

**KONSULTASJONSRAPPORT:
FALLBACKLØSNINGER OG TERMIN- OG
SPREADJUSTERING MELLOM NIBOR OG
NOWA VED ET EVENTUELT BORTFALL AV
NIBOR**

ARBEIDSGRUPPE FOR ALTERNATIVE
REFERANSERENTER I NORSKE KRONER

SEPTEMBER 2020

Innhold

1. Introduksjon	3
2. Bakgrunn	3
3. Rettslig utgangspunkt.....	4
4. Arbeidsgruppens vurderinger og forslag til triggerhendelser	5
5. Arbeidsgruppen vurderinger og forslag til spread- og terminjusteringer ved bortfall av Nibor .	8
5.1 Problemstilling.....	8
5.2 Hvordan erstatte Nibor med Nowa?	8
5.3 Hvordan beregne erstatningsrente for Nibor basert på kapitalisert Nowa	8
5.4 Hvilke rentedager skal brukes i beregningen	9
5.5 Beregning av spreadjusteringen mellom Nibor og Nowa	10
5.6 Mangel på historikk ved beregning av spreadjustering.....	12
5.7 Terminjustering for Nowa	13
5.8 Dagkonvensjon for erstatningsrenten	14
6. Arbeidsgruppens forslag til fallback-klausul	14
7. Oppsummering av spørsmålene	16
Vedlegg A: Bruk av Nibor i Norge	17
A.1 Kredittavtaler, herunder i SMB-/forbrukerforhold.....	17
A.2. Innskudd	19
A.3. Obligasjonsmarkedet	19
A.4. Derivater / finansielle instrumenter	21
Vedlegg B: Noen internasjonale utviklingstrekk	23
B.1. ISDA.....	23
B.2. Alternative Reference Rates Committee (ARRC)	24
B.3. The Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates (RFR WG).....	24
B.4. Loan Market Association (LMA).....	25
B.5. Svenska Bankföreningen / Svenska Fondhandlareföreningen	26
B. 6. The European Central Bank (ECB).....	26
Vedlegg C: Regelverket for Nibor	26

1. Introduksjon

Arbeidsgruppen for alternative referanserenter i norske kroner (heretter omtalt som ARR-gruppen) ble opprettet i starten av 2018. I september 2019 anbefalte ARR-gruppen en reformert versjon av overnattenrenten Nowa (Norwegian Overnight Weighted Average) som alternativ referanserente i norske kroner.¹

Siden da har arbeidet konsentrert seg om hvordan Nowa kan tas i bruk som referanserente. Denne konsultasjonsrapporten er en del av dette arbeidet og omhandler fallbackløsninger for kontrakter med Nibor (Norwegian Interbank Offered Rate) som referanserente.

Arbeidsgruppen søker å innhente synspunkter fra markedsaktører. Tilbakemeldinger og innspill sendes til ARR@norges-bank.no innen **2. november 2020**.

2. Bakgrunn

Den mest brukte referanserenten for kontrakter denominert i norske kroner er Nibor. I september 2019 anbefalte ARR-gruppen en reformert versjon av Nowa som alternativ referanserente i norske kroner.

I etterkant av dette har det blitt opprettet to undergrupper som ser på hvordan Nowa kan tas i bruk som referanserente. En gruppe arbeider med markedskonvensjoner og fallbackløsninger og en annen gruppe jobber med et derivatmarked med Nowa som referanserente. I juni 2020 ble det publisert to konsultasjonsrapporter om henholdsvis «markedskonvensjoner for finansielle kontrakter for bruk av Nowa» og «utredning av et OIS-marked i norske kroner».²

Nibor skal reflektere rentenivået som en bank krever for usikret kreditt til en annen bank og publiseres for fem ulike løpetider, fra én uke til seks måneder. Den alternative referanserenten Nowa har løpetid én dag. Dette betyr at Nibor inneholder elementer som Nowa ikke er påvirket av, særlig kreditt- og likviditetsrisiko, løpetidspremier og forventinger om fremtidig renteutvikling. Nowa anses som nær risikofri, og har fulgt Norges Bank foliorente («signalrenten») tett. Dersom Nowa skal kunne benyttes som erstatning («fallback») ved bortfall av Nibor i finansielle kontrakter vil det derfor være et behov for å utarbeide løsninger for hvordan forskjellene mellom Nibor og Nowa skal håndteres.

Denne konsultasjonsrapporten drøfter hvordan forskjellen i løpetid mellom de to rentene skal håndteres (terminjustering), ulike metoder for å beregne differansen mellom Nibor og Nowa (spreadjustering) og hva som bør utløse en overgang fra Nibor til Nowa (triggere). Rapporten bygger på anbefalingene i konsultasjonsrapporten om markedskonvensjoner samt markedsaktørenes tilbakemeldinger på den rapporten.

Målsetningen for arbeidet med fallbackløsninger er som følger:

- så langt det er mulig søke å anbefale løsninger som minimerer verdioverføring i tilfelle skifte av referanserente fra Nibor til Nowa.
- så langt det er mulig søke å anbefale fallbackløsninger som gir forutsigbarhet og minimerer konflikt i tilfelle skifte av referanserente fra Nibor til Nowa.

¹ Se [Rapport med anbefaling av alternativ referanserente i norske kroner](#) fra september 2019.

² Se [Markedskonvensjoner for finansielle produkter med Nowa som referanse](#) og [Utredning av et OIS-marked i norske kroner](#) fra juni 2020

- så langt det er mulig søke å anbefale samme prinsipper for fallbackløsninger som andre valutaers fallbackløsninger.

Denne konsultasjonsrapporten gir markedsaktører muligheten til å komme med sine synspunkter på anbefalingene til fallbackløsninger. ISDA (International Swaps and Derivatives Association) skal også konsulteres i forhold til fallbackløsninger for derivater i norske kroner.

Konsultasjonsrapporten om «markedskonvensjoner for finansielle kontrakter for bruk av Nowa», denne konsultasjonsrapporten samt markedsaktørene tilbakemeldinger vil danne grunnlaget for en offentlig rapport med anbefalinger til fallbackløsninger for kontrakter med Nibor som referanse og markedskonvensjoner for ulike finansielle produkter med Nowa som referanse, i slutten av 2020.

3. Rettslig utgangspunkt

Endringer i referanserenteloven trådte i kraft 20. desember 2019. Loven endret tittel til referanseverdiloven og gjorde EUs referanseverdiforordning (2016/1011)³ til del av norsk rett.

I henhold til forordningens artikkel 28(2), skal enheter under tilsyn, bortsett fra en administrator av referanseverdier, som bruker en referanseverdi, utarbeide og vedlikeholde solide skriftlige planer som beskriver de tiltakene de vil treffe dersom en referanseverdi blir vesentlig endret eller opphører. Dersom det er mulig og hensiktsmessig, skal slike planer angi en eller flere alternative referanseverdier som kan brukes som referanse i stedet for referanseverdiene som ikke lenger leveres, og forklare hvorfor disse referanseverdiene vil være egnede alternativer. En enhet under tilsyn skal på anmodning framlegge disse planene og eventuelle ajourføringer for den kompetente myndigheten, og de skal gjenspeiles i kontraktsforholdet til kunder.

Bruk av en referanseverdi er i forordningens artikkel 3(7) definert som følgende;

- a) utstedelse av et finansielt instrument som viser til en indeks eller en kombinasjon av indekser,
- b) fastsettelse av beløp som skal betales i henhold til et finansielt instrument eller en finansiell kontrakt ved å vise til en indeks eller en kombinasjon av indekser,
- c) deltakelse i en finansiell kontrakt som viser til en indeks eller en kombinasjon av indekser,
- d) levering av en lånerente som definert i artikkel 3 bokstav j) i direktiv 2008/48/EF (forbrukerkredittdirektivet), beregnet som en margin eller et påslag i forhold til en indeks eller en kombinasjon av indekser, og som bare brukes som referanse i en finansiell kontrakt som kredittgiveren er part i,
- e) måling av et investeringsfonds resultater ved hjelp av en indeks eller en kombinasjon av indekser med sikte på å følge avkastningen til indeksen eller kombinasjonen av indekser, avgrense eiendelsfordelingen i en portefølje eller beregne resultatavhengige gebyrer.

«Finansiell kontrakt» er i forordningen definert som kredittavtaler som igjen er definert i artikkel 3 bokstav c) i direktiv 2008/48/EF (forbrukerkredittdirektivet) og artikkel 4 nr. 3 i direktiv 2014/17/EU (boliglånsdirektivet). Forordningen får således ikke anvendelse for kredittavtaler som ikke inngås med forbrukere, som i forordningen er definert som «enhver fysisk person som i forbindelse med finansielle kontrakter som omfattes av denne forordning, opptrer med et formål som ligger utenfor vedkommedes forretnings- eller yrkesvirksomhet».

«Finansielt instrument» er i forordningen definert som et instrument oppført i avsnitt C i vedlegg I til direktiv 2014/65/EU («MiFID II»), herunder omsettelige verdipapirer som aksjer og obligasjoner, pengemarkedsinstrumenter, verdipapirfondsandeler og derivater, som er søkt opptatt til handel på

³ [Europaparlaments- og rådsforordning 2016/2011 av 8. Juni 2016.](#)

en handelsplass som definert i artikkel 4 nr. 1 punkt 24 i MiFID II, eller som handles på en handelsplass som definert i artikkel 4 nr. 1 punkt 24 i MiFID II eller gjennom en systematisk internaliserer som definert i artikkel 4 nr. 1 punkt 20 i nevnte direktiv.

EU-kommisjonen fremmet den 24. juli 2020 et forslag om å endre referanseverdiforordningen.⁴ Målet med forslaget er å forhindre forstyrrelser i økonomien og negative effekter på finansiell stabilitet i EU forårsaket av at en mye brukt referanseverdi, herunder en mye brukt referanserente, fases ut. Dette kan skje som følge av at tilsynsmyndigheten for administratoren av den aktuelle referanserenten har utstedt en offentlig uttalelse, eller har publisert informasjon, der den kunngjør at referanserentens mulighet til å måle det underliggende marked, eller den økonomiske virkeligheten, ikke kan gjenopprettes gjennom utøvelse av noen av de utbedringstiltakene som er nevnt i forordningens artikkel 23. Videre kan dette skyldes at administrator, tilsynsmyndighet eller en konkursbobestyrer har gitt en offentlig uttalelse, eller har publisert informasjon, der det fremgår at administratoren har eller vil opphøre publiseringen av den aktuelle referanserenten permanent eller på ubestemt tid. Dette forutsetter at det ved utstedelsen av uttalelsen eller publisering av informasjonen ikke eksisterer en etterfølgende administrator for referanserenten.

Kommisjonens forslag innebærer at kommisjonen gis muligheten til å utpeke en erstatningsrente som dekker alle henvisninger til referanserenten som fases ut. For eksempel kan kommisjonen erstatte enhver henvisning til Libor med en henvisning til en passende erstatningsrente. Ved valg av erstatningsrenten skal kommisjonen ta hensyn til anbefalingene fra relevante arbeidsgrupper i industrien, for eksempel «Alternative Reference Rates Committee» (ARRC) for USD LIBOR og «Working group on euro risk-free Rates» for Euribor/Eonia. Den lovbestemte erstatningsrenten vil bare gjelde for kontrakter som faller inn under referanseverdiforordningen og som refererer til for eksempel Libor, på det tidspunktet denne referanserenten opphører å bli publisert. Siden erstatningsrenten vil være lovbestemt, vil bilaterale konflikter mellom partene i de aktuelle avtalene unngås. Samtidig oppfordres markedsdeltakerne til å bli enige om en permanent alternativ referanserente når det er mulig.

Forslaget til endring i referanseverdiforordningen er foreslått tatt inn i kapittel 4 som ny artikkel 23a, og vil da kun gjelde for kritiske referanseverdier. Forslaget vil også bare gjelde for kontrakter som involverer et foretak under tilsyn i medhold av referanseverdiforordningen («supervised entity»). For kontrakter som ikke involverer et foretak under tilsyn, vil ikke EU-kommisjonens lovbestemte erstatningsrenter gjelde. For disse kontraktene, oppfordres medlemsstatene til selv å sørge for lovbestemte erstatningsrenter. EU-kommisjonen mener imidlertid at medlemstatene bør velge den samme erstatningsrenten som EU-kommisjonen har valgt og har til hensikt å senere komme med en formell anbefaling om dette.

4. Arbeidsgruppens vurderinger og forslag til triggerhendelser

Arbeidsgruppen har tatt utgangspunkt i de fallback-løsninger som er foreslått av blant annet ISDA og ARRC, jf. vedlegg B, og søkt å tilpasse disse til norske forhold.

Et sentralt punkt har vært å definere såkalte triggerere; det vil si hendelser som skal utløse konvertering fra Nibor til den Nowa-baserte erstatningsrenten (fallbackklausulen). Internasjonalt skiller det mellom to kategorier; «cessation triggers» og «pre-cessation triggers».

Cessation triggerere, eller opphørstriggere, knyttes til en offentlig kunngjøring om at den aktuelle referanseverdien vil opphøre. En pre-cessation trigger er en hendelse som inntreffer tidligere og som

⁴ [EU-kommisjonens forslag om endringer i referanseverdiforordningen av 24. juli 2020.](#)

utløser fallbackklausulen uten at det er formelt besluttet at referanseverdien skal opphøre. Dette kan for eksempel være basert på en kunngjøring fra offentlig myndighet om at referanseverdien ikke lenger er representativ.

I tråd med forslagene som er fremmet av ISDA og ARRC, er det arbeidsgruppens vurdering at fallbackklausulen for Nibor først trigges som følge av en offentlig kunngjøring fra administrator for Nibor, som er Norske Finansielle Referanser AS (NoRe), eller Finanstilsynet, domstol, bobestyrer eller eventuelle andre organer med myndighet over NoRe om at Nibor ikke lenger skal publiseres. Selve konverteringen vil skje fra og med den dato Nibor ikke lenger publiseres og med virkning fra den første påfølgende renteperiode.

NoRes publiserte regelverk for Nibor angir hvordan NoRe vil gå frem dersom det iverksettes en vurdering av hvorvidt en eller flere Nibor-løpetider skal avvikles. Det skal da gjennomføres en offentlig høring som tar for seg viktige konsekvenser for markedsaktørene og markedet. Regelverket for Nibor er nærmere omtalt i vedlegg C. Regelverket er basert på at det er NoRe selv som initierer og kontrollerer prosessene. Dette vil ikke nødvendigvis alltid være tilfellet, for eksempel dersom NoRe settes under insolvensbehandling eller om avvikling skulle bli pålagt fra tilsynsmyndighet.

Konverteringen i henhold til triggerhendelsen forutsetter at det på tidspunktet for kunngjøringen ikke finnes en ny administrator som skal overta administrasjonen av Nibor. Dersom det finnes en ny administrator som kan videreføre Nibor, vil overgangen til den nye administratoren skje i henhold til NoRes ««Nibor Transition Policy»» og det vil i henhold til forslaget ikke foreligge en triggerhendelse. Arbeidsgruppen legger til grunn at NoRe har en god beredskapsløsning slik at man unngår en situasjon hvor en eventuell ny administrator ikke er klar på tidspunktet for kunngjøringen om at NoRe ikke lenger skal være administrator.

Når det gjelder pre-cessation triggers, følger det av referanseverdiforordningen artikkel 11(4) at dersom NoRe anser at inndataene ikke er representative for den markedsmessige eller økonomiske virkeligheten som en Nibor er beregnet på å måle, skal NoRe innen en rimelig frist enten endre inndataene, bidragsytene eller metoden for å sikre at inndataene er representative for den markedsmessige eller økonomiske virkeligheten. Ettersom NoRe er underlagt offentlig tillatelse til publisering av Nibor, må det videre legges til grunn at en beslutning fra tilsynsmyndighetene om at Nibor ikke lenger er representativ for det Nibor er ment å reflektere, ikke vil bli publisert uten at det samtidig kunngjøres at publiseringen av Nibor som referanseverdi skal opphøre. På denne bakgrunnen har arbeidsgruppen ikke formulert forslag til slike «pre-cessation triggers» men lagt til grunn at dette fortrinnsvis løses gjennom NoRe sine forpliktelser i henhold til ovennevnte artikkel 11(4) og Nibor-regelverket, jf. vedlegg C.

Arbeidsgruppen har også vurdert om det bør være en trigger at Nibor rent faktisk ikke publiseres i en periode på for eksempel fem påfølgende virkedager, men vurderingen så langt har vært at et slikt forslag i for stor grad vil avvike fra forslagene som er fremmet av ISDA og ARRC. Det er dessuten krevende å overskue alle situasjoner hvor slik uteblitt publisering kan inntreffe, og dermed tilsvarende vanskelig å vurdere om alle situasjoner bør utløse konvertering til erstatningsrenten. Dersom Nibor igjen skulle bli publisert etter utløpet av det eventuelle antall virkedager, vil det for noen aktører kunne foreligge et ønske om tilbake til denne referanserenten, hvilket da kan skape bilaterale konflikter mellom partene i de aktuelle avtalene.

Spørsmål 1: Støtter din institusjon arbeidsgruppens forslag om at fallback-klausulen kun treer i kraft når det er offisielt at Nibor av ulike årsaker ikke lenger vil bli publisert?

Spørsmål 2: Ser din institusjon behov for å innføre «pre-cessation triggers»?

ARRC og ISDA har i sine forslag egne definisjoner av konverteringsdato, som - for cessation triggers - altså er den dagen IBOR ikke lenger publiseres som følge av en triggerhendelse. Arbeidsgruppen har ikke ansett det nødvendig å innta en egen definisjon i sitt forslag, men foreslår at konverteringsdato presiseres i fallback-klausulen, hvoretter erstatningsrenten bør tas i bruk fra og med den dato Nibor ikke lenger publiseres, og med virkning fra den første påfølgende renteperiode.

Spørsmål 3: Ser din institusjon behov for en egen definisjon av konverteringsdato?

Arbeidsgruppen har også vurdert om fallback-klausulen bør regulere situasjonen ved bortfall av én eller flere terminlengder, for eksempel i form av en bestemmelse om interpolering. I tråd med arbeidsgruppens forslag som angitt i spørsmål 1, er vurderingen at bortfall av enkelte terminlengder fortrinnsvis løses gjennom Nibor-regelverket, jf. vedlegg C.

Spørsmål 4: Bør fallback-klausulen regulere situasjonen ved bortfall av én eller flere av Nibors terminlengder?

Arbeidsgruppen har vurdert om fallback-klausulen, og særlig forslagene til spread- og terminjustering, bør utformes slik at den tar utgangspunkt i én felles metodikk for fastsetting og beregning av erstatningsrenten eller om den bør utformes med utgangspunkt i en alternativ fossefallsmetodikk med obligatoriske trinn for fastsetting og beregning av erstatningsrenten. For sistnevnte er de forslag arbeidsgruppen har sett blant annet i ARRCs «hardwired approach» utformet slik at første trinn vil være en fremoverskuende terminrente basert på den alternative referanserenten. Et fellestrekk ved disse forslagene er at de er forankret i klare indikasjoner og konkrete uttalelser fra autorative og normgivende instanser om at en slik rente/marked faktisk er under utredning og utvikling for den aktuelle referanserenten. Det er ikke tilfellet for Nowa og det er arbeidsgruppens vurdering at det vil være prematurt å foreslå en fossefallsmetodikk med en fremoverskuende terminrente basert på Nowa som første trinn. Det er arbeidsgruppens vurdering at utforming av én felles metodikk i størst grad tilfredsstillende målsetningen i kapittel 2 om en forutsigbar fallbackklausul som så langt mulig søker å minimere konflikt og risiko for verdioverføring ved en overgang fra Nibor til Nowa. Et slikt forslag vil også være i overensstemmelse med fallback-løsningen foreslått av ISDA og med ARRCs «hedged loan approach⁵».

Spørsmål 5: Støtter din institusjon arbeidsgruppens vurdering om at fallback-klausulen i størst mulig grad bør utformes med utgangspunkt i én felles metodikk?

Det er arbeidsgruppens vurdering at den foreslåtte fallback-klausulen, som er en tilpasning til de fallback-løsninger som er foreslått av ISDA for derivater og ARRC for referanserenten USD Libor, bør finne anvendelse på tvers av markeder og produkter.

Spørsmål 6: Støtter din institusjon arbeidsgruppens forslag om at fallback-klausulen bør finne anvendelse på tvers av markeder og produkter?

⁵ Se «[ARRC recommendations regarding more robust fallback language for new originations of Libor bilateral business loans](#)».

Som det fremgår av kapittel 3 ovenfor, vil EU-kommisjonen foreslag av 24. juli 2020 om å endre referanseverdiforordningen slik at kommisjonen gis muligheten til å utpeke en lovbestemt erstatningsrente, bare gjelde for kritiske referanseverdier. På tidspunktet for denne konsultasjonsrapporten er enda ikke Nibor klassifisert, og det er usikkert om Nibor vil bli klassifisert som en kritisk referanseverdi. En lovbestemt erstatningsrente for Nibor vil i betydelig grad vil avhjelpe behovet for å fremforhandle en erstatningsrente i løpende avtaler som henviser til Nibor på det tidspunktet denne eventuelt ikke lengre publiseres. Hvorvidt kompetent myndighet i Norge bør gis muligheten utpeke en lovbestemt erstatningsrente for Nibor ligger imidlertid utenfor arbeidsgruppens mandat å ta stilling til.

5. Arbeidsgruppen vurderinger og forslag til spread- og terminjusteringer ved bortfall av Nibor

5.1 Problemstilling

Nibor er en gruppe renter med løpetider fra 7 dager til 6 måneder. Differansen mellom Nibor og Norges Banks foliorente kan sees som en kredittpremie på bankene som kvoterer Nibor renter. Nowa er en 1 dags overnattenrente og har følgelig en mindre kredittpremie enn Nibor. I eksisterende kontrakter med Nibor som referanse er kredittpremien en viktig komponent i verdsettelsen av produktet og må følgelig justeres for om man skulle bytte ut Nibor med Nowa som referanse for å motvirke verdioverføring mellom kontraktspartene.

Ved å bytte ut Nibor med en erstatningsrente basert på Nowa i en kontrakt er det et mål å gjøre bruken av Nowa så lik som mulig bruken av Nibor i samme kontrakt. Derfor må erstatningsrenten til Nibor både gjøres om til en rente med samme betalingsstruktur som Niborperioden og kompensere mottager av Nibor for en kredittpremie. I det følgende har arbeidsgruppen basert termin- og spreadjusteringen av Nowa på svarene i konsultasjonsrapporten av 19. juni 2020 i tillegg til tilsvarende prosesser i andre land deriblant ISDA og Bloomberg sin regelbok for Libor Fallbacks⁶.

5.2 Hvordan erstatte Nibor med Nowa?

Dersom det ikke lenger er mulig å bruke Nibor, foreslår vi å isteden bruke en erstatningsrente basert på kapitaliserte Nowa for renteperioden Nibor skulle ha dekket samt en spreadjustering for å ta høyde for forventede forskjeller mellom Nibor og Nowa.

$$FR_{f,t} = ARR_{f,t} + SA_{f,t}$$

Der

$FR_{f,t}$ er erstatningsrenten for tenor f på fixingdag t

$ARR_{f,t}$ er den kapitaliserte Nowa gjennomsnittsrenten for tenor f på fixingdag t

$SA_{f,t}$ er spreadjusteringen for tenor f på fixingdag t

5.3 Hvordan beregne erstatningsrente for Nibor basert på kapitalisert Nowa

Nowa er en ACT/365 rente med modifisert påfølgende virkedag og justerte renteopptjeningsdager. For å beregne Nowa kapitaliserte gjennomsnittsrenter foreslår vi denne beregningsmetoden:

⁶ Se «[libor fallback rate adjustments rule book](#)».

$$ARR_{f,t} = \frac{360}{365} \times \frac{1}{\delta_{S_{f,t}, E_{f,t}}} \times \left[\prod_{u \in AP_{f,t}} (1 + \delta_{u,u+1} \times Nowa_u) - 1 \right]$$

Der

$S_{f,t}$ er startdato i perioden for tenor f på fixingdag t

$E_{f,t}$ er sluttdato i perioden for tenor f på fixingdag t

$\delta_{x,y}$ er dagstellingsbrøken fra og med dag x til, men ikke medregnet, dag y

$$\delta_{x,y} = \frac{\text{antall dager mellom } x \text{ og } y}{365}$$

$AP_{f,t}$ er alle rentedager i perioden for tenor f på fixingdag t

u benevner en rentedag

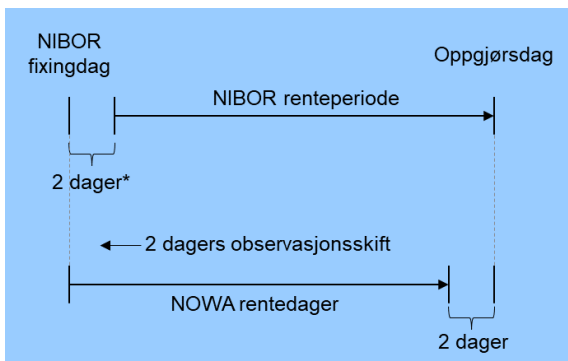
$u + 1$ benevner den rentedagen som kommer direkte etter rentedag u

$Nowa_u$ er Nowa overnattenrenten på rentedag u

5.4 Hvilke rentedager skal brukes i beregningen

Renteperioden $AP_{f,t}$ er den samme som for Niborrenten med løpetid f på fixingdag t , men skiftet to dager tidligere. Siden Nibor skal reflektere renten for et utlån som starter to dager etter fixingdato, vil som regel renteperioden for beregning av kapitaliserte Nowa-renter starte på dag t . Se figur 1 og eksemplene under.

Figur 1: Renteperioden for beregning av kapitaliserte Nowa-renter er skiftet to dager tidligere enn for Nibor



I eksemplet under ser vi hvordan vi bruker formelverket til å beregne fallbackrente til en 1 måneds Nibor rente handlet 04.februar 2020, start 06.februar 2020 og forfall 06.mars 2020 ved hjelp av Nowa renter. Vi ser at i dette eksemplet blir $ARR = 1,472\%$, mens 1 måneds Nibor var på $1,62\%$.

Date	NOWA	NIBOR 1M	Ant dager	$\delta_{u,u+1}$	$1+\delta_{u,u+1} \times NOWA_u$
04.02.2020	1.49 %	1.62 %	1	0.00274	1.000041
05.02.2020	1.49 %	1.61 %	1	0.00274	1.000041
06.02.2020	1.49 %	1.62 %	1	0.00274	1.000041
07.02.2020	1.49 %	1.64 %	3	0.00822	1.000122
10.02.2020	1.49 %	1.63 %	1	0.00274	1.000041
11.02.2020	1.49 %	1.63 %	1	0.00274	1.000041
12.02.2020	1.49 %	1.63 %	1	0.00274	1.000041
13.02.2020	1.49 %	1.63 %	1	0.00274	1.000041
14.02.2020	1.49 %	1.64 %	3	0.00822	1.000122
17.02.2020	1.49 %	1.64 %	1	0.00274	1.000041
18.02.2020	1.49 %	1.64 %	1	0.00274	1.000041
19.02.2020	1.49 %	1.64 %	1	0.00274	1.000041
20.02.2020	1.49 %	1.64 %	1	0.00274	1.000041
21.02.2020	1.49 %	1.64 %	3	0.00822	1.000122
24.02.2020	1.49 %	1.65 %	1	0.00274	1.000041
25.02.2020	1.49 %	1.64 %	1	0.00274	1.000041
26.02.2020	1.49 %	1.64 %	1	0.00274	1.000041
27.02.2020	1.49 %	1.63 %	1	0.00274	1.000041
28.02.2020	1.51 %	1.62 %	3	0.00822	1.000124
02.03.2020	1.49 %	1.60 %	1	0.00274	1.000041
03.03.2020	1.49 %	1.60 %	1	0.00274	1.000041
04.03.2020	1.49 %	1.56 %	0	0.00000	1.000000

$\left[\prod_{u \in AP_{f,t}} (1 + \delta_{u,u+1} \times NOWA_u) - 1 \right]$	0.001186 =PRODUCT(G4:G24)-1
$\frac{1}{\delta_{S_{f,t},E_{f,t}}}$	12.59 =1/((B25-B4)/365)
$ARR_{f,t} = \frac{360}{365} \times \frac{1}{\delta_{S_{f,t},E_{f,t}}} \times \left[\prod_{u \in AP_{f,t}} (1 + \delta_{u,u+1} \times NOWA_u) - 1 \right]$	1.472 % =G28*G32*360/365

Noen eksempler:

3M Nibor for mandag 1. juni reflekterer renten for et utlån fra onsdag 3. juni til torsdag 3. september. Når vi flytter observasjonsperioden 2 dager for beregning av kapitalisert Nowa, løper den fra mandag 1. juni til tirsdag 1. september.

1M Nibor for torsdag 2. juli reflekterer renten for et utlån fra mandag 6. juli til torsdag 6. august. Den tilsvarende perioden for 1M kapitaliserte Nowa-renter er torsdag 2. juli til tirsdag 4. august med et 2 dagers observasjonsskift.

1 ukes Nibor for fredag 24. juli reflekterer renten for et utlån fra tirsdag 28. juli til tirsdag 4. august. Den tilsvarende observasjonsperioden for 1W kapitaliserte Nowa-renter er fredag 24. juli til fredag 31. juli med 2 dagers observasjonsskift.

5.5 Beregning av spreadjusteringen mellom Nibor og Nowa

Nowa i sin nåværende form finnes ikke før 2020. For å se på effekten av ulike beregninger av spreadjusteringen mellom Nibor og Nowa har vi derfor valgt å erstatte Nowa med Norges Bank foliorente. På grunn av store endringer i måten pengepolitikken ble utøvd, har vi bare sett på data siden 2001. Vi har sammenlignet effekten av å bruke en regel basert på de siste 2 års-, 5 års- eller 10 års gjennomsnitt- eller medianforskjellen mellom Nibor og kapitalisert foliorente (som et tilnærmet uttrykk for Nowa), se figur 2 og 3. Vi har så sett på hvordan de gjennomsnittlige absolutte daglige avvikene mellom den beregnede totale erstatningsrenten (kapitalisert foliorente pluss spreadjustering) og Nibor ville ha vært siden 2011 (siden 10-års metoden trenger 10 år med data).

For denne perioden ser man at medianjusteringen jevnt over gir litt mindre absoluttavvik mellom erstatningsrenten og faktisk Nibor og at avviket også blir mindre jo lengre tidsperiode vi bruker som grunnlag (se tabell 1). Siden 2011 har forskjellen mellom 3M Nibor og den kapitaliserte foliorenten vært på 47 basispunkter, medianforskjellen med 5 års historikk har i gjennomsnitt vært 8 basispunkter og har gitt et gjennomsnittlig absoluttavvik til faktiske Niborfiksinger på 21 basispunkter.

Figur 2: Forskjellen i prosentpoeng mellom 3M Nibor og 3M kapitalisert foliorente samt median og gjennomsnitt av denne forskjellen basert på 5 års løpende historikk



Kilder: Bloomberg, Norges Bank og egne beregninger

Figur 3: Forskjellen i prosentpoeng mellom 3M Nibor og 3M kapitalisert foliorente samt medianer av denne forskjellen basert på 2, 5 og 10 års løpende historikk



Kilder: Bloomberg, Norges Bank og egne beregninger

Tabell 1: Effekten av ulike metoder for spreadjustering for 1M, 3M og 6M Nibor på historiske data mellom 2011 og 2020. Alle tall i basispunkter

		Realisert Nibor-foliorente	2 år		5 år		10 år	
			Median	Snitt	Median	Snitt	Median	Snitt
1M Nibor	Snitt	31	31	33	33	38	33	39
	Absoluttavvik		15	15	14	17	13	17
3M Nibor	Snitt	47	46	48	48	55	45	56
	Absoluttavvik		22	23	21	25	18	22
6M Nibor	Snitt	62	61	63	63	73	60	72
	Absoluttavvik		35	35	32	37	27	32

Kilder: Bloomberg, Norges Bank og egne beregninger

Både ISDA og arbeidsgruppene i de fleste land anbefaler å sette spreadjusteringen lik medianforskjellen mellom ibor og de kapitaliserte alternative referanserentene over de siste 5 årene før ibor blir avvirket. Deretter holdes spreadjusteringen fast. Bruk av et gjennomsnitt av forskjellen eller et trimmet gjennomsnitt der man fjerner periodene med høyest og lavest forskjell er også utredet. Ulik lengde på tidsperioden for beregning av forskjellen er også undersøkt.

Hovedargumentene for å velge medianforskjell er at den representerer en mere typisk forskjell og er mindre sårbar for ekstremutslag enn et gjennomsnitt. Samtidig ble 5 års historikk funnet å være lenge nok til at man fanger opp ulike markeds klima samtidig som perioden ikke blir for lang og inneholder mye utdaterte data.

Tabell 1 ovenfor viser den gjennomsnittlige differansen en erstatningsrente mot Nibor ved forskjellige valg av beregningsmetode for spreadjustering. Ved et bortfall av NIBOR pr den 14.

september 2020 ville mediandifferansen, med 5 års historikk, mellom forskjellige Nibor-løpetider og den nye referanserenten vært:

Tabell 2: Spreadjustering ved bortfall av Nibor. Basispunkter

	Nowa*	Norges Banks foliorente
1M Nibor	29	27
3M Nibor	43	42
6M Nibor	53	52

*For Nowa før 1.januar 2020 er estimert, reformert Nowa benyttet. Se kapittel 5.6.

Kilder: Bloomberg, Norges Bank og egne beregninger

Hvis metoden for beregning av spreadjustering blir mediandifferansen mellom kapitalisert Nowa og Nibor med 5 års historikk velges, ville altså spreadjusteringen låses til verdiene i tabell 2 hvis Nibor hadde falt bort den 14. september 2020.

Basert på ovenstående kalkulasjoner og internasjonal harmonisering anbefaler Arbeidsgruppen at spreadjusteringen for bortfall av Nibor skal kalkuleres som 5 års medianforskjell mellom kapitalisert Nowa med 2 dagers observasjonsskift og Nibor.

Spørsmål 7: Støtter dere arbeidsgruppens forslag om bruk av medianforskjellen mellom Nibor og Nowa for utregning av spreadjustering?

Spørsmål 8: Støtter dere arbeidsgruppens forslag om bruk av 5 års historikk for utregning av spreadjustering?

5.6 Mangel på historikk ved beregning av spreadjustering

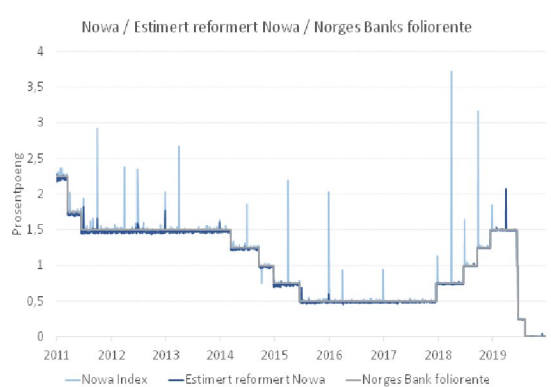
For kalkulasjon av spreadjustering ved bortfall av Nibor trengs en tilstrekkelig mengde historiske Nowaobservasjoner. Hvis man velger en 5-års medianforskjell, trengs det 5-års historikk for Nowa. Arbeidsgruppen for alternative referanserenter (ARR) anbefalte en reformert versjon av Nowa som alternativ referanserente i NOK. Norges Bank overtok som administrator av denne renten fra og med 01.01.2020 og publiserte da nye prinsipper for beregning av Nowa.⁷ De nye prinsippene for beregning av Nowa har medført at volatiliteten man tidligere så i Nowa over kvartals- og årsskifte, har blitt redusert.

Norges Bank har brukt data fra oppgjørssystemet sitt (NBO) til å estimere hva Nowa ville ha vært tilbake i tid⁸. Figur 4 viser Nowa, estimert reformert Nowa samt Norges Banks foliorente tilbake til 2011. Grafen viser at estimert reformert Nowa har vært tett på foliorenten og Nowa tilbake i tid, uten de samme økningene rundt kvartals- og årsskifte. Figur 5 viser de samme rentene kapitalisert over en 3-månedersperiode.

⁷ [Prinsipper for beregning og publisering av Nowa.](#)

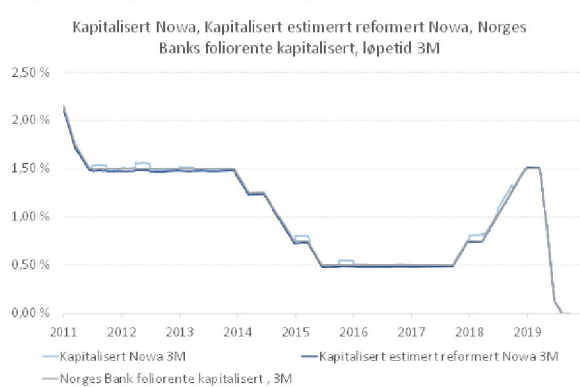
⁸ Se [Norges Bank memo 3/19](#) for en nærmere beskrivelse av data og metoden som er brukt.

Figur 4: Nowa, estimert reformert Nowa samt Norges Banks foliorente tilbake til 2011



Kilder: Norges Bank og egne beregninger

Figur 5: Kapitalisert Nowa, kapitalisert estimert reformert Nowa samt Norges Banks foliorente kapitalisert, 3 måneders løpetid



Kilder: Norges Bank og egne beregninger

Dette viser at kapitalisert estimert reformert Nowa følger styringsrenten tettere tilbake i tid sammenlignet med kapitalisert Nowa

Da reformert Nowa er ventet å ikke ha de samme økningene på kvartals- og årsskifte fremover som man har observert historisk, så vil det, mest sannsynlig, være bedre å bruke estimert reformert Nowa tilbake i tid for den perioden en trenger historikk for før 2020.

Arbeidsgruppen har beregnet en 5 års mediandifferanse mellom Nibor og henholdsvis kapitalisert Nowa, kapitalisert reformert Nowa og Norges Banks foliorente med 3 måneders løpetid. Valg av datakilde gir en differanse på ca. 3 punkter over de siste 5 årene, hvor estimert reformert Nowa gir den største forskjellen, Nowa gir den minste forskjellen og foliorenten ligger i mellom disse to.

Forskjellene er forventet å bli mindre etter som tiden går. Det kan også nevnes at valg av metode (for eksempel median eller gjennomsnitt) samt lengden på historikken en bruker (for eksempel 2 år, 5 år, eller 10 år) er forventet å ha større innvirkning enn valg av datakilde.

Arbeidsgruppen anbefaler estimert, reformert Nowa som datakilde for perioden før 2020 for beregning av spreadjustering mellom den alternative referanserenten og Nibor gitt bortfall av denne.

Spørsmål 9: Støtter din institusjon estimert, reformert Nowa som datakilde før 2020 for beregning av spreadjustering?

5.7 Terminjustering for Nowa

Erstatningsrenten for Nibor er, som nevnt i avsnitt 5.2, satt sammen av en kapitalisert Nowa rente over opprinnelig Nibor periode tillagt en spreadjustering. I høringsnotatet av 19. juni 2020 om markedskonvensjoner for bruk av Nowa svarte majoriteten av respondentene at den foretrukne konvensjonen for utregning av et Nowa-gjennomsnitt over en gitt Nibor periode er det kapitaliserte gjennomsnittet over en periode med 2 dagers observasjonsskift.⁹ Observasjonsskift muliggjør også bruken av den foreslåtte avkastningsindeksen for Nowa. ISDAs erstatningsrente kalkuleres også med observasjonsskift i 2 dager. I tillegg er ARRCs anbefalte markedskonvensjon for obligasjoner med flytende rente å bruke observasjonsskift, samt ARRCs anbefalte «Hedged Loan Approach» hvor erstatningsrenten i bedriftslån knyttet til et derivat også ISDAs erstatningsrente.

⁹ [Oppsummering høringssvar.](#)

Arbeidsgruppen anbefaler at erstatningsrenten til Nibor kalkuleres som den daglige kapitaliserte Nowa renten med 2 dagers observasjonsskift tillagt spreadjusteringen som diskutert i 6.5.

Spørsmål 10: Støtter din institusjon at erstatningsrenten for Nibor er daglig, kapitalisert Nowa med 2 dagers observasjonsskift pluss en spreadjustering?

5.8 Dagkonvensjon for erstatningsrenten

Standard dagkonvensjon for Nibor og Nowa er henholdsvis aktuelle dager delt på 360 og aktuelle dager delt på 365. Benytter man Nibor i en låneavtale følger det derfor at total rente låntager skal betale, det vil si Nibor tillagt margin, også skal benytte en dagkonvensjon tilsvarende aktuelle dager delt på 360. Hvis Nowa er referanserente i en låneavtale følger det tilsvarende at totalrenten låntager skal betale benytter dagkonvensjonen aktuelle dager delt på 365. Når erstatningsrenten for Nibor i en fallback defineres som

$$FR = ARR + SA$$

Der *ARR* er det kapitaliserte Nowa gjennomsnittet for Nibor perioden, så vil erstatningsrenten *FR* også være en rente med dagkonvensjon aktuelle dager delt på 365. Altså ikke den samme dagkonvensjonen som Nibor, renten den er ment å erstatte. Hvis ingen justeringer gjøres, må derfor *FR* kalkuleres med aktuelle dager delt på 365 i lånet, mens den opprinnelige marginen over Nibor multipliseres med aktuelle dager delt på 360 for å regne ut terminbeløpet i lånet. En slik deling av kalkulasjon mellom referanserente og margin synes unødvendig komplisert. Derfor har man to valg for finne en totalrente i lånekontrakten med én dagkonvensjon.

1. Justere erstatningsrenten, *FR*, fra en 365-rente til en 360-rente.
2. Justere marginen i låneavtalen fra dagkonvensjon 360 til 365.

Ved en konvertering av erstatningsrenten til en 360-rente, så vil den kunne inngå i alle Nibor avtaler uten ytterligere justeringer i avtalene. *FR* vil således være en direkte erstatning til Nibor. Metoden beskrevet for beregning av spreadjustering i avsnitt 5.2 ovenfor konverterer den kapitaliserte Nowa renten, *ARR*, til samme dagkonvensjon som Nibor. Dette tilsvarer ISDAs metode (slik den er beskrevet i Bloomberts tekniske dokument) der *FR* konverteres til samme dagkonvensjon som renten den er ment å erstatte. Imidlertid kan det for noen aktører synes unødvendig komplisert å konvertere kapitaliserte gjennomsnittlig Nowa til en 360-rente ved hver rentebetaling.

I alternativ 2 beholdes Nowas 365-konvensjon. Fordelen med det er at man kan bruke den kalkulerte perioderenten direkte uten å konvertere til en 360-rente. Ulempen med denne metoden er at den avtalte marginen i låneavtalen må justeres til en 365-konvensjon. Da vil valg av erstatningsrente ikke bare påvirke referanserenten i en låneavtale, men også marginen som ligger over Nibor.

Arbeidsgruppen anbefaler at erstatningsrenten, *FR* definert i avsnitt 5.2, konverteres til samme dagkonvensjon som Nibor, siden det er renten den er ment å erstatte.

Spørsmål 11: Støtter din institusjon at erstatningsrenten, konverteres til samme dagkonvensjon som Nibor?

6. Arbeidsgruppens forslag til fallback-klausul

Basert på vurderingene i kapittel 4 ovenfor, er arbeidsgruppens forslag at fallback-klausulen kun trer i kraft når det er offisielt at Nibor av ulike årsaker ikke lengre vil blir publisert. Erstatningsrenten vil dermed gjelde fra det tidspunkt publiseringen av Nibor opphører og med virkning fra første påfølgende renteperiode. Dersom Nibor kan justeres innenfor Nibor-regelverket som omhandlet i

vedlegg C, vil det ikke foreligge en triggerhendelse og klausulen vil ikke tre i kraft. Dette gjelder også ved bortfall av én eller flere terminlengder da dette forutsetningsvis vil løses gjennom Nibor-regelverket.

Dersom man legger arbeidsgruppens vurderinger og anbefalinger til grunn, kan fallbackklausulen utformes slik:

«Dersom det kommer en offentlig kunngjøring fra Administrator, Finanstilsynet, domstol, bobestyrer eller andre organer med myndighet over Administrator, om at Nibor ikke lenger skal publiseres eller at Administrator ikke lenger skal ha ansvaret for Nibor, og det på tidspunktet for sistnevnte kunngjøring ikke finnes en ny administrator som skal overta administrasjonen av Nibor, er partene enige om at Nibor skal erstattes med Erstatningsrenten fra og med den dato Nibor ikke lenger publiseres, med virkning fra den første påfølgende renteperiode.

«Administrator» betyr administratoren av Nibor.

«Erstatningsrenten» betyr summen av Terminjustert Nowa og Spreadjusteringsfaktor for den relevante Nibor løpetid.

«Terminjustert Nowa» betyr den daglige kapitaliserte Nowa-renten med 2 dagers observasjonsskift multiplisert med 360/365.

«Spreadjusteringsfaktor» betyr 5 års medianforskjell mellom den kapitalisert Nowa-renten med 2 dagers observasjonsskift, og Nibor.

Arbeidsgruppens forslag er slik det er utformet i all hovedsak i overensstemmelse med forslagene til triggere, spread- og terminjustering for bla. USD Libor, GBP Libor, EUR Libor, Euribor CHF Libor som høyst sannsynlig vil bli tatt inn i det kommende supplementet til 2006 ISDA Definitions og i «ISDA 2020 IBOR Fallbacks Protocol»¹⁰. Som nevnt i kapittel 2 skal ISDA konsulteres i forhold til fallbackløsninger for derivater i norske kroner bla. med henblikk på å inkorporere en fallback-klausul for Nibor i ISDA's standarddokumentasjon for derivater. Forutsetningen er at arbeidsgruppens forslag er i overensstemmelse med prinsippene for fallbackløsninger for andre valutaers fallbackløsninger slik disse er foreslått av ISDA og beregnet og publisert av Bloomberg Index Services Limited («BISL»). Dette har også vært arbeidsgruppens målsetning og det er vår vurdering at forslaget i dette kapitlet er konsistent og harmonisert med ISDA's terminologi og derfor vel tilrettelagt for praktisk implementering.

Spørsmål 12: Støtter din institusjon den foreslåtte fallbackklausulen? Foreslå eventuelle endringer

¹⁰ <https://www.isda.org/2020/07/29/isda-board-statement-on-adherence-to-the-ibor-fallback-protocol/>

7. Oppsummering av spørsmålene

Spørsmål 1: Støtter din institusjon arbeidsgruppens forslag om at fallback-klausulen kun trer i kraft når det er offisielt at Nibor av ulike årsaker ikke lenger vil bli publisert?
Spørsmål 2: Ser din institusjon behov for å innføre «pre-cessation triggers»?
Spørsmål 3: Ser din institusjon behov for en egen definisjon av konverteringsdato?
Spørsmål 4: Bør fallback-klausulen regulere situasjonen ved bortfall av én eller flere av Nibors terminlengder?
Spørsmål 5: Støtter din institusjon arbeidsgruppens vurdering om at fallback-klausulen i størst mulig grad bør utformes med utgangspunkt i én felles metodikk?
Spørsmål 6: Støtter din institusjon arbeidsgruppens forslag om at fallback-klausulen bør finne anvendelse på tvers av markeder og produkter?
Spørsmål 7: Støtter din institusjon arbeidsgruppens forslag om bruk av medianforskjellen mellom Nibor og Nowa for utregning av spreadjustering?
Spørsmål 8: Støtter dere arbeidsgruppens forslag om bruk av 5 års historikk for utregning av spreadjustering?
Spørsmål 9: Støtter din institusjon estimert, reformert Nowa som datakilde før 2020 for beregning av spreadjustering?
Spørsmål 10: Støtter din institusjon at erstatningsrenten for Nibor er daglig, kapitalisert Nowa med 2 dagers observasjonsskift pluss en spreadjustering?
Spørsmål 11: Støtter din institusjon at erstatningsrenten, FR, konverteres til samme dagkonvensjon som Nibor?
Spørsmål 12: Støtter din institusjon den foreslåtte fallbackklausulen? Foreslå eventuelle endringer
Spørsmål 13: Er det andre forhold din institusjon ønsker å kommentere som ikke allerede er dekket i spørsmål 1-12?

Disclaimer

Tabeller, grafer og beregninger som er inntatt i denne konsultasjonsrapporten er utarbeidet etter arbeidsgruppens beste skjønn og er basert på kilder som arbeidsgruppen finner pålitelige. Verken arbeidsgruppen eller Norges Bank er imidlertid ansvarlig for eventuelle regne- eller datafeil som eventuelt måtte foreligge i konsultasjonsrapporten. Markedsaktører er selv ansvarlig for egne utregninger basert på det foreslåtte formelverket.

Vedlegg A: Bruk av Nibor i Norge

A.1 Kredittavtaler, herunder i SMB-/forbrukerforhold

A.1.1 Oversikt

Nibor brukes i en stor del av de kredittavtaler som inngås i norske kroner i bedriftsmarkedet, herunder segmentet for små og mellomstore bedrifter (SMB), og i en begrenset del av de kredittavtaler som inngås i forbrukesegmentet. Lånedokumentasjonen som benyttes både i SMB-markedet og i forbrukerforhold er i stor grad standardisert, basert på mønsteravtaler som forvaltes av relevante fagutvalg i Finans Norge. Dette sikrer en helhetlig tilnærming til vilkår og forutberegnelighet for kundene, samt ivaretagelse av finansavtalelovens krav til slike avtaler og sikkerhetsstillelse under disse. Kredittgivere i disse segmentene vil ved bruk av mønsteravtalene primært konkurrere på kommersielle vilkår (prising, mv.) og ikke på standardvilkår. I mange tilfeller utfylles mønsteravtalene med vilkår i kredittgiverens egenutviklede tilsagnsbrev/kredittavtaler. Dersom fallback-løsningene for Nibor inkorporeres i Finans Norges mønsteravtaler vil de få innvirkning på nye kredittavtaler som inngås. Kredittgivere må i tillegg følge opp anbefalingen med en endring av eksisterende kredittavtaler. Finansavtaleloven oppstiller særskilte krav til endring av eksisterende kredittavtaler.

Det har vært dialog mellom fagutvalgene i Finans Norge og arbeidsgruppen underveis i arbeidet, og det forventes at fagutvalgene vil ta ansvar for å oppdatere standarddokumentasjon basert på endelig anbefaling av fallback-løsning og gi føringer for en standardisert helhetlig tilnærming for endring av eksisterende avtaler, og på denne måten bidra til å implementere ARR-gruppens anbefaling i SMB- og forbrukerkredittmarkedene.

Når det gjelder storkundesegmentet og markedet for institusjonelle investorer benyttes disse avtalene i begrenset grad, ettersom låntakerne er mer sofistikerte med en mer komplisert organisasjonsstruktur og ofte internasjonalt tilsnitt, noe som ofte krever skreddersydde avtaler. Ofte vil disse avtalene være basert på internasjonale avtalestandarder (Loan Market Association, etc.). Dette er bl.a. nærmere omtalt i vedlegg 2.

A.1.2 Nibor i SMB-markedet og implementering av fallback-løsninger

Referanserenter, og særlig Nibor, benyttes som nevnt i stor grad i kredittavtaler i SMB-markedet. For både nedbetalingslån, trekkfasiliteter, kassekreditter og byggelån er det utarbeidet mønsteravtaler av Finans Norge som benyttes som standard i markedet, ofte som supplement til kredittgiverens egne tilsagnsbrev/kredittavtaler. Prisingen av slike lån er som regel knyttet til Nibor som referanserente tillagt en margin. Det gjøres også sikringsforretninger mot svingninger i Nibor i SMB-markedet, slik at låntakere reduserer sin renterisiko. Derivater er nærmere omtalt i punkt 4.3 nedenfor. Videre brukes Nibor, og særlig de korteste tenorene, i bankenes konsernkontoordninger for beregning av mellomværende mellom banken og kunden. En endelig anbefaling til fallback-ordlyd vil dermed få betydning for en stor del av næringslivet, både når det gjelder inngåtte avtaler og nye kredittavtaler.

I Finans Norges mønsteravtaler for næringskunder er reguleringen av endring og bortfall av referanserenter utarbeidet med henblikk på midlertidig utilgjengelighet. I mønsteravtalene for næringsforhold ligger det en ensidig adgang for kredittgiver til å endre den allerede inngåtte avtalen om at Nibor skal benyttes som referanserente dersom kredittgiver ikke er i stand til å foreta innlån i NOK basert på Nibor, under forutsetning av at kunden gis minst 14 dagers skriftlig varsel. Det fremgår at kredittgiver og kredittkunde i slike tilfeller vil diskutere nye rentemodeller. Videre fremgår det at kredittgiver ensidig kan forhøye den avtalte marginen med nærmere angitt varslings.

Kredittgiverne må selv vurdere om mønsteravtalene, med ev. utfyllende dokumentasjon, åpner for å ensidig å implementere anbefalt fallback-ordlyd i alle eksisterende kredittavtaler hvor Nibor benyttes. Det må antas at erstatningsrenten etter endelig anbefaling sannsynligvis vil være eneste alternative referanserente til Nibor som også tilfredsstiller kravene i referanseverdiforordningen, som nærmere omtalt i kapittel 4. Dette sammenholdt med det overordnede prinsippet om at overgang til alternativ referanserente i minst mulig grad skal innebære noen verdioverføring mellom partene, tilsier at endringen bør være i begge parter i kredittavtalens interesse å vedta. En mekanisme med erstatningsrenten som alternativ referanserente vil gi kunden større forutberegnelighet enn enkelte av de løsningene som benyttes i bankenes dokumentasjon i dag (referansebankrente, bankenes innlånskostnad, etc.). Dette taler for en ensidig endringsadgang.

A.1.3 Nibor i forbrukerforhold og implementering av fallback-løsninger

I forbrukerforhold er bruken av referanserenter (herunder Nibor) svært begrenset sammenlignet med SMB-markedet. I Finans Norges mønsteravtaler for utlån til forbruker er Nibor inntatt som et av flere valgalternativer for rente i henholdsvis nedbetalingskreditter, forvaltningskreditter og valutakredittavtaler. Valutakredittavtalene er utformet med henblikk på mellomværende i andre valutaer i tillegg til NOK, og benytter derfor andre referanserenter (Libor, etc.).

For boliglån, som utgjør det største utlånsvolumet i privatkundesegmentet baseres ikke utlånsrenten direkte på Nibor. Renter på kredittkort følger bankers interne prismodeller, og er som hovedregel heller ikke basert direkte på Nibor. Slike utlånsrenter påvirkes likevel indirekte av Nibor, ettersom bankene finansierer en stor del av sine utlån i pengemarkedene gjennom obligasjoner med fortrinnsrett, seniorobligasjoner og vekslere, priset basert på bl.a. Nibor og av innskudd fra offentlig sektor og næringsliv med Nibor som referanserente. Et bortfall av Nibor vil dermed kunne påvirke prisingen i forbrukerkredittforhold som ikke er knyttet direkte til Nibor. Dette underbygger viktigheten av å oppnå en i størst mulig grad verdinøytral fallback-løsning som fungerer godt på tvers av produkter.

Mønsteravtalenes standardvilkår omfatter ikke overgang til en helt ny referanserente, men kun midlertidige avbrudd i Nibor-kvoteringen. En endring av vilkårene i form av implementering av ny fallback-ordlyd i eksisterende kredittavtaler må være i samsvar med finansavtalelovens bestemmelser, herunder § 48(4) som fastslår at vilkår som ikke er tatt inn i kredittavtalen, ikke er bindende for kredittkunden med mindre kredittgiveren godtgjør at vilkåret er vedtatt av kredittkunden. Mønsteravtalens standardvilkår inneholder en ensidig adgang for kredittgiver til å - med varsel som beskrevet - øke marginen, dersom nærmere angitt vilkår er oppfylt, blant annet når endringen er saklig begrunnet ut fra disposisjoner fra Norges Bank som påvirker pengemarkedsrenten, endringer i obligasjonsrenten, annen kredittpolitisk avgjørelse, eller endringer i det generelle rentenivå for kredittgivers innlån. Innføringen av alternative referanserenter er et regulatorisk krav for norske finansinstitusjoner etter referanseverdiforordningen, jf. referanseverdiloven § 1, og dermed en saklig begrunnet endring fra kredittgivers side. Dette sammenholdt med det overordnede prinsippet om at det ikke skal skje noen verdioverføring mellom partene ved overgang fra Nibor til erstatningsrenten, vil ikke innføring av fallback-ordlyd i en allerede inngått kredittavtale være en endring til skade for forbrukeren. Dette tilsier at det kan være tilstrekkelig for kredittgiver å endre eksisterende avtaler ved å sende brev til kredittkunden med oversiktlig og forståelig informasjon om alternative referanserenter og verdinøytral overgang til erstatningsrenten, jf. finansavtaleloven § 50(1).

Det forventes at fagutvalgene i Finans Norge bidra til operasjonaliseringen av dette ved produksjon av standarddokumentasjon og/eller rådgivende uttalelser. I alle tilfeller vil kredittgivere måtte følge opp en anbefaling om fallbackløsning til Nowa aktivt i sine eksisterende kredittavtaler.

A.2. Innskudd

Det er i første rekke bedriftsmarkedskunder og kunder i offentlig sektor (for eksempel kommuner) som har avtaler om innskudd basert på Nibor.

Nibor-innskudd for bedriftsmarkedskunder er normalt basert på mønsteravtaler som forvaltes av Finans Norge. Av «Generelle vilkår for innskudd og betalingstjenester – næringsforhold» fremgår at renter, rentemarginer og andre priser - etter varsel - kan endres til skade for kontohaver. Det er nærliggende å anta at dette også dekker implementering av en fallback-klausul.

For offentlig sektor vil vilkårene, herunder adgangen til å endre referanserenten, som regel være basert på anbudsdokumenter, og fremgangsmåten for å implementere en fallbackklausul vil bero på en tolkning av disse.

A.3. Obligasjonsmarkedet

A.3.1 Obligasjonsmarkedet i Norge

Det norske obligasjonsmarkedet er en viktig finansieringskilde for offentlig sektor, finansinstitusjoner og foretak. Finansinstitusjoner står for omtrent halvparten av utstedte volumer (i det vesentlige bank og boligkredittforetak). Den andre halvdel er fordelt med offentlig sektor og foretaksobligasjoner med ca. en fjerdedel hver av det totale markedet.

De fleste obligasjonene er utstedt i norske kroner, men også andre valutaer brukes, særlig innen markedet for foretaksobligasjoner. Siden Nibor kun er knyttet til norske kroner, er dette avsnittet begrenset til obligasjoner og sertifikater utstedt i norske kroner.

Medio august 2020 var det NOK 2266 milliarder utstedt i samlet pålydende volum av obligasjoner og sertifikater med norsk ISIN i norske kroner. For enkelhets skyld skal obligasjonsbegrepet videre også omfatte sertifikater

Vilkårene for obligasjonslån reguleres i obligasjonsavtalen som typisk er inngått mellom en utsteder og Nordic Trustee¹¹ på vegne av obligasjonseierne. For obligasjonslån med flytende rente, består obligasjonsrenten av Nibor for en nærmere angitt løpetid pluss et bestemt påslag.

Tabellen nedenfor viser kun utstedelser i norske kroner. Når utenlandsk valuta dermed ikke medregnes, står foretaksobligasjoner for omkring 16% av totalvolumet sammenlignet med omkring en fjerdedel dersom utenlandsk valuta medregnes.

Statistisk er volumene fordelt som følge medio av august 2020 (i milliarder kroner og prosent):

Utestående volumer med norsk ISIN i norske kroner					
NOK milliarder	Fast	Flytende	Sum	Fast	Flytende
Offentlig sektor					
Stat	460	0	460	100%	0%
Kommuner	131	55	186	71%	29%
SUM	591	55	646	92%	8%
Finansinstitusjoner					
OMF	97	671	768	13%	87%
Senior usikret	124	266	390	32%	68%
Hybrid	9	82	90	10%	90%
SUM	230	1019	1249	18%	82%

¹¹ Nordic Trustee AS (tidligere Norsk Tillitsmann AS) har som hovedoppgave å påta seg rollen som tillitsmann i obligasjonslån.

Foretaksobligasjoner					
SUM	174	198	372	47%	53%
TOTAL	997	1272	2266	44%	56%
Kilde: Stamdata AS, Nordic Trustee AS					

Obligasjoner med fastrente dominerer innen offentlig sektor, mens flytende rente tilsvarende dominerer for obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner. For privat sektor fordeler det seg ganske likt mellom fast og flytende rente, men noe overvekt mot fastrente.

Med NOK 1272 milliarder i utestående volum der Nibor benyttes som referanserente, er Nibor en viktig og integrert del av det norske obligasjonsmarkedet. Terminstrukturen er i all hovedsak basert på Nibor med 3 måneder løpetid. Kun et fåtall obligasjoner anvender 6 måneders Nibor som referanserente. 1 måneders Nibor brukes tidvis for interpoleringsformål dersom den første renteperioden er kortere enn obligasjonens resterende terminstruktur.

Obligasjonsrenten reguleres to bankdager før hver ny renteperiode for hver enkelt obligasjon. Reguleringen består i å avlese Nibor fastsatt denne dagen og legge til marginen som gjelder for obligasjonene som har renteregulering samme dag. Obligasjonsrenten som da fremkommer gjelder så for den kommende renteperioden før operasjonen gjentas for neste renteperiode. Av dette følger at en obligasjon med tremåneders Nibor vil rentereguleres fire ganger i året.

Alle FRN-lån¹² hvor Nordic Trustee AS er tillitsmann rentereguleres av Nordic Trustee AS som nærmere fastsatt i obligasjonsavtalen. Dette gjøres automatisk med automatisk distribusjon av ny rentesats til utsteder, Oslo Børs og VPS-kontofører. Nordic Trustee AS foretar ca. 7.000 Nibor rentereguleringer hvert år på denne måten.

Nordic Trustee AS har inngått avtale med de ulike tilbyderne av referanserenter for bruk av de relevante data, herunder med administratoren for Nibor; Norske Finansielle Referanser AS (NoRe). Systemet sikrer en effektiv og harmonisert prosess for bruk av FRN-lån. De fleste andre markeder har en mer fragmentert struktur for renteregulering, for eksempel ved at den enkelte utsteder selv utfører rentereguleringen.

A.3.2 Standarddokumentasjon

Lånedokumentasjonen som benyttes i obligasjonsmarkedet er basert på standardmaler som forvalters av Nordic Trustee i samarbeid med markedsaktørene. Standardmalene er underlagt norsk rett. Det er separate maler som benyttes for de forskjellige markedssegmentene. Finansinstitusjoner og kommuner anvender en mal som ofte refereres til som «Investment Grade-malen». Foretak benytter enten IG-malen eller en separat mal som er utviklet med henblikk på høyrentesegmentet ofte referert til som «High Yield-malen». Felles for begge malene er at det inneholder samme regler for rentefastsettelse, vilkår for obligasjonsutstedelsen, tillitsmannens rolle, obligasjonseierfellesskapet, fremgangsmåte for avtaleendringer og lignende samt lovvalg. Fellesreglene er i liten grad gjenstand for endringer for hver enkelt obligasjonsutstedelse slik at markedsaktørene kan fokusere på de kommersielle betingelsene som renter og covenants ved nye utstedelser og annenhåndsomsetning av obligasjoner.

A.3.3 Implementering av fallback-løsninger

Dagens maler inneholder bestemmelser for tilfeller hvor Nibor ikke er tilgjengelig. Den mest aktuelle anvendelsen er i tilfeller hvor Nibor ikke er tilgjengelig for den aktuelle renteperioden. I slik tilfelle

¹² Floating rate notes.

skal referanserenten fastsettes på basis av lineær interpolering mellom de to nærmeste aktuelle renteperiodene. Dersom Nibor ikke er tilgjengelig og referanserentene ikke kan fastsettes på basis av lineær interpolering eller andre fremgangsmåter direkte spesifisert i standard-dokumentasjonen, er tillitsmannen tillagt myndighet til å fastsette referanserenten som erstatning for Nibor i konsultasjon med «Utsteder» på nærmere angitt vilkår. Malene gir med dette en åpning for at fallback-løsning kan fastsettes uten formelt samtykke fra obligasjonseierne så spørsmålet blir om det kommer til å foreligge en løsning som er slik at Nordic Trustee kan og vil bruke myndigheten tillagt under avtalen. Det er rimelig å anta at graden av en generelt akseptert markedspraksis eller fremgangsmåte vil tillegges betydelig vekt. Dersom en fallback-løsning ikke kan gjennomføres uten formelt samtykke fra obligasjonseierne, må det avholdes obligasjonseiermøter under aktuelle obligasjonsavtaler som vil involvere betydelig kostander og mulige forhandlinger mellom obligasjonseieren og utsteder for hver enkelt obligasjon.

Det vises for øvrig til forslaget om å endre referanseverdiforordningen som omtalt under kapittel 4. Den foreslåtte endringen vil kun omfatte Nibor dersom denne blir klassifisert som en kritisk referanseverdi.

Når det foreligger en omforent avtaletekst for fallback-løsning for det norske markedet, vil bestemmelsen enkelt kunne inntaks i standarddokumentasjonen og bli en del av fremtidige obligasjonsavtaler.

A.4. Derivater / finansielle instrumenter

A.4.1 Oversikt

Nibor er en viktig referanserente for aktørene i det norske kapitalmarkedet og benyttes i en rekke finansielle instrumenter bla. som ledd i rentesikringsstrategier til mange låne- og obligasjonskunder eller til spekulasjon. Rentederivatmarkedet i norske kroner benytter Nibor som referanserente i bla. fremtidige renteavtaler (FRAs), rentebytteavtaler, rentefutures og basis-swapper.

Det vises til konsultasjonsrapporten «Utredning av et OIS marked i norske kroner» publisert 24 juni 2020 for en nærmere beskrivelse av bruken av og nåværende markedsstrukturer for rentederivater i norske kroner i Norge.

A.4.2 Standarddokumentasjon

Handel med rentederivater reguleres normalt gjennom bilaterale rammeavtaler inngått mellom to aktører som regulerer alle former for derivathandel mellom partene såfremt ikke eksplisitt unntatt eller særskilt regulert. Bakgrunnen for inngåelse av slike rammeavtaler er regulering og avgrensning av ulike former for risiko, som operasjonell- og markedsrisiko, herunder partenes ønske om å oppnå ulike netting- og kapitaleffekter som rett til løpende betalingsavregning, sluttavregning og motregning av kontrakter inngått under rammeavtalen.

I Norge benyttes i all hovedsak to forskjellige former for standarddokumentasjon til å regulere derivathandel mellom to parter.

For det første dreier det seg om verdipapirforetakenes egne avtaler underlagt norsk rett og gjerne utformet som særskilte avtaler eller tilleggsavtaler til Alminnelige forretningsvilkår for handel med finansielle instrumenter¹³. Det finnes ingen felles bransjestandard for slike avtaler under norsk rett. De aller fleste norske verdipapirforetak har sine egne versjoner.

For det andre dreier det seg om bruk av standarddokumentasjon utarbeidet av den internasjonale bransjeorganisasjonen International Swaps and Derivatives Association (ISDA). Deres standard

¹³ Basert på standard utarbeidet av Verdipapirforetakenes forbund

rammeavtale for bilateral derivathandel er ISDA Master Agreement¹⁴. ISDA Master Agreement er en modulbasert avtale underlagt enten engelsk eller New York rett¹⁵ og består av flere dokumenter og tillegg som samlet utgjør én avtale. Enhver avtale består av en hovedavtale (Master Agreement), et tillegg (Schedule), eventuelt et eget tillegg som regulerer finansiell sikkerhetstillegg (CSA), produktspesifikke definisjoner (Definitions) og en sluttseddel (Confirmation) som bekrefter og stadfester de kommersielle vilkår for den enkelte transaksjon. Dokumentene er hierarkisk strukturert med sluttseddelen og definisjonene øverst deretter følger henholdsvis tilleggene og hovedavtalen. Avtalehierarkiet gir også uttrykk for forrangsordningen mellom de ulike delene av ISDA Master Agreement.

Felles for både lokale avtaler og ISDA Master Agreement er at den aktuelle referanserenten, inkludert margin kommer til uttrykk i sluttseddelen for den enkelte transaksjon. Sluttseddelen er normalt en kortfattet og konsis oppsummering av de kommersielle vilkår og detaljer for den enkelte derivattransaksjon. Det er alminnelig praksis at den angitte referanserenten og detaljene i sluttseddelen for transaksjoner under både lokale avtaler og ISDA Master Agreement utfylles og suppleres av de øvrige dokumentene i avtalehierarkiet, i særdeleshet de relevante produktdefinisjonene som for eksempel 2006 ISDA Definitions¹⁶.

Sluttseddelen i begge former av standarddokumentasjonen og/eller tillegget (Schedulen) inkorporerer 2006 ISDA Definitions fortrinnsvis gjennom henvisning til slik de måtte lyde til enhver tid. Dette gir avtalepartene og ISDA en relativ gunstig innfallsvinkel til implementering av fallback-løsninger på derivatområdet. Det vil være basert på formodningen om at det for de fleste tilfeller vil være tilstrekkelig å oppdatere de aktuelle rentedefinisjonene. Spørsmålet blir så hvordan man gir disse anvendelse for henholdsvis nye og eksisterende transaksjoner.

A.4.3 Status og implementering av fallback-løsninger

Bestemmelsene som definerer og regulerer referanserenter for bruk i rentederivatkontrakter, herunder Nibor produkter og fallback-løsninger for Nibor fremkommer i 2006 ISDA Definitions Article 7 om beregning av renter for visse flytende renteopsjoner og særskilt Section 7.1(q) om fastsettelse av referanserente i norske kroner.

For handel med rentederivater basert på ISDA Master Agreement og 2006 Definitions samt lokale avtaler som anvender 2006 ISDA Definitions gjennom henvisning i sluttseddelen (eller på annen måte), inneholder standarddokumentasjonen per i dag kun fallback-løsninger for det tilfelle Nibor på aktuelle rentedato ikke er tilgjengelig for avlesning på Reuters Screen NIBR Page eller Bloomberg Screen BTMM NO Page under Nibor FIX¹⁷.

Dersom Nibor ikke kan fastsettes på basis av en slik skjermavlesning faller man tilbake på en fallback-løsning der kalkulasjonsagenten skal innhente Nibor-kvoteringer for den aktuelle løpetid fra fire deltagerbanker i det norske interbankmarkedet, og der renten skal settes på bakgrunn av et aritmetisk gjennomsnitt av minst to kvoteringer. Dersom dette ikke lar seg gjennomføre skal kalkulasjonsagenten i stedet beregne renten som et aritmetisk gjennomsnitt av de samme bankenes kroneutlån til ledende europeiske banker for den aktuelle løpetid fra samme rentedato for en representativ beløpsstørrelse¹⁸.

¹⁴ Finnes i en versjon fra 1992 og 2002 – begge fortsatt i bruk.

¹⁵ Andre versjoner finnes e.g. irsk, fransk og japansk rett, men svært lite brukt.

¹⁶ Finnes også i en versjon fra 2000 med tilsvarende regulering av referanserenter

¹⁷ Følger av Section 7.1(q) i 2006 ISDA Definitions for hhv. «NOK-NIBOR-NIBR» og «NOK-NIBOR-NIBR-Bloomberg»

¹⁸ Section 7.1(q)(iii) «NOK-NIBOR-Reference Banks»

Nåværende fallback-løsning vil med stor sannsynlighet være utilstrekkelig ved et permanent opphør av Nibor. Derimot vil nye fallback-løsninger med relativ enkle grep kunne inkorporeres for både nye og eksisterende rentederivatkontrakter fra det tidspunkt det foreligger et omforent forslag til fallback-løsning for Nibor. Det forutsetter imidlertid at dette forslaget i form og innhold ikke avviker nevneverdig fra de standardiserte fallback-løsningene under utarbeidelse av ISDA i konsultasjon med markedet for blant annet GBP LIBOR og USD LIBOR (se nærmere om dette i 7.1.1).

Vedlegg B: Noen internasjonale utviklingstrekk

B.1. ISDA

ISDA er markedsorganisasjonen for aktørene i OTC-derivatmarkedet som administrerer og publiserer den internasjonale standard-dokumentasjonen for handel med OTC-derivater.

Financial Stability Board Official Sector Steering Group (FSB OSSG) anmodet i 2016 ISDA om å starte arbeidet med å gjennomgå og oppdatere sin standarddokumentasjon med det formål å styrke robustheten til derivatmarkedet mot et fremtidig bortfall av Libor.

ISDA har organisert arbeidet gjennom fire regionale arbeidsgrupper (ISDA Americas and Europe Benchmark WG, ISDA APAC Benchmark WG, ISDA JPY Benchmark WG, ISDA EU Benchmark Regulation Advocacy Group) samt en undergruppe med ansvar for teknisk implementering (ISDA IBOR Fallback Implementation Subgroup)¹⁹. Arbeidsgruppene er åpne for ISDAs medlemmer.

I samråd med markedsaktørene, myndigheter og FSB OSSG ble det tidlig bestemt at ISDA ikke selv skulle velge fallbackrenten, men legge til grunn den alternative referanserenten utpekt av de aktuelle lands arbeidsgrupper e.g. ARRC for USD Libor/SOFR og RFR WG for GBP Libor/SONIA.

Arbeidet har derfor vært fokusert mot å definere og implementere en robust, konsistent og universell fallback metodikk i ISDAs standarddokumentasjon for det tilfelle nærmere definerte IBORs²⁰ opphører på permanent basis eller ved en kunngjøring om rentens manglende representativitet («pre-cessation»). Utover selve triggerene består metodikken av konvensjoner for beregning av henholdsvis terminjustering og spreadjustering for å hensyn ta det faktum at man erstatter en terminrente med en overnattenrente.

ISDA etablerer konsensus og legitimitet for sitt arbeid og de forslag de kommer med gjennom å rådføre sine medlemmer og markedet gjennom konsultasjoner. ISDA gjennomførte i perioden 2018-2020 en rekke markedskonsultasjoner og konkluderte i mai 2020 på valg av fallbackklausuler for derivatmarkedet. Det gjaldt for både triggerer, fallbacks og markedskonvensjoner/justeringsfaktorer. ISDA har underveis i prosessen identifisert og løpende oppdatert en liste over det de mener er det viktigste arbeidsstrømmene mot målet om mer robuste avtaler og fallbacks²¹.

ISDA arbeider nå med implementeringen av disse endringene i sin standarddokumentasjon. Konkret dreier det seg om å oppdatere rentedefinisjonene (i.e. «floating rate options») i 2006 ISDA Definitions. ISDAs standarddokumentasjon er modulbasert og inkorporerer de relevante produktdefinisjonene, herunder rentedefinisjonene, gjennom referanse – enten i tillegg til masteravtalen («ISDA Schedule») eller i handelsbekreftelsen («Confirmation»). Med dette som utgangspunkt er derivatmarkedet unikt posisjonert med tanke på å gi nye fallbackrenter anvendelse

¹⁹ Se [ISDA sine sider om overgangen fra Libor](#).

²⁰ P.t. dreier det seg om Libor for GBP, USD, CHF, JPY og EUR i tillegg til Tibor, Euroyen Tibor, BBSW, CDOR, Hibor og Euribor.

²¹ [ISDA and Related Workstreams – Interest Rate Reform](#)

for både nye og eksisterende derivatkontrakter. Det vil skje gjennom henholdsvis endringstillegg («Supplement») til 2006 ISDA Definitions for nye transaksjoner eller multilateral protokolltiltredelse («Protocol») som inkorporerer de samme endringstilleggene for eksisterende transaksjoner. Publisering er ventet september 2020 og endringene vil tre i kraft 3-4 måneder etter.

ISDA har valgt Bloomberg Index Services Limited («BISL») som offisiell leverandør av beregninger for terminjustering og spreadjustering, samt den kombinerte «all in» fallbackrenten for de enkelte løpetider. Fra start vil BISL publisere fallbackrenter for 11 ibor-renter, men ISDA/BISL åpner for at flere ibor-renter kan inkluderes under forutsetning av at den aktuelle ibor-renten anvender tilsvarende fallbackmetodikk som for ISDA/BISL.²²

B.2. Alternative Reference Rates Committee (ARRC)

ARRC ble først opprettet i 2014 og senere utvidet i 2018 av the Federal Reserve Board og the Federal Reserve Bank of New York som et svar på oppfordringen fra FSB og FSB OSSG om å starte arbeidet med å tilrettelegge for en overgang fra USD Libor til mer robuste alternativ.²³

ARRC består av sentrale aktører fra både det private og offentlige med sistnevnte gruppe som ex-officio deltagere i komitearbeidet. Komiteen er inndelt i 10 arbeidsgrupper med hvert sitt ansvarsområde. Arbeidsgruppene utarbeider anbefalinger innenfor sitt arbeidsområde som bringes fremfor komiteen til diskusjon og danner grunnlaget for de offisielle anbefalingene fra ARRC. Første del av arbeidet var rettet mot om å velge en alternativ referanserente og fallback til USD LIBOR. Valget falt i 2017 på Secured Overnight Financing Rate (SOFR). Andre del av arbeidet dreier seg om å understøtte og fasilitere bruk og overgang av SOFR for bruk i USD derivatkontrakter og andre cash produkter. Dette har ARRC gjort gjennom publisering av en «Paced Transition Plan» med anbefalte steg og tidslinje for overgang til SOFR. Fokus er på økt likviditet, nye produkter, flere brukere og utvikling av en fremadskuende terminrente basert på SOFR. ARRCs «Paced Transition Plan» ble i april 2020 supplert av ARRCs «2020 Objectives» som oppstiller nøkkelmålsetninger for det videre arbeid med å forberede markedet for og oppfordre til overgang til SOFR som alternativ til USD Libor.

Parallelt med publisering av mål og tidslinjer har ARRC utarbeidet «Best Practices» med anbefalte milepæler for markedsaktørene fordelt på utvalgte produktområder; obligasjoner (FRNs), forretningslån, forbrukerlån, verdipapirisering og derivater. Milepælene setter anbefalte tidsmålsetninger for inkorporering av nye fallbacks og sluttdatoer for utstedelse av nye USD Libor-baserte produkter.

For å hjelpe markedet med å inkorporere nye fallbacks i USD Libor cash produkter har ARRC foretatt produktspesifikke høringer og markedskonsultasjoner med sikte på å foreslå fallbackordlyder, herunder triggere, fallbacks og markedskonvensjoner/justeringsfaktorer for bruk i nye kontrakter som benytter USD Libor med den hensikt å sørge for at kontraktene fortsatt er effektive for det tilfelle USD Libor bortfaller eller ikke lenger kan brukes. Per august 2020 har ARRC publisert endelige anbefalinger for henholdsvis boliglån med flytende rente, bilaterale foretakslån, FRN-er, verdipapiriseringer, syndikerte lån og private studielån med flytende renter.

B.3. The Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates (RFR WG)

RFR WG ble opprettet i 2015 for å implementere Financial Stability Boards anbefaling om å utvikle alternative risikofrie renter for bruk i stedet for GBP Libor som referanserente. I april 2017 anbefalte

²² Se «[Fact Sheet - IBOR Fallbacks](#)» for mer informasjon.

²³ Se [ARRC sine hjemmesider](#) for mer informasjon.

arbeidsgruppen «Sterling Overnight Index Average» (SONIA) som deres foretrukne risikofrie rente og har siden fokusert på hvordan man skal gå over til å bruke SONIA på tvers av de ulike markedene. Bank of England og Financial Conduct Authority er begge observatører av RFR WG.

RFR WG har publisert en Q&A om de reviderte milepæler for lånemarkedet for 3. kvartal 2020, som blant annet forklarer hvilke tiltak markedsaktørene bør iverksette for å redusere deres avhengighet av Libor før utgangen av 2021, og overgangen til alternative renter.²⁴ Av svarene fremgår det blant annet at arbeidsgruppen ikke vil utarbeide forslag til fallbackklausuler for overgangen til alternative referanserenter, men at långivere og bransjeorganer selv bør utarbeide slike bestemmelser for å ivareta behovet for en klar kontraktuell regulering.

Arbeidsgruppens «Tough Legacy Taskforce» publiserte i mai 2020 en artikkel om problemene og mulige løsninger for å håndtere såkalte «tough legacy contracts» knyttet til Libor, dvs. kontrakter som ikke kan overføres eller endres til å omfatte robuste fallbackklausuler innen Libor opphører.²⁵ Artikkelen drøfter «tough legacy contracts» for ulike produkttyper og om mulige løsninger praktisk lar seg gjennomførbare. I likhet med det som er foreslått av ARRC for «tough legacy contracts» knyttet til USD Libor, foreslår The Tough Legacy Taskforce at den britiske regjeringen vurderer lovgivning som vil adressere «tough legacy contracts» regulert av engelsk lov. Gitt usikkerheten rundt muligheten for å vedta slik lovgivning, samt erkjennelsen av at slik lovgivning kanskje ikke vil dekke alle tilfeller av «tough legacy contracts», ber RFR WG markedsaktørene om å fokusere på å proaktivt overføre kontraktene bort fra Libor, samtidig som de søker andre løsninger parallelt. RFR WG viser spesifikt til en «syntetisk Libor», dvs. en formelbasert Libor som ikke lenger baseres på inndata fra panelbankene, som et alternativ som bør forfølges.

B.4. Loan Market Association (LMA)

LMA utgir standardisert dokumentasjon for det syndikerte lånemarkedet²⁶ i Europa, Midtøsten og Afrika. I forbindelse med den kommende avviklingen av Libor, har LMA oppdatert sin anbefalte standard-dokumentasjon for å tilrettelegge for å kunne implementere en erstatning til Libor som referanserente.²⁷

LMA begynte ved å foreslå å gjøre om på flertallskravet for å gjøre endringer på dette punktet i standardavtalen (som normalt ville krevd samtykke fra alle långiverne i syndikatet, i tillegg til låntaker) til et kvalifisert flertallskrav (Majority Lenders) som sammen med låntaker kan vedta overgang til en annen referanserente på gitte vilkår.

Den såkalte «Replacement of Screen Rate» klausul ble første gang publisert på selvstendig/stand alone basis i desember 2018, hvorav standarddokumentasjonen ble oppdatert med revidert klausul i februar 2020.

24. august 2020 publiserte LMA et oppdatert notat vedrørende «Replacement of Screen Rate» klausulen med bakgrunn i dokumentasjonsanbefalingene som RFR WG utga i henholdsvis april og juli 2020, se punkt 7.4. Anbefalingene til RFR WG gikk ut på at lånedokumentasjon som bruker Libor som referanserente bør enten ha forhåndsavtalt overgangs/konverteringsbestemmelser for overgang fra Libor til en annen referanserente, eller en forhåndsavtalt prosess for re-forhandling av den aktuelle avtale for å få til en slik overgang.

²⁴ [RFR WG Q&A](#)

²⁵ Se «[Paper on the identification of Tough Legacy issues](#)»

²⁶ Lån fra av et syndikat av banker.

²⁷ Se [LMA sine hjemmesider](#) om overgangen fra Libor for mer informasjon.

I notatet foreslår LMA et ytterligere tillegg til den anbefalte «Replacement of Screen Rate klausulen» som fastlegger en prosess for en «god tro» re-forhandling av avtalen for overgang fra Libor til en annen referanserente.

B.5. Svenska Bankföreningen / Svenska Fondhandlareföreningen

En arbeidsgruppe nedsatt av Svenska Bankföreningen for alternative renter (AGAR) ble dannet i desember 2018 og jobber med å utvikle et komplement og / eller alternativ til Stibor. Målet er å lage en kortsiktig rente i tråd med renten i andre valutaområder som Sonia for GBP, Sofr for USD og Ester for EUR. På tidspunktet for denne konsultasjonsrapporten har ikke denne arbeidsgruppen publisert noe forslag til fallbackklausuler.

Svenska Fondhandlareföreningen har sendt ut et forslag om fallbackklausul til bruk i vilkår for utstedelse av high yield-obligasjoner hvor det i tillegg til erklæring fra administrator/offentlig myndighet om at referanserenten av ulike årsaker vil opphøre permanent eller på ubestemt tid, også vil foreligge en triggererevent dersom ikke referanserenten har blitt publisert fem påfølgende virkedager som følge av at den ikke lengre kalkuleres eller administreres.

B. 6. The European Central Bank (ECB)

Den europeiske sentralbanken, ECB, publiserte i juli 2020 en rapport om bankenes forberedelser knyttet til den reform av referanserenter som nå pågår internasjonalt²⁸. Rapporten referer til en undersøkelse som viser at bankene ikke er kommet langt nok når det gjelder fall-back-løsninger for de viktigste referanserentene, og gir anbefalinger om gode interne rutiner som bankene bør følge.

Vedlegg C: Regelverket for Nibor

Nibor forvaltes av Norske Finansielle Referanser AS (NoRe). Som ansvarlig administrator for Nibor må NoRes virksomhet og rammeverk for Nibor oppfylle krav nedfelt i referanseverdiforordningen.

Av referanseverdiforordnings artikkel 28 1. ledd følger at administrator skal offentliggjøre en framgangsmåte for tiltak som skal treffes av administratoren ved endring eller opphør av en referanseverdi. NoRe har i denne sammenheng fastsatt regler nedfelt i «Nibor Cessation Policy», «Nibor Transition Policy» og «Nibor Consultation Policy». Regelverket er fastsatt av NoRe's styre etter tilslutning fra Nibor Oversight Committee. Nibor Oversight Committee er en komite bestående av uavhengige eksperter, representanter for brukerne av Nibor og representanter fra bankene som leverer grunnlagsdata til Nibor. Komiteen fører oversyn med den metodikk Nibor fastsettes på grunnlag av, øvrig sentralt rammeverk for Nibor, fastsettelsen av rentene, og skal bidra til å sikre oppfyllelse av krav fastsatt i offentlig regulering. Nevnte dokumenter samt mandatet for Nibor Oversight Committee er offentlig tilgjengelig fra [NoRes internettsider](#).

NoRes «Nibor Cessation Policy» angir hvordan NoRe vil gå frem dersom det iverksettes en vurdering av om publiseringen av enkelte eller samtlige Nibor-løpetider skal avvikles. Det kan være flere grunner til at en slik vurdering igangsettes, herunder

- endringer i det underliggende markedet som Nibor skal reflektere,
- tiltak knyttet til offentlig regulering, som bortfall av godkjenning,
- manglende etterspørsel etter Nibor,
- manglende evne til å skaffe tilstrekkelige grunnlagsdata eller
- opphør av NoRe som enhet.

²⁸ Se «[Report on preparations for benchmark rate reforms](#)» fra ECB.

NoRes «Nibor Transition Policy» skisserer de tiltakene NoRe vil iverksette for å sikre en ordnet håndtering av en situasjon der NoRes virksomhet må opphøre eller Nibor må avvikles. Ved opphør av NoRes virksomhet skal det først søkes etter ny administrator som kan videreføre rentene. I tilfelle det velges en ny administrator, vil NoRe

- informere markedsaktørene om endring av administrator,
- angi tidspunktet for overgangen,
- gi tilstrekkelig informasjon til markedsaktørene om effekten av en slik endring kan ha på referanserenten og markedsaktørenes bruk av denne og
- bistå den nye administratoren med overgangen.

Før avvikling av Nibor skal NoRe utvikle kriterier til hjelp til å velge alternative referansereinter, som ligger tett opp mot Nibor og som kan betraktes som relevante alternativer. Dette kan være andre referansereinter fra det samme underliggende markedet eller fra relaterte eller lignende markeder. NoRe skal også vurdere om det er mulig for NoRe å etablere en parallell referanserente som kan benyttes for å gi tilstrekkelig tid til å gjennomføre en ryddig overgang til en ny referanserente. Av «Nibor Transition Policy» fremgår at NoRe per i dag ikke ser kjente alternativer til Nibor eller aktuelle referanser som NoRe kan produsere parallelt.

Første skritt før en mulig avvikling vil være en vurdering i Nibor Oversight Committee fulgt av en offentlig høring som tar for seg viktige konsekvenser for markedsaktørene og markedet. Så langt mulig bør høringen inkludere

- tidspunktet for avvikling og eventuelle innvirkninger på eksisterende kontrakter,
- alternative referansereinter som kan vurderes og tidspunktene for overgang til slike,
- juridiske og regulatoriske implikasjoner og
- markedsforstyrrelser som følge av avviklingen.

Gjennomføringen av høringen skal følge «Nibor Consultation Policy». Hensikten med høring er å gi berørte parter både mulighet til å gi tilbakemeldinger på de forslag til endringer som vurderes og tid til å innrette seg i forhold til endringene som kan komme. Det skal som standard gis seks uker til å gi høringssvar. Fristen kan imidlertid gjøres kortere begrunnet med uventede forhold som påvirker fastsettelsen av Nibor.

Dersom NoRes styre, etter høring og rådføring med Nibor Oversight Committee, beslutter at avvikling av Nibor skal gjennomføres, følger det av «Nibor Cessation Policy» punkt 3.3 om implementeringsprosess at følgende forhold skal vurderes:

- hvordan sikre tilstrekkelig informasjon til berørte parter om avvikling og gjennomføring,
- overgangstiltak som kan iverksettes,
- involvering av berørte parter om deres behov for tid til å vurdere alternative løsninger, endre dokumentasjon og annet materiale som refererer til Nibor og søke juridisk rådgivning,
- identifikasjon av alternative referansereinter og plan for migrering,
- hvordan sikre at historiske data fortsatt vil være tilgjengelig

Markedsaktørene skal deretter informeres gjennom NoRe internettside og nyhetsbrev.

Tiltakene som iverksettes før eventuell avvikling av NoRe og/eller Nibor-løpetid(er) og tidsrammen avvikling må skje innenfor, vil være avhengig av hva som er årsaken til avvikling. NoRes adferdsregler er basert på at det er NoRe selv som initierer og kontrollerer prosessene, basert på et rammeverk som er fastsatt av NoRes styre. Dette vil ikke alltid måtte være tilfellet, for eksempel dersom NoRe settes under insolvensbehandling eller om avvikling skulle bli pålagt fra tilsynsmyndighet. Etter referanseverdiforordnings artikkel 35 kan tilsynsmyndigheten tilbakekalle godkjenning som administrator for en referanseverdi, men det angis ikke i BMR hvor lang tid administrator skal få til å avvikle virksomheten på en ordnet måte.