

OPPSUMMERING AV MOTTATTE INNSPILL TIL  
KONSULTASJONSRAPPORT OM  
MARKEDSKONVENSJONER FOR  
FINANSIELLE PRODUKTER  
MED NOWA SOM REFERANSE

ARBEIDSGRUPPEN FOR ALTERNATIVE  
REFERANSEENTER I NORSKE KRONER

SEPTEMBER 2020

## Introduksjon

Undergruppen har mottatt innspill til konsultasjonsrapporten fra følgende 10 respondenter, til sammen 15 enheter:

- Citi
- DNB
- Gjensidige
- Handelsbanken
- Nordea
- Nordic Trustee
- Norske Finansanalytikeres Forening (NFF)
- Norske Finansielle Referanser (NoRe)
- SpareBank 1 Nord-Norge, SpareBank 1 SMN, SpareBank 1 SR-Bank, SpareBank 1 Østlandet, SpareBank 1 Boligkreditt og SpareBank 1 Næringskreditt
- Undergruppen for etablering av OIS-marked i NOK

Respondentene har i varierende grad kommentert på helheten i konsultasjonsrapporten. Blant annet har Nordic Trustee i større grad fokusert på de praktiske sidene ved gjennomføring av innføring av en alternativ referanserente. Undergruppen for etablering av OIS-marked i NOK uttaler seg kun angående konvensjoner til bruk i interdealer-derivater med Nowa som referanse.

Gjennomgående for alle respondentene er at de i all hovedsak uttrykker støtte til undergruppens anbefalinger, med noen unntak. Se under for en oppsummering av innspillene til de ulike spørsmålene i konsultasjonsrapporten. Avslutningsvis er innspillene til ikke-omtalte problemstillinger tatt med. Arbeidsgruppen vil vurdere og eventuelt kommentere disse i forbindelse med den endelige rapporten.

Selv om det generelt er støtte til arbeidsgruppens forslag, fremkommer det fra respondentenes svar at det for enkelte produkter og utstedertyper vil være nødvendig med avvikende konvensjoner. Blant annet blir dette påpekt i sammenheng med interdealer-derivater.

Høringssvarene til Nordic Trustee og Norske Finansielle Referanser (NoRe) er lagt ut på deres respektive hjemmesider og kan finnes ved å følge linkene under:

- [Nordic Trustee](#)
- [NoRe](#)

## Oppsummering av innspill

### Tema 1 – dagkonvensjon

- Forklaring:  
Nowa blir kvotert som en annualisert rente med dagkonvensjon faktiske dager delt på 365. Antallet dager i renteperioden beregnes fra og med første dag i renteperioden til, men ikke inkludert siste dag i renteperioden.
- Arbeidsgruppens anbefaling:  
Arbeidsgruppen anbefaler rentebetaling med Nowa som referanserente utregnet med faktiske dager i renteperioden dividert med 365.
- Spørsmål 1:  
Støtter din institusjon den foreslåtte dagkonvensjonen? Hvis ikke, utdyp hvorfor dette ikke er det foretrukne alternativet, samt foreslå en alternativ løsning.
- **Oppsummert kommentar:**  
**Ingen av respondentene motsetter seg arbeidsgruppens forslag, men en respondent påpeker at det bør innhentes informasjon om hva som er valgt som dagkonvensjon i tilsvarende renter i andre valutaer, slik at man eventuelt også her kan følge internasjonal standard. Videre gjør en respondent oppmerksom på at dagens obligasjonsavtaler med Nibor er basert på faktiske dager i renteperioden dividert med 360.**

### Tema 2 – virkedagskonvensjon

- Forklaring:  
Hvis rentebetalingdagen faller på en helg eller en helligdag, må betalingsdagen flyttes. Det er flere konvensjoner for justering.
  1. Påfølgende virkedag:
    - Hvis rentebetaling ikke faller på en virkedag, flyttes betalingsdatoen frem til neste virkedag.
  2. Modifisert påfølgende virkedag:
    - Samme som påfølgende virkedagskonvensjon, men hvis påfølgende virkedag kommer i ny måned flyttes betalingen til foregående virkedag. Dette er konvensjonen for kontrakter med NIBOR som referanserente.

3. Foregående virkedag:
    - Rentebetalingen flyttes til foregående virkedag.
  4. Justert renteperiode:
    - Hvis rentebetalingsdagen må flyttes kan man velge å justere antall opptjeningsdager for renter tilsvarende skiftet for betaling slik at antall dager mellom rentebetaling stemmer overens med antall dager det opptjenes renter. Dette er vanlig for kontrakter med NIBOR som referanserente.
- Arbeidsgruppens anbefaling:  
Arbeidsgruppen anbefaler at kontrakter med Nowa som referanserente bruker modifisert påfølgende virkedag og justerer renteopptjeningsdager (dvs. pkt. 2 og 4), da dette er standarden i dagens marked med NIBOR som referanserente.
  - Spørsmål 2:  
Støtter din institusjon modifisert påfølgende virkedag og justerte renteopptjeningsdager som virkedagskonvensjon? Hvis ikke, utdyp hvorfor dette ikke er det foretrukne alternativet, samt foreslå en alternativ løsning.
  - **Oppsummert kommentar:**  
**Alle respondentene som har kommentert dette spørsmålet støtter arbeidsgruppens anbefaling om modifisert påfølgende virkedag og justerte renteopptjeningsdager som virkedagskonvensjon.**

### Tema 3 – fremoverskuende eller bakoverskuende observasjoner av Nowa-fiksinger i renteperioden

- Forklaring:  
Nowa er en daglig rente og renter skal derfor utveksles daglig. Imidlertid er det teknisk og administrativt svært utfordrende med daglig renteutveksling. For at bruk av Nowa i kontrakter skal bli så likt som mulig det som er oppgjør med NIBOR som referanserente, har man to muligheter. Enten å sette en fast Nowa rente på begynnelsen av renteperioden som betales på slutten, eller å lese av faktiske Nowa-fikser i renteperioden, beregne gjennomsnittlig rente og betale den på slutten av perioden.
  - Fremoverskuende renteberegning:

- En fast Nowa som er satt i begynnelsen av renteperioden er det som er mest likt NIBOR. Da er kupong kjent i hele renteperioden. Dette vil sannsynligvis gi minst utfordringer for regnskaps- og betalingsystemer.
  - En fast Nowa i hele renteperioden forenkler likviditetsstyringen, spesielt for mindre låntagere.
  - For å finne en fast Nowa rente for hele renteperioden trengs et derivatmarked som handler OIS-swaper med Nowa som referanse. Per i dag finnes ikke et slikt marked i NOK. I andre valutaer finnes heller ikke et OIS-marked med god nok likviditet til at andre lands arbeidsgrupper har anbefalt en fast, fremoverskuende rente i EUR eller USD.
  - En fiksing av en terminrente i Nowa må baseres på kvoteringer i et derivatmarked, og i mindre grad på faktiske handler som er målet for nye referanserenter. Med få aktører og begrenset likviditet i det norske derivatmarkedet, så ser det utfordrende ut. Det er opprettet en arbeidsgruppe for OIS-marked i NOK som arbeider parallelt med denne. Det vil bli publisert en konsultasjons- og sluttrapport på dette temaet i løpet av 2020.
- Bakoverskuende renteberegning:
  - Alle emisjoner av obligasjoner med flytende rente (FRNs) i markedet med SOFR, SONIA og €STR som referanserente bruker en bakoverskuende metode for kupongberegning.
  - ISDAs forslag til fallback-løsning for derivatkontrakter med IBOR som referanse baserer seg på en bakoverskuende renteberegning.
  - Bakoverskuende renteberegning benytter faktiske Nowa-fiksinger, som er ment å speile det faktiske rentenivået i pengemarkedet siden renten baserer seg på gjennomførte transaksjoner.
  - Påløpte renter for hele renteperioden er kjent først på siste dato for Nowa-fiksing. Utfordringene med renteoppjøret kan løses ved hjelp av en rekke konvensjoner, som drøftes videre i dette dokumentet.
- Arbeidsgruppens anbefaling:  
Arbeidsgruppen anbefaler bruk av en bakoverskuende kalkulasjon fordi den reflekterer den faktiske renteutviklingen i renteperioden, snarere enn en forventet renteutvikling. I tillegg krever en fremoverskuende rente et velfungerende derivatmarked, som kan være en utfordring i det norske markedet. Bakoverskuende beregning er også konvensjonen brukt i fallback metode i derivatmarkedet, og obligasjoner med flytende rente i GBP, USD og EUR samt nylig offentliggjorte banklån med SONIA eller SOFR som referanserente.
- Spørsmål 3:  
Støtter din institusjon en bakoverskuende renteberegning? Hvis ikke, utdyp hvorfor dette ikke er det foretrukne alternativet, samt foreslå en alternativ løsning.
- **Oppsummert kommentar:**

**Alle respondentene som har kommentert på dette spørsmålet støtter arbeidsgruppens anbefaling om bakoverskuende renteberegning. En respondent poengterer at en avklaring på dette punktet er særlig viktig for parter i eksisterende kontrakter hvor referanserenten må erstattes før forfall. For nye avtaler vil avtalepartene stå fritt til å velge modell, og for standardiserte produkter vil valget være opp til den som fastsetter standarden.**

#### **Tema 4 – simpelt Nowa gjennomsnitt eller kapitalisert Nowa gjennomsnitt**

- Forklaring:

Brukes daglige Nowa-fiksinger til å beregne rentebetaling for en periode som er lenger enn én dag, kan man enten bruke et enkelt gjennomsnitt av Nowa fiksingene eller et kapitalisert gjennomsnitt av Nowa.

○ Enkelt gjennomsnitt:

- Et enkelt snitt av Nowa gir en enklere renteberegning og kan være enklere å implementere i enkelte systemer.
- Imidlertid er det få produkter internasjonalt som bruker en slik renteberegningsmetode.

○ Kapitalisert gjennomsnitt:

- Nowa er en daglig rente, slik at ved å investere 1 i dag, så får man 1 + renter tilbake i morgen. I morgen investerer man så 1 + renter til i overmorgen på ny Nowa. Ved å bruke Nowa som referanserente i kontrakter med f.eks. kvartalsvise rentebetalinger er det mest riktig å beregne renter på opptjente, men ikke utbetalte renter.
- FRNs i SONIA og €STR bruker kapitaliserte renter og ISDAs høring om USD, GBP og EUR har konkludert med kapitaliserte renter. Ved å velge kapitalisert Nowa minimeres risikoen for internasjonal likviditetsfragmentering.
- For enkelte brukere vil kapitalisering i renteprodukter øke kompleksiteten. Denne kompleksiteten kan unngås ved at gjennomsnittlig kapitaliserte Nowa renter og standard perioder blir publisert.
- Arbeidsgruppen for alternative referanserenter har sendt en anmodning til Norges Bank om å beregne og publisere en Nowa-indeks som baserer seg på daglig kapitalisering.

- Arbeidsgruppens anbefaling:

Arbeidsgruppen anbefaler kapitalisert Nowa gjennomsnitt i kontrakter med Nowa som referanserente

- Spørsmål 4:

Støtter din institusjon kapitalisert Nowa gjennomsnitt? Hvis ikke, utdyp hvorfor dette ikke er det foretrukne alternativet, samt foreslå en alternativ løsning.

- **Oppsummert kommentar:**

**Alle respondentene som har kommentert støtter arbeidsgruppens forslag om kapitalisert Nowa gjennomsnitt. En respondent har gitt uttrykk for at det kan være negativt med ulike konvensjoner i ulike markeder og på tvers av produkter.**

### **Tema 5 – sammenligning av metoder for beregning av periodens rente før betalingsdato**

- Forklaring:

Med en bakoverskuende beregning, vil ikke rentebetalingen være kjent før ved siste Nowa-fiksing for perioden. Det er knyttet administrative utfordringer rundt å gjennomføre oppgjør med kort frist. For å lette de administrative utfordringene bør rentebeløpet være kjent noe tid før oppgjørsmøtet. Nedenfor diskuteres de vanligste konvensjonene:

○ Lookback:

Nowa-renten som skal benyttes for å beregne renter hver dag i renteperioden baseres på Nowa-fiks et gitt antall virkedager bakover i tid. Nesten alle FRNs i SONIA og alle FRNs i €STR benytter lookback-konvensjon, alle med 5 virkedagers lookback. FRNs i SOFR benytter seg også av lookback, men med ulikt antall dager og ofte i kombinasjon med lockout (se under) Brukes en 5 dagers lookback-periode vil Nowa-fiksing som benyttes i en rentedag tilsvare fiksing for samme ukedag og i de fleste tilfeller vil fiksing få riktig vektning over helger, hvis det ikke er helligdager i lookback-perioden.

○ Lockout:

Et gitt antall dager før renteperiodens slutt vil den siste Nowa-fiksing fungere som en fast rente de siste rentedagene i perioden. Rentebeløpet vil dermed være kjent det gitte antall dager før rentebetalingsdagen. Noen FRNs i SOFR benytter denne konvensjonen alene eller sammen med lookback. Er Nowa-fiksing unormalt høy eller lav på lockout dagen vil den siste fiksing påvirke nivået på Nowa-gjennomsnittet uforholdsmessig mye.

○ Utsatt betaling:

Rentebetalingen utsettes et gitt antall dager etter renteperiodens slutt.

○ Skiftet observasjonsperiode:

Konvensjonen skiftet observasjonsperiode er nært beslektet med Lookback, men der Lookback-metoden benytter dagvektingen for inneværende renteperiode tillagt hver Nowa-avlesning, skiftes både avlesningen av Nowa-fiks og dens dagvekting et gitt antall dager

tilbake. Da vil hver Nowa-rente få den «riktige» dagvektingen. Denne konvensjonen er ISDAs fallbackløsning for derivater ved bortfall av IBOR-renter. Hvis administratoren av Nowa også beslutter å publisere en daglig Nowa-indeks, slik FED NY gjør for SOFR og BoE foreslår for SONIA, vil denne konvensjonen gjøre det mulig å benytte indeksen i beregningen av den kapitaliserte perioderenten i finansielle produkter med Nowa som referanserente.

- Arbeidsgruppens anbefaling:

Arbeidsgruppen anbefaler konvensjonen skiftet observasjonsperiode. Da vil man kunne benytte en offentlig publisert Nowa-indeks for renteberegning. Offentlig publiserte Nowa-indeks vil gjøre det enklere å ta en Nowa-rente med daglige kapitaliseringer i bruk for de fleste aktører, og man får en felles metode for renteberegning.

- Spørsmål 5:

Støtter din institusjon skiftet observasjonsperiode? Hvis så, hvor mange dager er det foretrukne skiftet? Hvis ikke, utdyp hvorfor dette ikke er det foretrukne alternativet, samt foreslå en alternativ løsning.

- **Oppsummert kommentar:**

**Respondentene som har kommentert på dette spørsmålet støtter i hovedsak arbeidsgruppens anbefaling om skiftet observasjonsperiode, med visse unntak. Det blir påpekt at dersom internasjonal markedsstandard for et bestemt produkt avviker fra norsk standard for Nowa bør slik standard bli gjeldende, og arbeidsgruppen blir i den sammenheng oppfordret til å følge med på utviklingen internasjonalt. I valutaer med et aktivt OIS-derivatmarked er standard konvensjon for handler mellom market-makere utsatt betaling med 1 eller 2 dager. Flere respondenter uttrykker et ønske om å følge internasjonal praksis for OIS-swapper i interbank-markedet. Flere av respondentene uttrykker at det i dette spørsmålet kan være aktuelt å vurdere alternative løsninger for ulike finansielle instrumenter.**

**Det påpekes videre at det er støtte for en offentlig publisert Nowa-indeks. Respondentene gir ikke entydig tilbakemelding på antall dager skift og innspillene spenner mellom to og fem dager, se ellers kommentarer under spørsmål 6.**



## Tema 6 – varslingsperiode for rentebetaling

### - Forklaring:

Hvis en bakoverskuende renteberegningsmetode velges for Nowa vil den gjennomsnittlige perioderenten og rentebetalingen være kjent på siste fiksingdato i renteperioden. Å utføre betalingen samme dag som beløpet er kjent kan by på administrative utfordringer avhengig av produkt, aktører i forskjellige tidssoner etc. Derfor ser man i noen markeder at det velges handelskonvensjoner som muliggjør utregning av rentebetalingen et gitt antall dager før siste dag i renteperioden. De to vanligste varslingsperiodene som observeres i markedet er 2 eller 5 dager før rentebetaling, men også andre varianter er vanlig. Merk at med varslingsperiode for rentebetaling menes antallet lockoutdager, lookbackdager eller antallet dager for observasjonsskift for valgt konvensjon fra problemstilling 5.

#### o Varslingsperiode på 2 virkedager:

I ISDAs forslag til fallback er det valgt å skifte observasjonsperioden med 2 virkedager og muliggjøre varsling av rentebetaling 2 dager før forfall. ARRCs arbeidsgruppe for FRNs beskriver at FRNs kan tilpasses derivater med 2 dagers observasjons skift.

#### o Varslingsperiode på 5 virkedager:

For noen produkter kan det være at 2 dager ikke er tilstrekkelig for å gjennomgå alle rutiner for å gjennomføre en rentebetaling på forfallsdato. Standard i obligasjonsmarkedet i GBP med SONIA som referanserente er å kunne beregne rentebetalingen 5 dager før forfallsdato.

### - Arbeidsgruppens anbefaling:

De to nevnte varslingsperiodene er de mest observerte i markedet på tvers av produkter, men det finnes mange flere. I high yield (HY) markedet i Norge er det vanlig at emittent må stille kupongbeløpet tilgjengelig 3 dager før kupongdato, mens for enkelte andre emittenter av obligasjoner med flytende rente så kan de betale kupong på samme dag som kupongdato. Arbeidsgruppens har jobbet etter prinsippet om at markedskonvensjoner for Nowa skal være mest mulig like på tvers av produkter og valutaer. Når ISDA har valgt 2 dager for sin fallback løsning, og derivater brukes i kombinasjon med både lån og obligasjoner så anbefaler arbeidsgruppen 2 dagers varslingsperiode. Når det er store bevegelser i rentenivået, vil avvikende varslingsperiode for rentebetaling kunne føre til store utslag på den kalkulerte perioderenten.

### - Spørsmål 6:

Støtter din institusjon den en varslingsperiode på 2 virkedager for rentebetaling? Hvis ikke, utdyp hvorfor dette ikke er det foretrukne alternativet, samt foreslå en alternativ løsning.

- **Oppsummert kommentar:**

Respondentene gir ikke entydig innspill til dette spørsmålet, men flertallet støtter arbeidsgruppens forslag om 2 dagers varslingsperiode. Det poengteres at det kan være praktiske forhold og forhold som kjennetegner ulike typer utstedere som kan gi behov for en varslingsperiode utover 2 dager.

## Tema 7 – margin over Nowa

- Forklaring:

Margin som kommer i tillegg til Nowa på lån, obligasjoner eller derivater kan enten legges til Nowa før renten kapitaliseres, eller marginen kan legges til den kapitaliserte Nowa på slutten av renteperioden.

o Legge til marginen på slutten av kapitaliseringsperioden:

- Daglig kapitalisering av marginen vil lede til endringer i dagens nivå på marginer. Det er lettere å sammenligne marginer på tvers av handler hvis Nowa og marginen holdes separat.
- En kapitalisert margin vil øke kompleksiteten for renteberegning og en publisering av kapitalisert gjennomsnittlig Nowa for standardperioder vil ikke bli mulig.
- De fleste rentederivater inneholder ikke en margin over referanserenten. En kapitalisert margin vil vanskeliggjøre bruk av rentederivater i kombinasjon med lån eller FRNs.
- Obligasjoner med SONIA og €STR tillegger alle margin på gjennomsnittlig kapitalisert referanserate.

- Arbeidsgruppens anbefaling:

Arbeidsgruppen anbefaler kapitalisert Nowa hvor marginen legges på den kalkulte Nowa perioderenten. Dvs. at marginen ikke kapitaliseres.

- Spørsmål 7:

Støtter din institusjon kapitalisert Nowa hvor en evt. margin over Nowa ikke kapitaliseres? Hvis ikke, utdyp hvorfor dette ikke er det foretrukne alternativet, samt foreslå en alternativ løsning.

- **Oppsummert kommentar:**

Alle respondentene som har kommentert på dette spørsmålet støtter arbeidsgruppens forslag om kapitalisert Nowa hvor marginen legges på den kalkulte Nowa perioderenten, dvs. at marginen ikke kapitaliseres.

## Tema 8 – generelle spørsmål

- Forklaring:

I oversikten ovenfor er det diskutert forskjellige problemstillinger og forslag til markedskonvensjoner for bruk av Nowa i finansielle produkter. Arbeidsgruppen har avgitt sin anbefaling til konvensjon for hver problemstilling. Anbefalingene fra arbeidsgruppen er basert på prinsippet om at anbefalte markedskonvensjoner for Nowa skal være mest mulig like på tvers av produkter og markedskonvensjoner for andre valutaers alternative referanserenter.

- Spørsmål 8:

Er det problemstillinger med bruk av Nowa som referanserente som ikke er drøftet i dette høringsnotatet?

- **Oppsummert kommentarer:**

**Respondentene trekker frem følgende forhold:**

- **Notatet drøfter ikke antall desimaler som bør benyttes i avrunding av utregnet Nowa perioderente. Vi foreslår at man følger standarden for SOFR anbefalt av ARRC som er fem desimaler.**
- **Det savnes en nærmere vurdering av følgende problemstillinger ved at terminstrukturen i pengemarkedet kan se ut til å forsvinne og at rentebetaling skal gjøres opp bakoverskuende:**
  - **Mulige konsekvenser og handlingsrom for gjennomføring av sentralbankens pengepolitikk og likviditetsstyring**
  - **Bankenes adferd hva gjelder håndtering av likviditet og prising overfor kunder og sin egen hedging**
  - **Konsekvens for kundenes tilpassning til bortfall av en påregnelig lånekostnad og oversiktlig pengemarkedskurve**
  - **Prising av renterelaterte produkter utenfor banksektoren.**
  - **Vurdering av om omleggingen vil påføre økte kostnader eller ikke og i tilfelle for hvem?**
- **Spørsmål 7 tar opp om den margin som fastsettes over Nowa bør kapitaliseres eller ikke. Et annet spørsmål er hvordan marginen, som ved bruk av Nibor vanligvis fastsettes som en annualisert prosentsats som legges til Nibor, skal beregnes for den aktuelle løpetid. Også på dette området må det avklares hvilken dagkonvensjon som skal benyttes. Det antas at det vil være mest hensiktsmessig at dagkonvensjonen for marginen følger den dagkonvensjon som fastsettes for Nowa.**
- **Vi mener at transaksjoner med aktører som ikke rapporterer daglig pengemarkedsdata til Norges Bank bør inngå i datagrunnlaget for Nowa. Ved å utelate transaksjoner hvor disse aktørene er involvert tar man ut et betydelig volum som ikke slår ut i Nowa-renten. Arbeidsgruppen oppfordres til å se nærmere på denne typen transaksjoner og evaluere om de kan inngå i Nowa. **Undergruppen for etablering av OIS-marked i NOK foreslår ytterligere markedskonvensjoner for interdealer-derivater i deres innspill til konsultasjonsrapporten. Dette notatet er tilgjengelig på Norges Bank sin [hjemmeside](#).****