeling

Na deze inleiding volgt in onderdeel 2 van dit artikel enige achtergrondinformatie over:

- loan-linked renteswaps;
- de ISDA Master Agreement;
- ISDA Credit Support Annexes;
- kredietdocumentatie van de Loan Market Association (LMA); en
- bijzondere afspraken in het kader van loan-linked ISDA Master Agreements.

Lezers die met deze onderwerpen vertrouwd zijn, kunnen onderdeel 2 (*Achtergrond*) (met uitzondering van onderdeel 2.8 (*Bijzondere afspraken bij loan-linked ISDA Master Agreements*)) overslaan. Onderdeel 3 (*Bepalingen over Credit Support Documents en Credit Support Providers*) van dit artikel biedt een overzicht van de bepalingen van de ISDA Master Agreement met onderdelen die van toepassing zijn op Credit Support Documents of Credit Support Providers. De auteur gaat voor elk van die bepalingen na in hoeverre het belang van een hedge counterparty zich zou verzetten tegen het onvermeld laten van zekerheidsdocumenten als Credit Support Documents en zekerheidsverschaffers als Credit Support Providers en onder welke voorwaarden een hedge counterparty daarmee akkoord zou kunnen gaan. Onderdeel 4 (*Conclusie en aanbevelingen*) sluit af met een conclusie in de vorm van een antwoord op deze vraag en bevat daarnaast enkele aanbevelingen voor de praktijk.

### 1.3 Afbakening

De analyse die ten grondslag ligt aan dit artikel gaat uit van een typisch loan-linked renteswap scenario waarin:

- een kredietnemer het risico op toename van variabele rentelasten in verband met een krediet als gevolg van een stijgende toepasselijke rentevoet afdekt door middel van één of meer loan-linked renteswap transacties;
- elk van die loan-linked renteswap transacties tot stand komt als ‘Transaction’ onder één of meer door de kredietnemer met een of meer hedge counterparties afgesloten ISDA Master Agreements;

- de kredietnemer en één of meer zekerheidsverschaffers zekerheden in de vorm van garanties en/of rechten van pand- en/of hypotheek verstrekken voor hun verplichtingen onder het krediet, welke zekerheden mede tot zekerheid strekken van de verplichtingen van de kredietnemer jegens de hedge counterparties onder de ISDA Master Agreements;
- het krediet is gedocumenteerd onder een door de kredietnemer met de kredietverstrekkers en hedge counterparties afgesloten kredietovereenkomst die is gebaseerd op een standaardmodel van de LMA waarin gebruikelijke bepalingen over zekerheden en zekerheidsverschaffers staan en waarin de door de kredietnemer gesloten ISDA Master Agreements en relevante zekerheidsdocumenten onder het begrip ‘Finance Documents’ vallen;<sup>4</sup> en
- bepaalde standaard Event of Default- en Termination Event-bepalingen van de ISDA Master Agreement buiten toepassing zijn verklaard (voor de kredietnemer).<sup>5</sup>

Andere scenario’s blijven buiten beschouwing, hoewel de inhoud van dit artikel ook in dergelijke andere scenario’s relevant kan zijn.

### 1.4 Nederlandstalige begrippen

Omwille van de leesbaarheid van dit artikel gebruikt de auteur Nederlandstalige begrippen zoals ‘overeenkomst’, ‘verbintenis’, ‘levering’, ‘nakoming’, ‘ontbinding’ en ‘faillissement’ ter toelichting op de relevante bepalingen van de ISDA Master Agreement. Volledigheidshalve zij vermeld dat deze begrippen een eigen betekenis in de Nederlandse rechtsorde hebben die niet noodzakelijkerwijs precies overeenkomt met de betekenis van de oorspronkelijke Engelstalige begrippen onder Engels recht of het recht van de Staat New York (dat normaal gesproken van toepassing is op een ISDA Master Agreement).

## 2. Achtergrond

### 2.1 Loan-linked renteswap transactie

Een renteswap is een financiële transactie waarbij twee partijen (een aanbieder – meestal een bank of andere financiële instelling – en een afnemer) met elkaar afspreken om gedurende een bepaalde periode (bijvoorbeeld: zeven jaar) over en weer periodiek (bijvoorbeeld: jaarlijks) bepaalde renteverplichtingen aan elkaar te voldoen.<sup>6</sup> Vaak zijn de verplichtingen van de ene partij (de afnemer) gebaseerd op een vaste rente (bijvoorbeeld: 4% op jaarbasis) en zijn de verplichtingen van de andere partij (de aanbieder) gebaseerd op rente met een variabele component (bijvoorbeeld:

4 Het begrip ‘Finance Documents’ is hier van belang omdat de LMA kredietdocumentatie allerlei bepalingen bevat die betrekking hebben op ‘Finance Documents’, waaronder bepalingen waaruit garantieverklaringen, doorlopende verbintenissen voortvloeien en ophefingsgronden.

5 Zie onderdelen 3.4 (*Events of Default*) en 3.6 (*Termination Events*) van dit artikel.

6 Het gaat om abstracte renteverplichtingen die niet gebaseerd zijn op een onderliggende lening tussen de hedge counterparty en de kredietnemer.

12-maands EURIBOR), maar dat kan ook andersom zijn. De omvang van de over en weer te verrichten betalingen wordt vastgesteld op basis van een zogenaamd ‘nominaal bedrag’ (bijvoorbeeld: € 100 miljoen).

### Kredietnemers stellen meestal voor de vermelding van eventuele zekerheidsdocumenten als Credit Support Documents en eventuele zekerheidsverschaffers als Credit Support Providers in het Schedule bij een loan-linked ISDA Master Agreement achterwege te laten

In dit voorbeeld moet de afnemer gedurende een periode van zeven jaar jaarlijks een bedrag van 4% van € 100 miljoen (dus € 4 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 1% is, moet de aanbieder op jaarbasis een bedrag van 1% van € 100 miljoen (dus € 1 miljoen) aan de afnemer betalen.<sup>7</sup>

Betalingsverplichtingen die op dezelfde dag moeten worden voldaan, worden in beginsel gesaldeerd. In dit voorbeeld moet de afnemer een bedrag van € 3 miljoen aan de aanbieder betalen (het verschil tussen het door de afnemer verschuldigde bedrag van € 4 miljoen en het door de aanbieder verschuldigde bedrag van € 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 4% 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 een stijging van de marktrente boven 4% doordat vanaf een 12-maands EURIBOR-tarief van 4% 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.

#### 2.2 De ISDA Master Agreement

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.<sup>8</sup> De voorwaarden van dergelijke derivatentransacties worden vastgelegd in zogenaamde ‘transaction confirmations’ die geacht worden samen met de tussen beide partijen gesloten ISDA Master Agreement één enkele overeenkomst te vormen.<sup>9</sup> De ISDA Master Agreement bevat standaardafspraken over (onder meer):

- voortijdige beëindiging van uitstaande derivatentransacties;
- eventuele afwikkelingsvergoedingen die de partijen in dat verband over en weer verschuldigd zijn; en
- saldering van dergelijke afwikkelingsvergoedingen.<sup>10</sup>

De ISDA Master Agreement bevat een bijlage (het ‘Schedule’) waarin de betrokken partijen allerlei keuzes kunnen maken en aanvullende bepalingen kunnen toevoegen met het oog op het unieke karakter van hun onderlinge relatie. Op deze manier wordt elke ISDA Master Agreement op maat gemaakt om recht te doen aan dat unieke karakter.

Zoals vermeld, wordt de ISDA Master Agreement normaal gesproken beheerst door Engels recht of het recht van de Staat New York.<sup>11</sup> Behoudens enkele beperkte uitzonderingen, bevat de Nederlandse rechtsorde geen regels van dwingend recht die in de weg staan aan de afdwingbaarheid van de bepalingen van de ISDA Master Agreement met toepassing van Engels recht of het recht van de Staat New York als het gekozen recht.<sup>12</sup>

#### 2.3 Het raamwerk voor voortijdige beëindiging van derivatentransacties onder de ISDA Master Agreement

De ISDA Master Agreement bevat een zorgvuldig gebalanceerd raamwerk dat bepaalt in welke gevallen één of elk van beide partijen mag overgaan tot voortijdige beëindiging van een lopende derivatentransactie en wat de gevolgen van een dergelijke voortijdige beëindiging zijn.<sup>13</sup> Daarbij geldt als uitgangspunt dat wanneer zich een grond voor voortijdige beëindiging voordoet met betrekking tot de ene partij, de andere partij het recht heeft om over te gaan tot beëin-

<sup>7</sup> Voor meer uitleg over de werking van renteswaps zij verwezen naar een publicatie van Bond Advocaten van 12 april 2022: <https://bondadvocaten.nl/rente-hedging-wat-ondernemers-moeten-weten-over-renteswaps-en-renteswapcontracten/>

<sup>8</sup> 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. Een financiële derivatentransactie die twee betrokken partijen onder een ISDA master Agreement aangaan wordt in de ISDA Master Agreement gedefinieerd als een ‘Transaction’.

<sup>9</sup> Dit volgt uit Section 1(c) (*Single Agreement*) van de ISDA master Agreement.

<sup>10</sup> Sections 5 (*Events of default and Termination Events*) en 6 (*Early Termination; Close-Out Netting*) van de ISDA Master Agreement.

<sup>11</sup> ISDA heeft afzonderlijke versies van de ISDA Master Agreement gepubliceerd die door Frans, Iers, respectievelijk Japans recht worden beheerst. Deze versies van de ISDA Master Agreement worden nauwelijks gebruikt in de Nederlandse markt.

<sup>12</sup> Zie ook: R.W.K. Steeg, ‘Druk niet (zomaar) op de rode knop; contractuele afspraken over voortijdige beëindiging van renteswaps in projectfinanciering’, *FR* 2023/3, p. 75-94.

<sup>13</sup> Voor een uitvoerige beschrijving, zie: R.W.K. Steeg, ‘Druk niet (zomaar) op de rode knop; contractuele afspraken over voortijdige beëindiging van renteswaps in projectfinanciering’, *FR* 2023/3, p. 75-94.

diging van één of meer lopende transacties. Gronden voor voortijdige beëindiging zijn verdeeld in twee categorieën:

- min of meer verwijtbare gebeurtenissen of omstandigheden (de zogenaamde ‘Events of Default’); en
- min of meer neutrale gebeurtenissen of omstandigheden (de zogenaamde ‘Termination Events’).<sup>14</sup>

Voorbeelden van Events of Default zijn: niet-nakoming van een betalingsverplichting (*‘Failure to Pay or Deliver’*), niet-nakoming van een andere verplichting (niet zijnde een betalings- of leveringsverplichting) onder de ISDA Master Agreement (*‘Breach of Agreement’*), ontbinding, faillissement, etc. (*‘Bankruptcy’*), onjuistheid van een garantieverklaring (*‘Misrepresentation’*). Voorbeelden van Termination Events zijn: strijd met toepasselijke dwingendrechtelijke rechtsregels (*‘Illegality’*), niet-nakoming door overmacht (*‘Force Majeure Event’*), een wijziging in toepasselijke fiscale regelgeving die ongunstig uitpakt (*‘Tax Event’*).

Als de daartoe gerechtigde partij besluit één of meer lopende transacties voortijdig te beëindigen, moet hij een beëindigingsdatum meedelen aan de wederpartij.<sup>15</sup> Op grond van de relevante bepalingen van de ISDA Master Agreement eindigen de desbetreffende transacties op de beëindigingsdatum en worden de lopende en toekomstige verbintenissen in verband met elk van die transacties van rechtswege omgezet in een enkele verplichting tot betaling van een geldbedrag (het zogenaamde *‘Close-out Amount’*) door de ene partij aan de andere partij.<sup>16</sup> Het Close-Out Amount in verband met een beëindigde transactie vertegenwoordigt de als gevolg van de voortijdige beëindiging van die transactie door een betrokken partij geleden schade.<sup>17</sup> De Close-out Amounts van de beëindigde transacties worden gesaldeerd, zodat slechts één door de ene partij aan de andere partij te betalen bedrag (het zogenaamde *‘Early Termination Amount’*) overblijft.<sup>18</sup>

### Voor veel hedge counterparties geldt als uitgangspunt: dubbel genaaid houdt beter

De afdwingbaarheid van de bepalingen van de ISDA Master Agreement betreffende voortijdige beëindiging van derivatentransacties en de vaststelling en saldering van Close-out

Amounts zoals hierboven beschreven is cruciaal voor het functioneren van de internationale markten voor financiële derivaten, onder meer omdat die bepalingen banken en andere financiële instellingen in staat stellen – met het oog op de kapitaalsvereisten waaraan zij moeten voldoen – de omvang van hun blootstelling aan wederpartijen op gesaldeerde basis te berekenen.<sup>19</sup>

#### 2.4 De begrippen ‘Credit Support Documents’ en ‘Credit Support Providers’

Zoals vermeld bevat de ISDA Master Agreement een aantal standaardbepalingen met onderdelen over Credit Support Documents en Credit Support Providers die in werking treden als in het Schedule bij de ISDA Master Agreement één of meer zekerheidsdocumenten als Credit Support Documents respectievelijk één of meer zekerheidsverschaffers als Credit Support Providers worden vermeld.<sup>20</sup>

In de markten voor *over-the-counter* (OTC) financiële derivaten (waaronder renteswaps) wordt zekerheid vaak in de vorm van cash of effecten verstrekt. De cash of effecten (ook wel aangeduid als *‘collateral’*) worden daarbij door de ene partij overgedragen aan, of in de macht gebracht van, de andere partij als zekerheid voor de door die ene partij aan die andere partij verschuldigde verplichtingen.<sup>21</sup> ISDA heeft diverse modelcontracten, waaronder een aanzienlijk aantal ‘Credit Support Annexes’, ontwikkeld voor de verstrekking van collateral in de vorm van cash en effecten.<sup>22</sup> De standaardbepalingen van de ISDA Master Agreement over Credit Support Documents en Credit Support Providers zijn geschikt voor, onder meer:

- situaties waarin één of beide betrokken partijen collateral verstrekken onder een Credit Support Annex; en

19 Zie: R.W.K. Steeg, ‘Druk niet (zomaar) op de rode knop; contractuele afspraken over voortijdige beëindiging van renteswaps in projectfinanciering’, *FR 2023/3*, p. 75-94, onderdeel 4.2 (*Afdwingbaarheid*).

20 Paragrafen (f) (*Credit Support Document*) en (g) (*Credit Support Provider*) van Part 4 (*Miscellaneous*) van het Schedule bij de ISDA Master Agreement.

21 In veel gevallen gaat het om een wederzijdse regeling, op grond waarvan zowel de ene partij als de andere partij collateral verplichtingen kan hebben.

22 De meest gebruikte door Engels recht of het recht van de Staat New York beheerste Credit Support Annexes zijn: de 1994 Credit Support Annex (Security Interest – New York Law), de 1995 ISDA Credit Support Annex (Title Transfer – English Law), de 2014 ISDA Standard Credit Support Annex (Security Interest – New York Law), de 2014 ISDA Standard Credit Support Annex (Title Transfer – English Law), de 2016 ISDA Credit Support Annex For Variation Margin (VM) (Security Interest – New York Law), de 2016 ISDA Credit Support Annex For Variation Margin (VM) (Title Transfer – English Law), de 2018 Credit Support Annex For Initial Margin (IM) (Security Interest – New York Law) en de 2016 ISDA Credit Support Annex For Initial Margin (IM) (Title Transfer – English Law). Daarnaast is er een door Engels recht beheerste 1995 ISDA Credit Support Deed (Security Interest – English Law). Een belangrijk verschil tussen de door Engels recht beheerste Credit Support Annexes en de Credit Support Deed, is dat de Credit Support Annexes geacht worden deel uit te maken van het Schedule bij de ISDA Master Agreement, terwijl de Credit Support Deed als een afzonderlijk document moet worden beschouwd. Zie ook: P.C. Harding, *Mastering The ISDA Master Agreements* (1992 and 2002), Pearson Education Limited, Harlow, Verenigd Koninkrijk 2010, p. 551.

14 Section 5 (*Events of default and Termination Events*) van de ISDA Master Agreement.

15 Section 6(a) (*Right to Terminate Following Event of Default*) en paragraaf (iv) (*Right to Terminate*) van Section 6(b) (*Right to terminate Following Termination Event*) van de ISDA Master Agreement.

16 Section 6(e) (*Payments on Early Termination*) van de ISDA Master Agreement.

17 Zie de definitie van ‘Close-Out Amount’ in Section 14 (*Definitions*) van de ISDA Master Agreement.

18 Section 6(e) (*Payments on Early Termination*) van de ISDA Master Agreement.

- situaties waarin een met één van beide partijen verbonden persoon instaat voor de verplichtingen van die partij, bijvoorbeeld in de vorm van een concerngarantie.

Partijen die gebruikmaken van een Credit Support Annex voor het verstrekken van collateral, vermelden de desbetreffende Credit Support Annex normaal gesproken als Credit Support Document in het Schedule bij de ISDA Master Agreement.<sup>23</sup> Als een met één van beide partijen verbonden persoon zekerheid verstrekt voor de verplichtingen van die partij, wordt die persoon normaal gesproken als Credit Support Provider in het Schedule bij de ISDA Master Agreement vermeld. Dit is echter niet voor alle partijen vanzelfsprekend, met name niet in geval van een loan-linked ISDA Master Agreement.

### 2.5 Zekerheid voor verplichtingen van de kredietnemer

Voor de verplichtingen van een kredietnemer onder een loan-linked ISDA Master Agreement wordt meestal geen zekerheid verstrekt op basis van een Credit Support Annex. In plaats daarvan fungeren de door de kredietnemer en, indien van toepassing, zekerheidsverschaffers in het kader van het krediet verstrekte zekerheden meestal ook als zekerheid voor de verplichtingen van de kredietnemer jegens de hedge counterparty onder de loan-linked ISDA Master Agreement. Dergelijke zekerheden bestaan zelden uit cash collateral of effecten, maar worden meestal verstrekt in de vorm van:

- persoonlijke zekerheid (door zekerheidsverschaffers), bijvoorbeeld als garanties voor de verplichtingen van de kredietnemer;<sup>24</sup> en/of
- zakelijke zekerheid (door de kredietnemer zelf en/of zekerheidsverschaffers), als zekerheid op aandelen in besloten vennootschappen, bankrekeningen, handelsvorderingen, rechten van intellectuele eigendom en/of registergoederen.

Garanties en andere vormen van persoonlijke zekerheid kunnen worden verleend onder een afzonderlijke overeenkomst of volgen uit de garantiebepalingen van de kredietovereenkomst. Zakelijke zekerheden voor een krediet worden meestal in één of meer afzonderlijke aktes, zoals pand- en hypotheekaktes, gedocumenteerd.<sup>25</sup> Zowel een garantieovereenkomst (of de garantiebepalingen van een kredietovereenkomst) als pand- en hypotheekaktes kunnen in het Schedule bij de ISDA Master Agreement als Credit Support Documents worden vermeld.

23 Dit is niet nodig als het gaat om een Credit Support Annex die als 'Confirmation' in de zin van de ISDA Master Agreement moet worden beschouwd.

24 In LMA kredietdocumentatie wordt een partij die instaat voor de verplichtingen van een kredietnemer aangeduid met de term 'Guarantor'.

25 De auteur gaat gemakshalve uit van Nederlandse zakelijke zekerheden, maar het is uiteraard niet vanzelfsprekend dat zekerheid in de vorm van Nederlandse rechten van pand en/of hypotheek wordt verstrekt, zeker niet als de goederen waarover zekerheid wordt gevestigd zich buiten Nederland bevinden.

### 2.6 ISDA Credit Support Annexes versus 'klassieke' zekerheidsdocumenten

ISDA Credit Support Annexes hebben met elkaar gemeen dat ze voorzien in een systeem waarin (in beginsel):

- zowel de ene partij of, indien van toepassing, een met die ene partij verbonden persoon; als
  - de andere partij of, indien van toepassing, een met die andere partij verbonden persoon,
- met een bepaalde regelmaat collateral (in de vorm van cash of effecten) stelt als zekerheid voor zijn eigen verplichtingen of de verplichtingen van de partij waarmee hij verbonden is.<sup>26</sup>

De omvang van de (toekomstige) verplichtingen waarvoor de partijen collateral moeten stellen kan gedurende de looptijd van een transactie fluctueren. In dat geval moet gedurende de looptijd van een transactie collateral worden 'bijgestort' of worden 'teruggestort'. Op deze manier kunnen onder een ISDA Credit Support Annex dynamische betalings- en leveringsverplichtingen ontstaan. De niet-nakoming van een betalings- of leveringsverplichting onder een ISDA Credit Support Annex die in het Schedule van de ISDA Master Agreement als Credit Support Document is vermeld, leidt tot een Event of Default onder paragraaf (iii) (*Credit Support Default*) van Section 5(a) (*Events of Default*) van de Master Agreement.<sup>27</sup>

Meer 'klassieke' zekerheidsdocumenten, zoals pand- en hypotheekaktes, voorzien meestal niet in tussentijdse collateral verplichtingen. In plaats daarvan spreken de partijen vaak af dat de goederen waarop zekerheid wordt gevestigd in de macht van de zekerheidsgever blijven tot het moment waarop de zekerheidsgerechtigde tot uitwinning mag overgaan. Anders dan ISDA Credit Support Annexes voorzien klassieke zekerheidsdocumenten dus zelden in tussentijdse betalings- of leveringsverplichtingen.<sup>28</sup> Het belang van dit verschil komt verderop in dit artikel aan de orde.<sup>29</sup>

### 2.7 LMA kredietdocumentatie

Zoals vermeld bevatten kredietovereenkomsten die zijn gebaseerd op één van de modelcontracten van de LMA doorgaans uitgebreide bepalingen over zekerheden en zekerheidsverschaffers. Onder meer valt te denken aan:

- verklaringen betreffende de rechtsgeldigheid en afdwingbaarheid en/of uitwinbaarheid van verstrekte persoonlijke en zakelijke zekerheden;
- doorlopende verplichtingen om zekerheden gedurende de looptijd van een krediet in stand te houden; en

26 Een ISDA Credit Support Annex moet in beginsel als een financiële zekerheidsovereenkomst in de zin van art. 7:51 van het Burgerlijk Wetboek worden aangemerkt.

27 Zie onderdeel 3.4 (*Events of Default*) van dit artikel.

28 Betalingsverplichtingen onder kostenvergoedings- en vrijwaringsbepalingen gelden als mogelijke uitzondering, maar dergelijke verplichtingen ontstaan meestal pas in een uitwinningsscenario.

29 Zie onderdeel 3.7 (*Illegality en Force Majeure Event*) in deel 2 van dit artikel.



- garantie- en vrijwaringsbepalingen waarin één of meer met de kredietnemer verbonden partijen zich verbinden om de verplichtingen van de kredietnemer te voldoen.

Daarnaast bevatten kredietovereenkomsten een raamwerk voor vervroegde opeising van het krediet in situaties waarin een kredietnemer of een zekerheidsverschaffer niet aan zijn verplichtingen onder dergelijke (en andere) bepalingen voldoet.

## 2.8 Bijzondere afspraken bij loan-linked ISDA Master Agreements

Het is gebruikelijk dat de partijen bij een loan-linked ISDA Master Agreement met elkaar afspreken dat de vervroegde opeising (vanwege een opeisingsgrond onder de kredietovereenkomst) van het krediet in verband waarmee één of meer loan-linked swaptransacties worden afgesloten, een zelfstandige grond voor voortijdige beëindiging van die swaptransacties oplevert. Die afspraak wordt meestal aan het Schedule bij de ISDA Master Agreement toegevoegd.<sup>30</sup> Een gebeurtenis of omstandigheid die leidt tot vervroegde opeising (door de kredietverstrekkers) van het krediet, kan derhalve ook leiden tot voortijdige beëindiging (door de hedge counterparties) van de betrokken swaptransacties. Dit komt de positie van de hedge counterparties ten goede. Daarbij geldt wel als belangrijke beperking dat hedge counterparties niet tot actie kunnen overgaan voordat de kredietverstrekkers daadwerkelijk overgaan tot vervroegde opeising van het krediet. Dat is anders als er sprake is van een zelfstandige grond voor voortijdige beëindiging onder de ISDA Master Agreement. Verderop in dit artikel komt aan de orde dat dergelijke zelfstandige gronden voor voortijdige beëindiging onder loan-linked ISDA Master Agreements vaak buiten toepassing worden verklaard of worden beperkt.<sup>31</sup>

Vanwege:

- de aanwezigheid van een raamwerk voor vervroegde opeisbaarheid van de vorderingen onder de kredietovereenkomst; en
- de mogelijkheid tot voortijdige beëindiging van loan-linked swaptransacties in geval van vervroegde opeising van het krediet,

stellen kredietnemers zich regelmatig op het standpunt dat allerlei standaardbepalingen van de ISDA Master Agreement buiten toepassing moeten blijven, waaronder bepalingen waarvan onderdelen betrekking hebben op Credit Support Documents en Credit Support Providers. Zoals vermeld wordt dat laatste bereikt door op de daartoe aangewezen plaats in het Schedule bij de ISDA Master Agreement de vermelding van eventuele zekerheidsdocumenten als Credit Support Doc-

uments en eventuele zekerheidsverschaffers als Credit Support Providers achterwege te laten.

Veel gehoorde argumenten voor dit standpunt zijn (i) een behoefte aan consistentie en (ii) het voorkomen van verwarring. Wat betreft de behoefte aan consistentie: als diverse standaardbepalingen van de ISDA Master Agreement die mede betrekking hebben op Credit Support Documents en/of Credit Support Providers buiten toepassing worden verklaard, zou het niet voor de hand liggen om eventuele zekerheidsdocumenten wel als Credit Support Documents en eventuele zekerheidsverschaffers wel als Credit Support Providers in het Schedule bij de ISDA Master Agreement te vermelden.

**Een kredietnemer die een hedge counterparty wil overtuigen om dergelijke standaardbepalingen buiten toepassing te laten, zal met goede argumenten moeten komen**

Dit is echter slechts een deel van het verhaal. Er zijn immers ook andere standaardbepalingen die mede betrekking hebben op Credit Support Documents of Credit Support Providers die vrijwel nimmer buiten toepassing worden verklaard. De vraag is welke impact het onvermeld laten van eventuele zekerheidsdocumenten als Credit Support Documents en eventuele zekerheidsverschaffers als Credit Support Providers op dergelijke andere standaardbepalingen heeft en wat de gevolgen zijn voor de positie van een betrokken hedge counterparty. Wat betreft het voorkomen van verwarring: gezien de inhoudelijke *overeenkomsten* maar tekstuele en juridisch-technische *verschillen*<sup>32</sup> tussen standaardbepalingen van de ISDA Master Agreement die betrekking hebben op Credit Support Documents en/of Credit Support Providers enerzijds en gebruikelijke bepalingen van LMA kredietdocumentatie over zekerheden en zekerheidsverschaffers anderzijds, zou het nodig zijn om de vermelding van eventuele zekerheidsdocumenten als Credit Support Documents en eventuele zekerheidsverschaffers als Credit Support Providers in het Schedule bij de ISDA Master Agreement achterwege te laten. Ook dit argument overtuigt slechts ten dele. De ISDA Master Agreement bevat immers ook standaardbepalingen die mede betrekking hebben op Credit Support Documents en/of Credit Support Providers die niet inhoudelijk corresponderen met gebruikelijke bepalingen in LMA kredietdocumentatie. De vermelding van eventuele zekerheidsdocumenten als Credit Support Documents en eventuele zekerheidsverschaffers als Credit Support Providers in het Schedule bij de ISDA

<sup>30</sup> Meestal in de vorm van een Additional Termination Event, dat wordt toegevoegd aan Part 1(g) (*Additional Termination Event*) van het Schedule bij de ISDA Master Agreement.

<sup>31</sup> Zie onder meer onderdelen 3.2 (*Representations*), 3.3 (*Agreements*), 3.4 (*Events of Default*), 3.5 (*Failure to Pay or Deliver en Bankruptcy*), 3.6 (*Termination Events*), 3.7 (*Illegality en Force Majeure*) en 3.8 (*Credit Event Upon Merger*) van dit artikel.

<sup>32</sup> Een voorbeeld: bij transacties in de Nederlandse markt worden de bepalingen van LMA kredietdocumentatie over zekerheden en zekerheidsverschaffers vaak door Nederlands recht beheerst, terwijl de standaardbepalingen van de ISDA Master Agreement die betrekking hebben op Credit Support Documents en/of Credit Support Providers door Engels recht worden beheerst.

Master Agreement geheel achterwege laten zou dus weleens het doel voorbij kunnen schieten.

In het volgende onderdeel gaat de auteur voor elk van de relevante bepalingen van de ISDA Master Agreement na welke impact het onvermeld laten van eventuele zekerheidsdocumenten als Credit Support Documents en eventuele zekerheidsverschaffers als Credit Support Providers zou hebben op de positie van een hedge counterparty.

### 3. Bepalingen over Credit Support Documents en Credit Support Providers

#### 3.1 Indeling van relevante standaardbepalingen

Standaardbepalingen van de ISDA Master Agreement waarvan onderdelen betrekking hebben op Credit Support Documents en/of Credit Support Providers, kunnen als volgt worden ingedeeld:

- *representations*;
- *agreements*;<sup>33</sup>
- *Events of Default*;
- *Termination Events*; en
- overige bepalingen.

Deze indeling wordt in de volgende onderdelen aangehouden.

#### 3.2 Representations

Section 3 (*Representations*) van de ISDA Master Agreement bevat zes representation-bepalingen die mede van toepassing zijn op Credit Support Documents, waarvan één die tevens van toepassing is op Credit Support Providers:

- **Powers** – paragraaf (ii) (*Powers*) van Section 3(a) (*Basic Representations*), waarin elk van beide partijen aan de wederpartij verklaart dat hij bevoegd is om, onder meer, zijn verplichtingen onder de ISDA Master Agreement en, voor zover van toepassing, de Credit Support Documents na te komen;
- **No Violation or Conflict** – paragraaf (iii) (*No Violation or Conflict*) van Section 3(a) (*Basic Representations*), waarin elk van beide partijen aan de wederpartij verklaart dat er geen toepasselijke regelgeving, statutaire of soortgelijke bepaling, vonnis of andere uitspraak of beschikking van een rechtbank of ander overheidsorgaan is die in de weg zou staan aan de nakoming van zijn verplichtingen onder de ISDA Master Agreement en, voor zover van toepassing, een Credit Support Document;
- **Consents** – paragraaf (iv) (*Consents*) van Section 3(a) (*Basic Representations*), waarin elk van beide partijen

aan de wederpartij verklaart dat hij alle toestemmingen van overheidswege of anderszins heeft verkregen die nodig zijn in verband met de ISDA Master Agreement en, voor zover van toepassing, de Credit Support Documents;

- **Obligations Binding** – paragraaf (v) (*Obligations Binding*) van Section 3(a) (*Basic Representations*), waarin elk van beide partijen aan de wederpartij verklaart dat zijn verplichtingen onder de ISDA Master Agreement en, voor zover van toepassing, de Credit Support Documents rechtsgeldig en afdwingbaar zijn;
- **Absence of Certain Events** – Section 3(b) (*Absence of Certain Events*), waarin elk van beide partijen aan de wederpartij verklaart dat zich geen Event of Default of, voor zover hem bekend, Termination Event met betrekking tot hemzelf heeft voorgedaan of zich als gevolg van het aangaan van, of de nakoming van zijn verplichtingen onder, de ISDA Master Agreement of, indien van toepassing, een Credit Support Document zou voordoen; en
- **Absence of Litigation** – Section 3(c) (*Absence of Litigation*), waarin elk van beide partijen aan de wederpartij verklaart dat noch tegen hemzelf noch, indien van toepassing, tegen een met hem verbonden Credit Support Provider een procedure is aangespannen of, voor zover hem bekend, met een procedure wordt bedreigd die waarschijnlijk afbreuk zal doen aan de rechtsgeldigheid, de afdwingbaarheid of de nakoming van zijn verplichtingen onder de ISDA Master Agreement of, indien van toepassing, een Credit Support Document.

Elk van deze verklaringen wordt gedaan op de dag waarop de ISDA Master Agreement tot stand komt en bovendien herhaald op elke dag waarop een Confirmation tot stand komt.<sup>34</sup> Indien blijkt dat één van de door een betrokken partij gedane verklaringen onjuist of in overwegende mate misleidend is, leidt dat normaal gesproken tot een grond voor voortijdige beëindiging van transacties onder paragraaf (iv) (*Misrepresentation*) van Section 5(a) (*Events of Default*) van de ISDA Master Agreement.

Echter, in loan-linked ISDA Master Agreements wordt paragraaf (iv) (*Misrepresentation*) van Section 5(a) (*Events of Default*) regelmatig buiten toepassing verklaard.<sup>35</sup> De achterliggende gedachte is driedelig:

- De kredietnemer en eventuele zekerheidsverschaffers doen in de kredietovereenkomst allerlei verklaringen die inhoudelijk grotendeels overeenkomen met de ver-

<sup>33</sup> Dit zijn bepalingen die voorzien in bepaalde doorlopende verbintenissen. Zie ook onderdeel 3.3 (*Agreements*) van dit artikel.

<sup>34</sup> Aanhef van Section 3 (*Representations*) van de ISDA Master Agreement.

<sup>35</sup> Meestal gaat het om een eenzijdige benadering, waarin de desbetreffende bepaling buiten toepassing wordt verklaard voor zover het een gebeurtenis of omstandigheid betreft die de kredietnemer zou raken. De bepaling blijft dus van toepassing op gebeurtenissen en omstandigheden die de hedge counterparty raken. Dit geldt ook voor andere gevallen waarin een Event of Default of Termination Event in een loan-linked ISDA Master Agreement buiten toepassing wordt verklaard, zoals verderop in dit artikel enkele keren aan de orde komt.

klaringen die de kredietnemer in de ISDA Master Agreement doet.<sup>36</sup>

- De bepalingen van de kredietovereenkomst bieden voldoende bescherming aan de hedge counterparties in situaties waarin een door de kredietnemer of een zekerheidsverschaffer afgegeven verklaring onjuist of in overwegende mate misleidend blijkt te zijn. Op grond van die bepalingen kan de onjuistheid of de misleidende aard van een in de ‘Finance Documents’ (waartoe normaal gesproken ook de ISDA Master Agreement en de zekerheidsdocumenten behoren) gedane verklaring immers tot vervroegde opeising van het krediet en, vervolgens, tot voortijdige beëindiging van een loan-linked swap leiden.
- Het primaat ligt bij de kredietverstrekkers. Pas als zij de onjuistheid of het misleidende karakter van een door de kredietnemer of een zekerheidsverschaffer gedane verklaring voldoende ernstig vinden om over te gaan tot vervroegde opeising van het krediet, moet een hedge counterparty kunnen overgaan tot voortijdige beëindiging van een loan-linked swap. Zowel voor kredietverstrekkers als voor kredietnemers is het doorgaans onwenselijk dat een hedge counterparty zelfstandig zou kunnen overgaan tot voortijdige beëindiging van een loan-linked renteswap in een situatie die de betrokken kredietverstrekkers onvoldoende ernstig vinden om over te gaan tot vervroegde opeising van het krediet.

Tussenconclusie:

Louter met het oog op de toepassing van Section 3 (*Representations*) van een loan-linked ISDA Master Agreement en aangenomen dat de betrokken partijen paragraaf (iv) (*Misrepresentation*) van Section 5(a) (*Events of Default*) van de ISDA Master Agreement buiten toepassing hebben verklaard, verzetten de belangen van de betrokken hedge counterparties zich over het algemeen niet tegen het onvermeld blijven van eventuele zekerheidsdocumenten als Credit Support Documents en/of eventuele zekerheidsverschaffers als Credit Support Providers.

<sup>36</sup> Net als de ISDA Master Agreement, bevat de LMA kredietdocumentatie door de kredietnemer, en met de kredietnemer verbonden partijen die voor de verplichtingen van de kredietnemer instaan, afgegeven verklaringen over (voor zover van belang voor dit artikel): (i) de bevoegdheid van de kredietnemer en de met de kredietnemer verbonden partijen die instaan voor de verplichtingen onder de kredietovereenkomst, om de kredietovereenkomst en de andere ‘Finance Documents’ (waaronder de relevante ISDA Master Agreements en zekerheidsdocumenten) aan te gaan en hun verplichtingen daaronder na te komen (*Power and authority*), (ii) de afwezigheid van strijd met toepasselijke regelgeving of een contractuele verplichting jegens een derde (*Non-conflict with other obligations*), (iii) toestemmingen van overheidswege en anderszins (*Validity and admissibility in evidence*), (iv) de afdwingbaarheid van de verplichtingen onder de kredietovereenkomst en de andere ‘Finance Documents’ (*Binding obligations*), (v) de afwezigheid van een opeisingsgrond (*No default*) en (vi) de afwezigheid van gerechtelijke procedures (*No proceedings*).

### 3.3 Agreements

Section 4 (*Agreements*) van de ISDA Master Agreement bevat drie bepalingen met doorlopende verbintenissen ten aanzien van Credit Support Documents, waarvan er één tevens van toepassing is op Credit Support Providers:

- **Furnish Specified Information** – paragraaf (iii) van Section 4(a) (*Furnish Specified Information*), waarin elk van beide partijen zich jegens de wederpartij verbindt om, volgend op een redelijk verzoek van de wederpartij, aan de wederpartij formulieren of andere documenten te verstrekken die de wederpartij of, indien van toepassing, een met die wederpartij verbonden Credit Support Provider nodig heeft om een door hem of, indien van toepassing, die Credit Support Provider onder de ISDA Master Agreement of, indien van toepassing, een Credit Support Document verschuldigde betaling te verrichten;
- **Maintain Authorisations** – Section 4(b) (*Maintain Authorisations*), waarin elk van de betrokken partijen zich jegens de wederpartij verbindt om zich alle redelijke moeite te getroosten om alle toestemmingen van overheidswege of anderszins die nodig zijn in verband met de ISDA Master Agreement en, indien van toepassing, een Credit Support Document, te behouden en, waar nodig, te verkrijgen; en
- **Comply With Laws** – Section 4(c) (*Comply With Laws*), waarin elk van de betrokken partijen zich jegens de wederpartij verbindt om zich te houden aan alle toepasselijke regelgeving en beschikkingen voor zover een inbreuk op dergelijke regelgeving of beschikkingen afbreuk zou kunnen doen aan de nakoming van zijn verplichtingen onder de ISDA Master Agreement of, indien van toepassing, de geldigheid van een Credit Support Document.

Elk van de hierboven vermelde op een partij bij de ISDA Master Agreement rustende verbintenissen geldt zolang die partij verplichtingen heeft of kan hebben onder de ISDA Master Agreement of, indien van toepassing, een Credit Support Document.

**De ISDA Master Agreement bevat een zorgvuldig gebalanceerd raamwerk dat bepaalt in welke gevallen één of elk van beide partijen mag overgaan tot voortijdige beëindiging van een lopende derivatentransactie en wat de gevolgen van een dergelijke voortijdige beëindiging zijn**

Een situatie waarin een betrokken partij binnen 30 dagen nadat hij in kennis is gesteld van een niet-nakoming met betrekking tot één van deze verbintenissen, er niet in slaagt die verbintenis alsnog na te komen, leidt normaal gesproken tot een grond voor voortijdige beëindiging van transacties onder onderdeel (I) van paragraaf (ii) (*Breach of Agree-*



ment; *Repudiation of Agreement*) van Section 5(a) (*Events of Default*) van de ISDA Master Agreement.

In loan-linked ISDA Master Agreements wordt onderdeel (I) van paragraaf (ii) (*Breach of Agreement; Repudiation of Agreement*) van Section 5(a) (*Events of Default*) van de ISDA Master Agreement echter regelmatig buiten toepassing verklaard. De achterliggende gedachte is opnieuw driedelig:

- De kredietovereenkomst voorziet in een groot aantal doorlopende verbintenissen die inhoudelijk grotendeels overeenkomen met de doorlopende verbintenissen die een kredietnemer onder Section 4 (*Agreements*) van de ISDA Master Agreement op zich neemt.<sup>37</sup>
- Het raamwerk van de kredietovereenkomst biedt de hedge providers voldoende bescherming in geval van niet-nakoming van dergelijke verbintenissen.
- Het primaat behoort bij de kredietverstrekkers te liggen; voortijdige beëindiging van een swap transactie door een hedge counterparty kan in beginsel alleen aan de orde zijn na vervroegde opeising van het krediet.

Tussenconclusie:

Louter met het oog op de toepassing van Section 4 (*Agreements*) van een loan-linked ISDA Master Agreement en aangenomen dat onderdeel (I) van paragraaf (ii) (*Breach of Agreement; Repudiation of Agreement*) van Section 5(a) (*Events of Default*) van de ISDA Master Agreement buiten toepassing wordt verklaard, verzetten de belangen van de betrokken hedge counterparties zich over het algemeen niet tegen het onvermeld blijven van eventuele zekerheidsdocumenten als Credit Support Documents en/of eventuele zekerheidsverschaffers als Credit Support Providers.

### 3.4 Events of Default

Section 5(a) (*Events of Default*) van de ISDA Master Agreement bevat in totaal acht Event of Default-bepalingen waarvan er vier (mede) van toepassing zijn op Credit Support Providers en twee mede betrekking hebben op zowel Credit Support providers als Credit Support Documents:<sup>38</sup>

37 Net als de ISDA Master Agreement bevat de LMA kredietdocumentatie bepalingen waaruit doorlopende verplichtingen voortvloeien voor de kredietnemer en met de kredietnemer verbonden partijen die voor de verplichtingen van de kredietnemer instaan over (voor zover van belang voor dit artikel): (i) het verstrekken van door de wederpartij benodigde informatie (*Information undertakings*), (ii) de handhaving van alle benodigde toestemmingen van overheidswege of anderszins (*Authorisations*) en (iii) de naleving van toepasselijke regelgeving (*Compliance with laws*).

38 Hoewel de tekst van de aanhef van Section 5(a) (*Events of Default*) van de ISDA Master Agreement in eerste instantie zou kunnen doen vermoeden dat elk van alle acht Event of Default-bepalingen mede betrekking zou kunnen hebben op Credit Support Providers, lijkt de juiste interpretatie toch dat een Event of Default-bepaling alleen betrekking kan hebben op een Credit Support Provider als dat expliciet in de desbetreffende Event of Default-bepaling is vermeld. Met name de woorden 'if applicable' in combinatie met 'any Credit Support Provider' zoals in de aanhef van Section 5(a) (*Events of Default*) van de ISDA Master Agreement gebruikt, ondersteunt deze interpretatie. Ook Harding lijkt daarvan uit te gaan. Zie: P.C. Harding, *Mastering The ISDA Master Agreements* (1992 and 2002), Pearson Education Limited, Harlow, Verenigd Koninkrijk 2010, p. 201.

- **Credit Support Default** – Paragraaf (iii) (*Credit Support Default*) van Section 5(a) (*Events of Default*) voorziet in een grond voor voortijdige beëindiging door de ene partij als zich met betrekking tot de andere partij een situatie voordoet waarin:

- die andere partij of een met die andere partij verbonden Credit Support Provider er niet in slaagt tijdig een op hem rustende verbintenis onder een Credit Support Document na te komen;
- een Credit Support Document of een door die andere partij of door een met die andere partij verbonden Credit Support Provider verstrekte zekerheid tenietgaat of anderszins wordt aangeast voordat alle verplichtingen van die andere partij in verband met een transactie waarmee dat Credit Support Document verband houdt zijn voldaan; of
- die andere partij of een met die andere partij verbonden Credit Support Provider een Credit Support Document (deels) nietig verklaart of probeert te vernietigen of anderszins probeert aan te tasten.

- **Misrepresentation** – Paragraaf (iv) (*Misrepresentation*) van Section 5(a) (*Events of Default*) voorziet in een grond voor voortijdige beëindiging door de ene partij als zich met betrekking tot de andere partij een situatie voordoet waarin een door die andere partij of, indien van toepassing, een met die andere partij verbonden Credit Support Provider gedane verklaring onjuist of in overwegende mate misleidend blijkt te zijn.

- **Default Under Specified Transaction** – Paragraaf (v) (*Default Under Specified Transaction*) van Section 5(a) (*Events of Default*) voorziet in een grond voor voortijdige beëindiging door de ene partij als zich met betrekking tot de andere partij een situatie voordoet waarin die andere partij of, indien van toepassing, een met die andere partij verbonden Credit Support Provider:

- er niet in slaagt tijdig een op hem rustende verbintenis in verband met een Specified Transaction<sup>39</sup> na te komen waardoor de verbintenissen onder die Specified Transaction vervroegd worden beëindigd of vervroegd worden opgeëist;
- er niet in slaagt op de uiterste betaaldatum tijdig een op hem rustende verbintenis tot betaling van een geldsom in verband met een Specified Transaction na te komen;
- er niet in slaagt een op hem rustende verbintenis tot het verrichten van een levering in verband met een Specified Transaction na te komen waardoor alle verbintenissen of transacties onder de toepasselijke contractdocumentatie vervroegd worden beëindigd of opgeëist; of

39 Een 'Specified Transaction' is, kort gezegd, een financiële derivatentransactie tussen (i) de ene partij of, indien van toepassing, een met die ene partij verbonden Credit Support Provider en (ii) de andere partij of, indien van toepassing, een met die andere partij verbonden Credit Support Provider, die niet een 'Transaction' is onder de tussen beide partijen gesloten ISDA Master Agreement.

- de rechtsgeldigheid van een Specified Transaction of een zekerheidsarrangement met betrekking tot een Specified Transaction betwist of die Specified Transaction of dat zekerheidsarrangement (deels) nietig verklaart of probeert te vernietigen of anderszins probeert aan te tasten.
- **Cross-Default** – Paragraaf (vi) (*Cross-Default*) van Section 5(a) (*Events of Default*) voorziet in een grond voor voortijdige beëindiging door de ene partij als zich met betrekking tot de andere partij een situatie voordoet waarin die andere partij of, indien van toepassing, een met die andere partij verbonden Credit Support Provider er niet in slaagt:
  - een op hem rustende verbintenis onder een overeenkomst of ander rechtsinstrument met betrekking tot Specified Indebtedness<sup>40</sup> na te komen waarbij die Specified Indebtedness vervroegd wordt opgeëist of vervroegd opeisbaar kan worden verklaard; of
  - een op hem rustende betalingsverplichting onder een dergelijke overeenkomst of een dergelijk rechtsinstrument tijdig na te komen.
- **Bankruptcy** – Paragraaf (vii) (*Bankruptcy*) van Section 5(a) (*Events of Default*) voorziet in een grond voor voortijdige beëindiging door de ene partij als zich met betrekking tot de andere partij een situatie voordoet waarin die andere partij of, indien van toepassing, een met die andere partij verbonden Credit Support Provider wordt ontbonden, insolvent wordt, failliet wordt verklaard, etc.
- **Merger Without Assumption** – Paragraaf (viii) (*Merger Without Assumption*) van Section 5(a) (*Events of Default*) voorziet in een grond voor voortijdige beëindiging door de ene partij als zich met betrekking tot de andere partij een situatie voordoet waarin:
  - die andere partij of, indien van toepassing, een met die andere partij verbonden Credit Support Provider fuseert, al zijn vermogensbestanddelen vervreemdt of een andere vennootschappelijke reorganisatie uitvoert, waarbij (de rechtsopvolger van) die andere partij of, indien van toepas-

- die Credit Support Provider niet (langer) voor alle oorspronkelijk op hem rustende verplichtingen onder de ISDA Master Agreement of een Credit Support Document instaat; of
- dergelijke verplichtingen (deels) niet meer gedekt zijn door onder een Credit Support Document verstrekte zekerheid.

Zoals eerder vermeld, worden in loan-linked ISDA Master Agreements onderdeel (I) van paragraaf (ii) (*Breach of Agreement; Repudiation of Agreement*) en paragraaf (iv) (*Misrepresentation*) van Section 5(a) (*Events of Default*) van de ISDA Master Agreement regelmatig buiten toepassing verklaard. Daartoe blijft het echter zelden beperkt. Met uitzondering van paragrafen (i) (*Failure to Pay or Deliver*) en (vii) (*Bankruptcy*) van Section 5(a) (*Events of Default*) van de ISDA Master Agreement worden in geval van een loan-linked ISDA Master Agreement meestal alle Event of Default-bepalingen buiten toepassing verklaard.<sup>41</sup> Wederom is de achterliggende gedachte dat de bepalingen van de kredietovereenkomst de hedge providers voldoende bescherming bieden en dat het primaat bij de kredietverstrekkers moet liggen.

Tussenconclusie:

Als een Event of Default-bepaling van de ISDA Master Agreement buiten toepassing wordt verklaard, zou men over het algemeen verwachten dat de belangen van de betrokken hedge counterparties enkel met het oog op de toepassing van de desbetreffende Event of Default-zich niet verzetten tegen het onvermeld laten van eventuele zekerheidsdocumenten als Credit Support Documents en/of eventuele zekerheidsverschaffers als Credit Support Providers.

*Dit artikel is afgesloten op 28 augustus 2023.*

Over de auteur

**Mr. R.W.K. (Robert) Steeg**

Advocaat te Amsterdam bij Bond Advocaten.

<sup>40</sup> 'Specified Indebtedness' zijn verplichtingen ten aanzien van geleend geld. Zie de definitie van 'Financial Indebtedness' in Section 14 (*Definitions*) van de ISDA Master Agreement.

<sup>41</sup> Zie voetnoot 35.