

Markedskonvensjoner for Nowa og fallbackløsninger ved bortfall av Nibor

ARBEIDSGRUPPEN FOR ALTERNATIVE REFERANSERENTER (ARR)

WEBINAR 26. OKTOBER 2020

01

Innledning – Vidar Knudsen, leder ARR

02

Markedskonvensjoner Nowa, Henning Nilsen

03

Triggerhendelser og fallback-klausul, Jan Bjørnsen

04

Beregning av spreadjustering ved bortfall av Nibor, Christian Heggen

05

Q & A

Det internasjonale bakteppet

- I perioden etter finanskrisen har det vært igangsatt en rekke arbeider internasjonalt for å gjøre referanserentene mer robuste
- utfordringer knyttet til at de eksisterende referanserentene, ibor-rentene, i stor grad baseres på skjønn
- Utsikter til at Libor kan forsvinne fra starten av 2022
- Overgang til alternative referanserenter internasjonalt
- Alle de nye referanserentene er transaksjonsbaserte nær risikofri renter med én-dags løpetid

Arbeidet i Norge

- Arbeidsgruppen for alternative referanserenter (ARR) i Norge ble etablert tidlig i 2018
- Høsten 2019 anbefalte ARR-gruppen en reformert versjon av Nowa- renten (Norwegian Overnight Weighted Average) som alternativ referanserente i Norge
- Reformert Nowa har blitt publisert fra 1.1.2020 og Norges Bank har tatt over som administrator
- Arbeidet fokuserer nå på hvordan Nowa kan tas i bruk som referanserente og som fallback til Nibor
- Det er etablert to undergrupper for arbeidet;
 1. Markedsstandarder og fallbackløsninger
 2. Utredning av OIS (overnight index swap) marked i NOK

01

Innledning – Vidar Knudsen, leder ARR

02

Markedskonvensjoner Nowa, Henning Nilsen

03

Triggerhendelser og fallback-klausul, Jan Bjørnsen

04

Beregning av spreadjustering ved bortfall av Nibor, Christian Heggen

05

Q & A

Mandatet

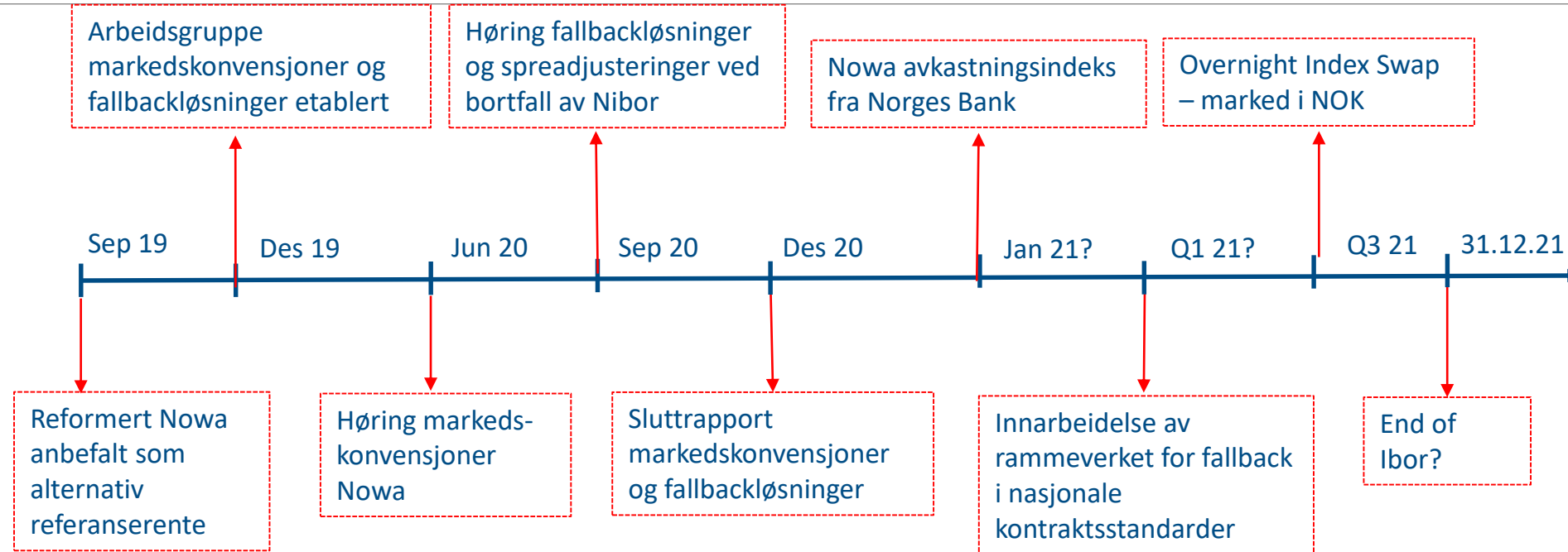
Bredt sammensatt arbeidsgruppe med deltagere fra ulike deler av finansnæringen med følgende målsettinger:

- utarbeide en offentlig rapport med anbefalinger til fallbackløsninger for kontrakter med Nibor som referanse og markedskonvensjoner for ulike finansielle produkter med Nowa som referanse.
- spesifisere hva som utløser bruk av fallbackløsninger (trigger) og hvordan differansen mellom Nowa og Nibor (påslaget) skal håndteres.
- så langt det er mulig søke å anbefale samme konvensjoner for bruk av Nowa på tvers av markeder og produkter.

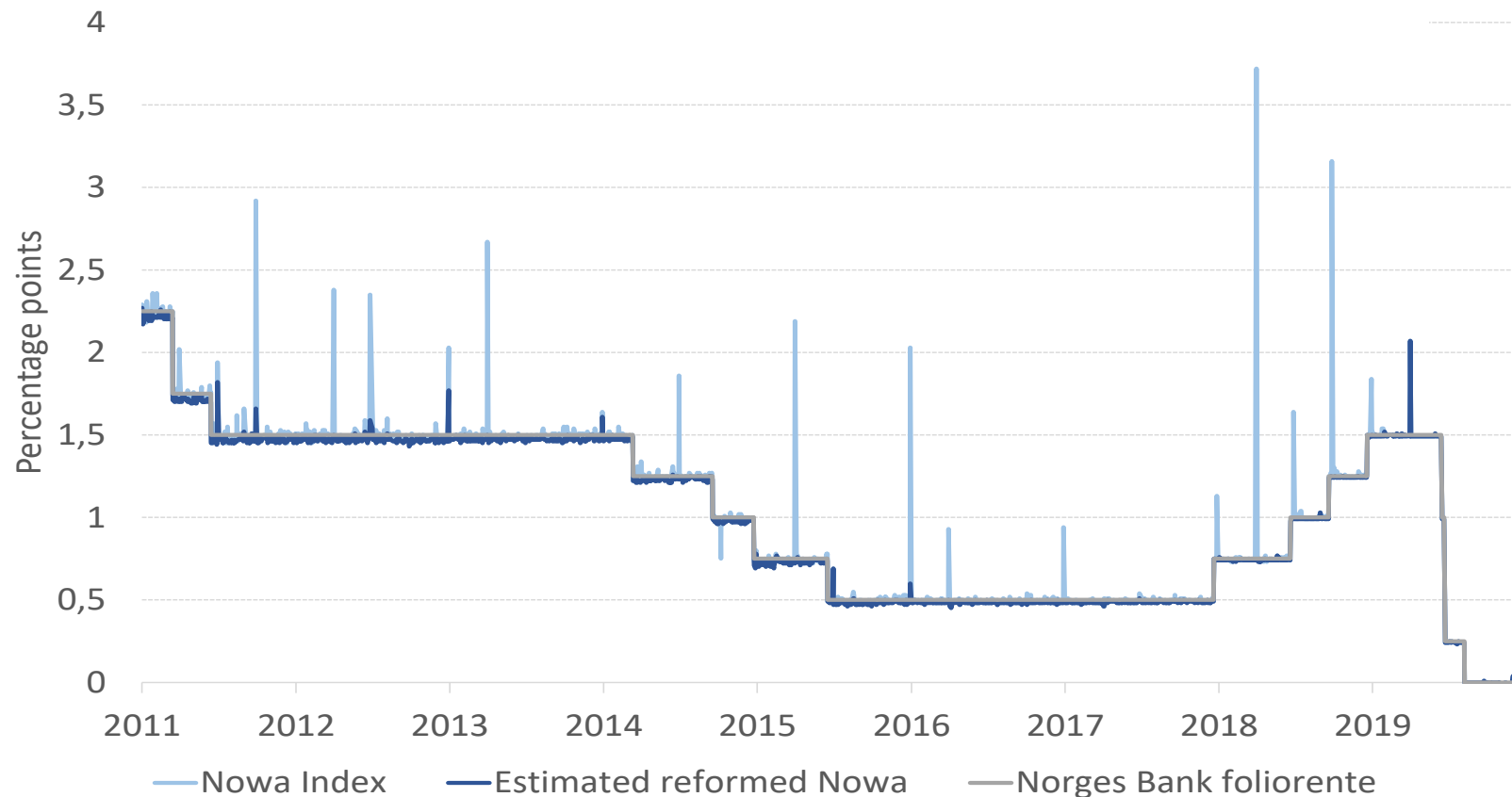
Pilarer for arbeidet



Tidslinje i Norge



Nowa, reformert Nowa og styringsrenten

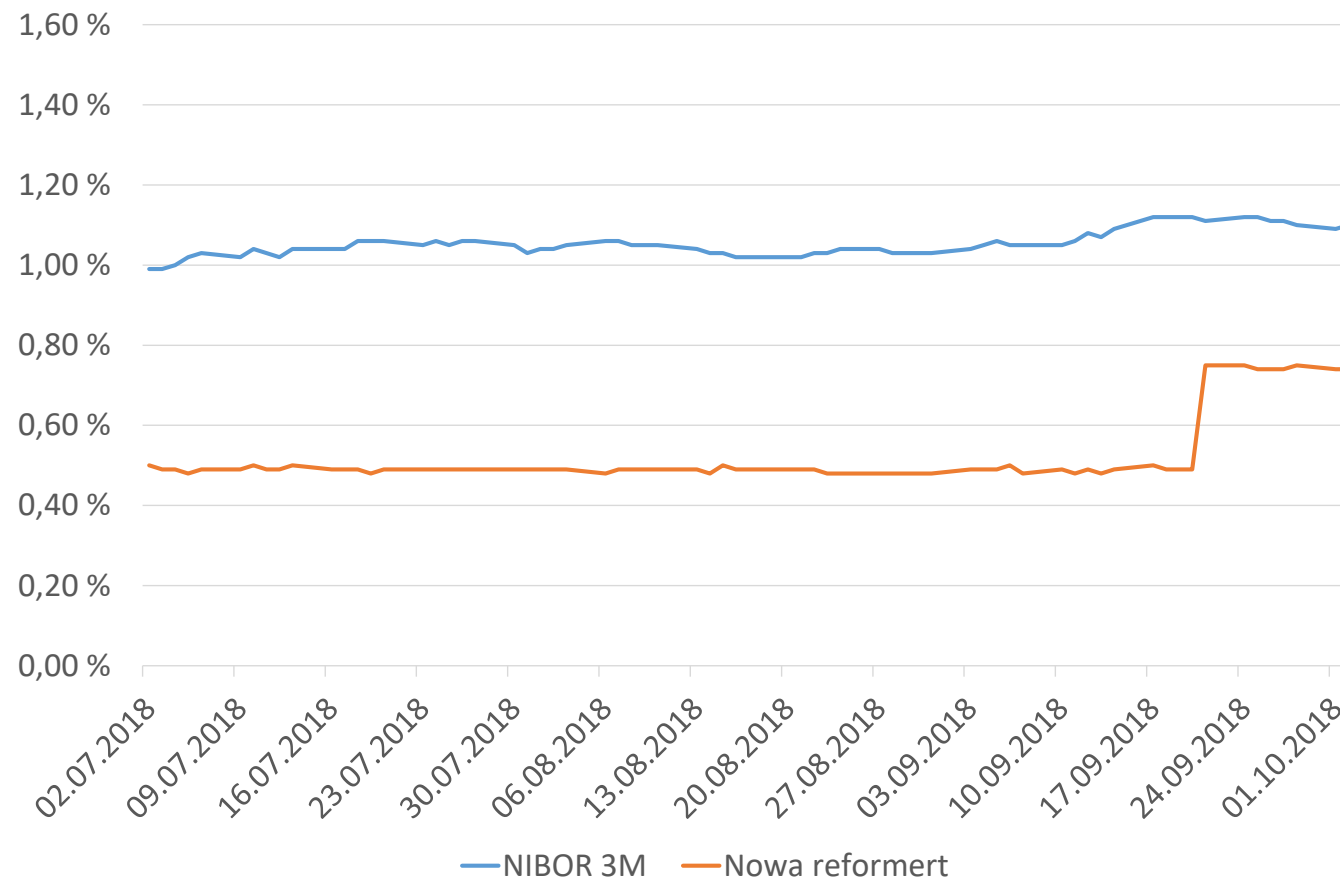


Foreslåtte markedskonvensjoner for Nowa som referanserente

Område	Konvensjon
Dagkonvensjon	Act/365
Virkedagskonvensjon	Modifisert påfølgende virkedag
Renteberegning	Bakoverskuende
Snitt	Kapitalisert snitt (renters rente)
Rente-/observasjonsperiode	Skiftet observasjonsperiode
Varslings-/skiftperiode	2 dager
Margin	Lagt til over referanse, ikke kapitalisering
Avkastningsindeks	Norges Bank med høring og forslag om publisering av kapitalisert Nowa-avkastningsindeks

Eksempel: Nibor-lån vs Nowa-lån

Dato: 02.07.2018
Nibor: 0,99%
Margin: 1%
Kunderente: 1,99%
Rentebetaling 04.10.2018



Dato: 02.10.2018
Nowa kapitalisert snitt: 0,52%
Margin: 1,00%
Påslag differanse Nibor-Nowa: 0,38%
Kunderente: 1,90%
Rentebetaling: 04.10.2018

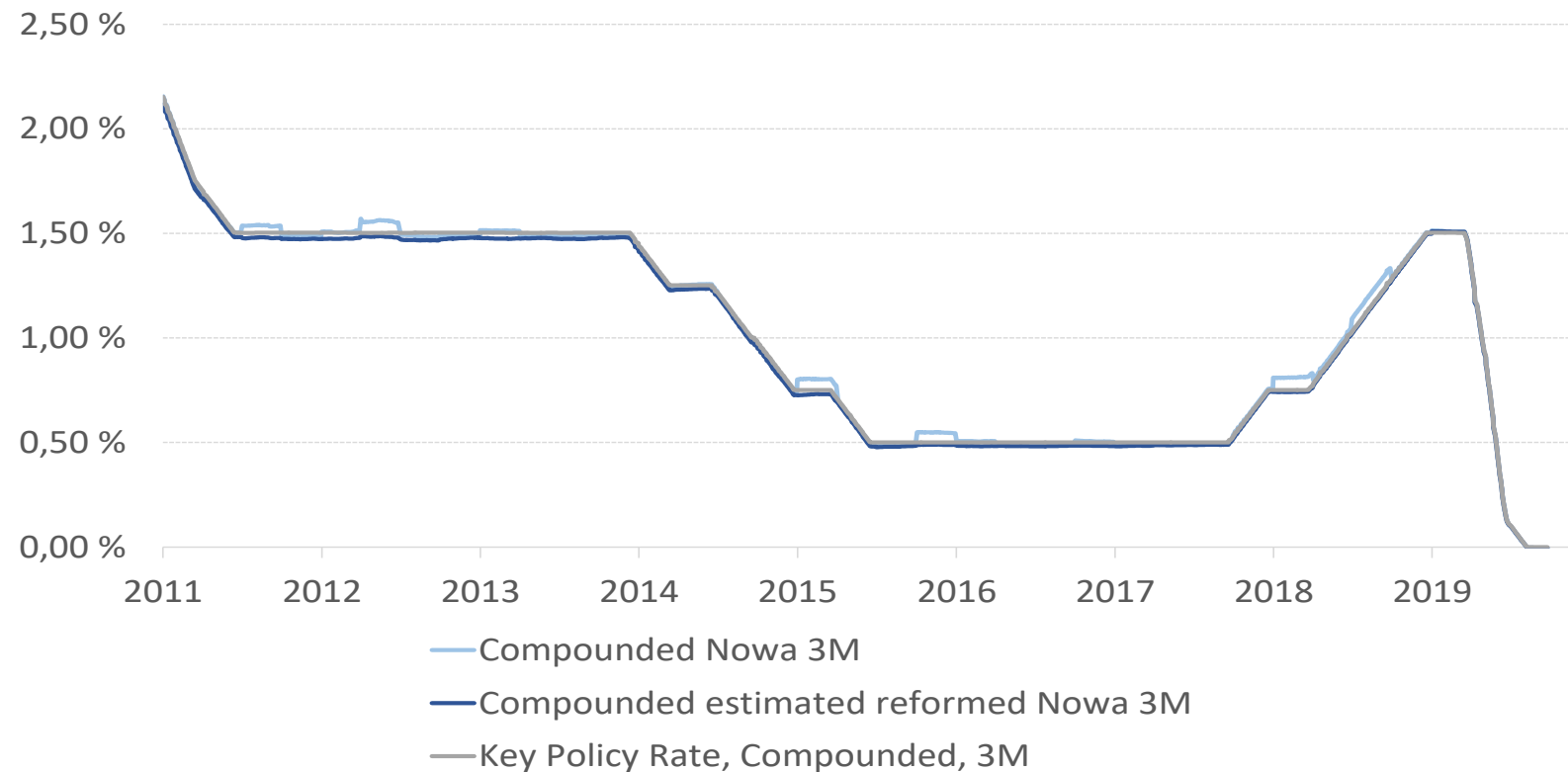
Tilbakemelding på konsultasjonsrapporten

Mottatt tilbakemeldinger fra 15 institusjoner

- I all hovedsak støttende til foreslåtte konvensjoner
- Gruppen for Overnight Index Swap (OIS) med ønske om utsatt betaling som konvensjon i stedet for skiftet observasjonsperiode da dette harmoniserer med internasjonal praksis
- Ønske om utredning av påvirkning på makroøkonomiske forhold – anses utenfor arbeidsgruppens mandat

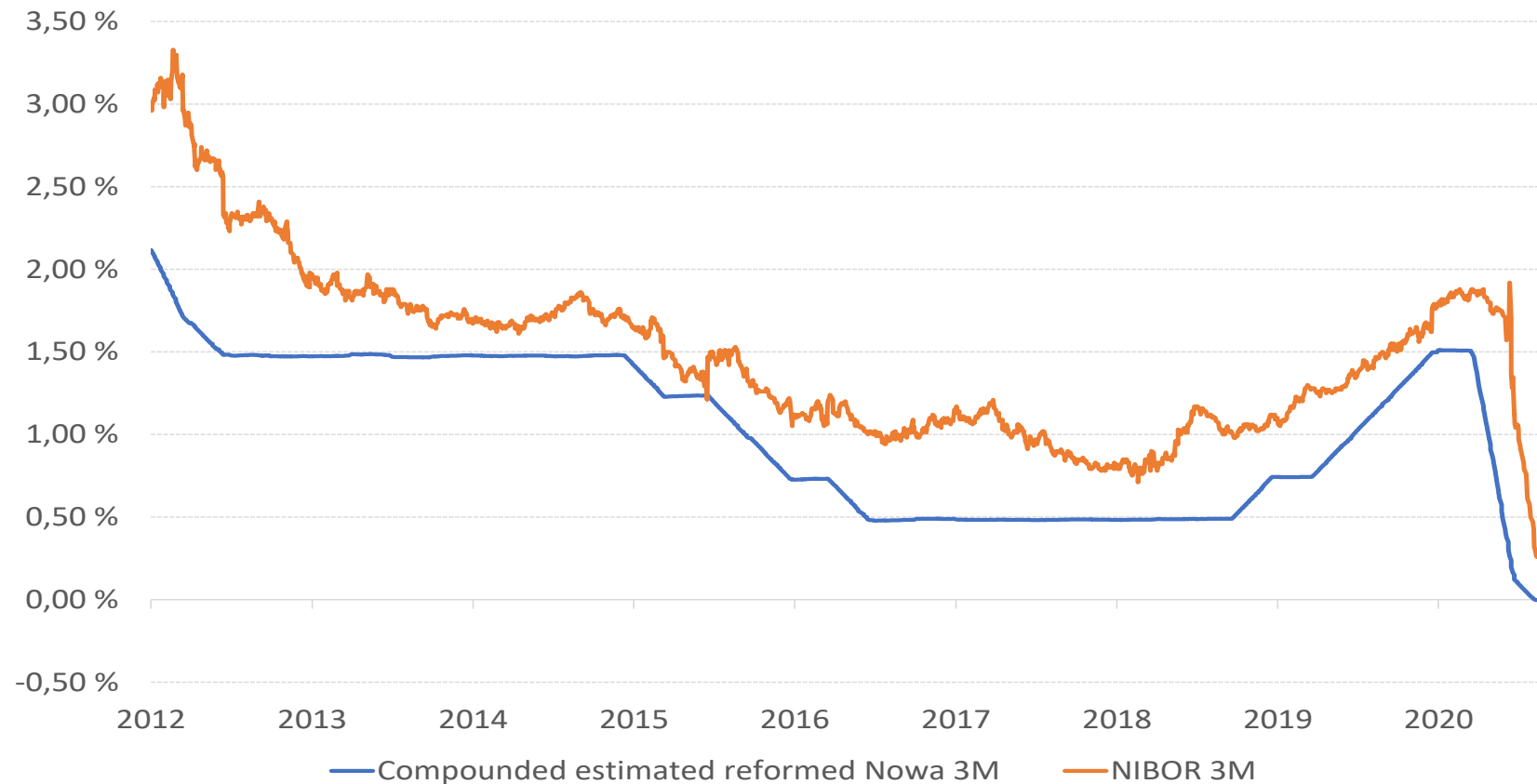
Nowa, reformert Nowa og styringsrenten

Kapitalisert. Tremåneders løpetid



Differanse Nibor og Nowa

Kapitalisert. Tremåneders løpetid



01

Status, Vidar Knudsen, leder ARR

02

Markedskonvensjoner Nowa, Henning Nilsen

03

Triggerhendelser og fallback-klausul, Jan Bjørnsen

04

Beregning av spreadjustering ved bortfall av Nibor, Christian Heggen

05

Q & A

Rettslig utgangspunkt

EUs referanseverdiforordning (2016/1011) (BMR) ble tatt inn i norsk rett gjennom endringer i referanserenteloven med virkning fra 20. desember 2019.

Enheter under tilsyn som bruker en referanseverdi, skal utarbeide og vedlikeholde solide skriftlige planer som beskriver de tiltakene de vil treffe dersom en referanseverdi blir vesentlig endret eller opphører.

- ✓ dersom mulig og hensiktsmessig, angi en eller flere alternative referanseverdier som kan brukes som referanse i stedet for de aktuelle referanseverdiene
- ✓ forklare hvorfor disse referanseverdiene vil være egnede alternativer.

En enhet under tilsyn skal på anmodning framlegge disse planene for den kompetente myndigheten, og **de skal gjenspeiles i kontraktsforholdet til kunder.**

Bruk av en referanseverdi er bla. definert som;

- ✓ utstedelse av et finansielt instrument som viser til en indeks eller en kombinasjon av indekser,
- ✓ 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,
- ✓ deltakelse i en finansiell kontrakt som viser til en indeks eller en kombinasjon av indekser
 - «finansiell kontrakt» er i BMR definert som kredittavtaler som definert i forbrukerkredittdirektivet og boliglånsdirektivet
- ✓ måling av et fonds resultater ved hjelp av en indeks eller en kombinasjon av indekser.

Rettslig utgangspunkt, forts.

EU-kommisjonen fremmet den 24. juli 2020 et forslag om å endre referanseverdiforordningen.

Forhindre forstyrrelser i økonomien og negative effekter på finansiell stabilitet i EU forårsaket av at en mye brukt referanseverdi/-rente, fases ut, eksempelvis som følge av at;

- ✓ referanseverdien-/renten ikke lengre en representativ og ikke kan gjenopprettes i henhold til BMR art. 23;
- ✓ 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, og at det ikke eksisterer en etterfølgende administrator for referanserenten.

Forslag innebærer at **kommisjonen gis muligheten til å utpeke en erstatningsrente** som dekker alle henvisninger til referanserenten som fases ut.

Ved valg av erstatningsrenten skal kommisjonen ta hensyn til anbefalingene fra relevante arbeidsgrupper.

Forslaget til endring i referanseverdiforordningen vil kun gjelde for **kritiske referanseverdier**, eksempelvis Libor, og bare for **avtaler hvor et foretak under tilsyn er part i avtalen**.

- For kontrakter som ikke involverer et foretak under tilsyn, oppfordres medlemsstatene til selv å sørge for lovbestemte erstatningsrenter, og de bør velge den samme erstatningsrenten som EU-kommisjonen har valgt

NoRe og regelverket for Nibor

Den 12. oktober 2020 godkjente Finanstilsynet søknaden fra Norske Finansielle Referanser AS (NoRe) om autorisasjon som administrator av Nibor under BMR.

«**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 som følge av

- ✓ 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.

«**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.

«**Nibor Consultation Policy**» - før en mulig avvikling vil det gjøres en vurdering i Nibor Oversight Committee, etterfulgt av en offentlig høring i henhold til «Nibor Consultation Policy».

Noen internasjonale utviklingstrekk

ARRC Benchmark Transition Event

*“The first two triggers require a **public statement** or publication of information **that the actual cessation of LIBOR has occurred or is expected** by the **administrator** of LIBOR (the ICE Benchmark Administration), **the regulatory supervisor** of the administrator of LIBOR (the Financial Conduct Authority or “FCA”), **the central bank** for the currency of LIBOR (the U.S. Federal Reserve System) **or a bankruptcy/resolution official or court** with jurisdiction over the administrator of LIBOR.*

*The third trigger recommended by the ARRC for syndicated loans is a “**pre-cessation**” trigger found in clause (3) of the definition of “Benchmark Transition Event”.*

(ARRC Recommendations Regarding More Robust Language For New Originations of Libor Syndicated Loans, June 30, 2020).

Noen internasjonale utviklingstrekk, forts.

ISDA “Index Cessation Event” (ISDA 2020 IBOR Fallbacks Protocol)

- a **public statement or publication of information** by or on behalf of the administrator of the Relevant IBOR announcing that it **has ceased or will cease to provide the Relevant IBOR permanently or indefinitely**, provided that, at the time of the statement or publication, there is no successor administrator that will continue to provide the Relevant IBOR; or
- a **public statement or publication of information** by the **regulatory supervisor** for the administrator of the Relevant IBOR, **the central bank** for the currency of the Relevant IBOR, **an insolvency official** with jurisdiction over the administrator for the Relevant IBOR, **a resolution authority** with jurisdiction over the administrator for the Relevant IBOR or **a court or an entity with similar insolvency or resolution authority** over the administrator for the Relevant IBOR, which states that the administrator of the Relevant IBOR **has ceased or will cease to provide the Relevant IBOR permanently or indefinitely**, provided that, at the time of the statement or publication, there is no successor administrator that will continue to provide the Relevant IBOR;

Dersom “Relevant IBOR” er “sterling LIBOR”, “Swiss franc LIBOR”, “U.S. dollar LIBOR”, “euro LIBOR”, “Japanese yen LIBOR”, “the Singapore dollar swap offer rate” eller “the Thai baht interest rate fixing”, vil også en offentlig kunngjøring om manglende representativitet utgjøre en Index Cessation Event.

Arbeidsgruppens vurderinger og forslag til triggerhendelser

Har tatt utgangspunkt i de fallback-løsninger som er foreslått av blant annet EU-kommisjonen, ARRC og ISDA.

Har vurdert både «cessation trigger» og «pre-cessation trigger».

- **«Cessation trigger»** - knyttes til en offentlig kunngjøring om at den aktuelle referanseverdien vil opphøre.
- **«Pre-cessation trigger»** - en hendelse som inntreffer tidligere og som utløser fallbackklausulen uten at det er formelt besluttet at referanseverdien skal opphøre, eksempelvis som følge av kunngjøring fra offentlig myndighet om at referanseverdien ikke lenger er representativ.

Ikke foreslått «pre-cessation trigger» under henvisning til BMR art. 11(4);

- 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, bidragsyterne eller metoden for å sikre at inndataene er representative for den markedsmessige eller økonomiske virkeligheten.

Har 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 EU-kommisjonen, ARRC og ISDA.

- 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 dette kunne skape bilaterale konflikter mellom partene om valget av referanserente.

Arbeidsgruppens vurderinger og forslag til triggerhendelser, forts.

I tråd med forslagene som er fremmet av ARRC og ISDA har arbeidsgruppen foreslått at fallback-klausulen for Nibor først trigges som følge av en offentlig kunngjøring fra administrator for Nibor (NoRe), Finanstilsynet, domstol, bobestyrer eller eventuelle andre organer med myndighet over NoRe, om at Nibor ikke lenger skal publiseres.

- Så lenge Nibor eksisterer, eventuelt justert innenfor sitt regelverk, skal denne benyttes.
- Forutsetter at det på tidspunktet for kunngjøringen ikke finnes en ny administrator som skal overta administrasjonen av Nibor
- Konverteringen vil skje fra og med den dato Nibor ikke lenger publiseres og med virkning fra den første påfølgende renteperiode.

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»?

Arbeidsgruppens vurderinger og forslag til triggerhendelser, forts.

I motsetning til ARRC og ISDA har ikke arbeidsgruppen ansett det nødvendig å innta en egen definisjon av konverteringsdato, men foreslår at konverteringsdato presiseres i fallback-klausulen og at erstatningsrenten tas i bruk fra og med den dato Nibor ikke lenger publiseres, med virkning fra påfølgende renteperiode.

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

Arbeidsgruppen har vurdert om fallback-klausulen bør regulere situasjonen ved bortfall av én eller flere terminlengder, eksempelvis i form av en bestemmelse om interpolering mellom to gjenværende terminlengder, men vurdert det slik at bortfall av enkelte terminlengder fortrinnsvis løses gjennom Nibor-regelverket.

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 (ARRCs «hardwired approach»).

Vurdert til å forutsette en fremoverskuende terminrente, hvilket NOWA ikke er.

Arbeidsgruppens vurderinger og forslag til triggerhendelser, forts.

Arbeidsgruppens vurdering er at utforming av én felles metodikk i størst grad tilfredsstillende målsetningen om en forutsigbar fallback-klausul som så langt mulig søker å minimere konflikt og risiko for verdioverføring ved en overgang fra Nibor til Nowa.

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 bla. låneavtaler, 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?

01

Innledning, Vidar Knudsen, leder ARR

02

Markedskonvensjoner Nowa, Henning Nilsen

03

Triggerhendelser og fallback-klausul, Jan Bjørnsen

04

Beregning av spreadjustering ved bortfall av Nibor, Christian Heggen

05

Q & A

Hvordan erstatte Nibor med 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 gjennomsnittrenten for tenor f på fixingdag t

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

Hvordan erstatte Nibor med Nowa?

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

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

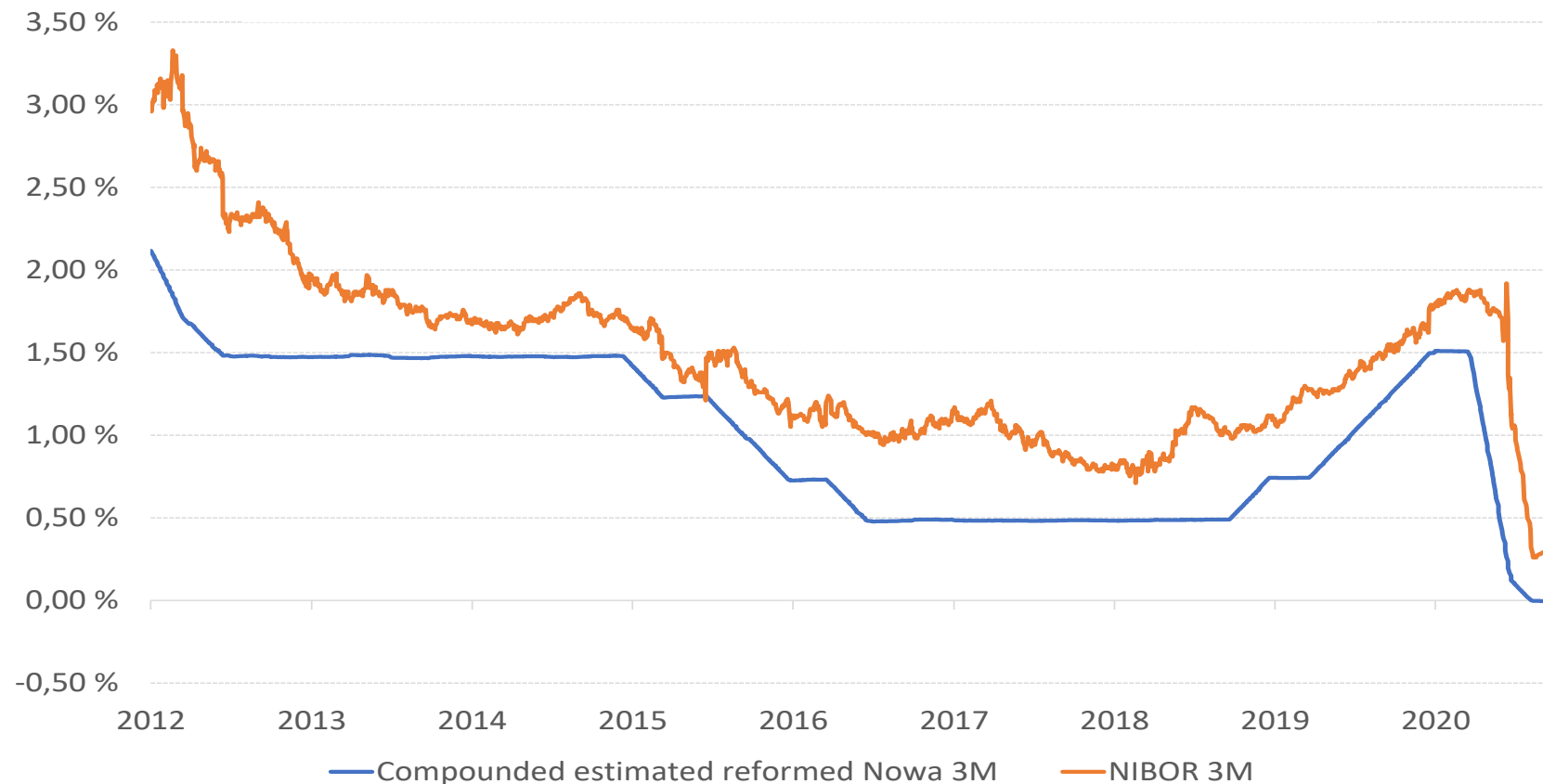
u benevner en rentedag

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

$Nowa_u$ er Nowa overnattenrenten på rentedag u

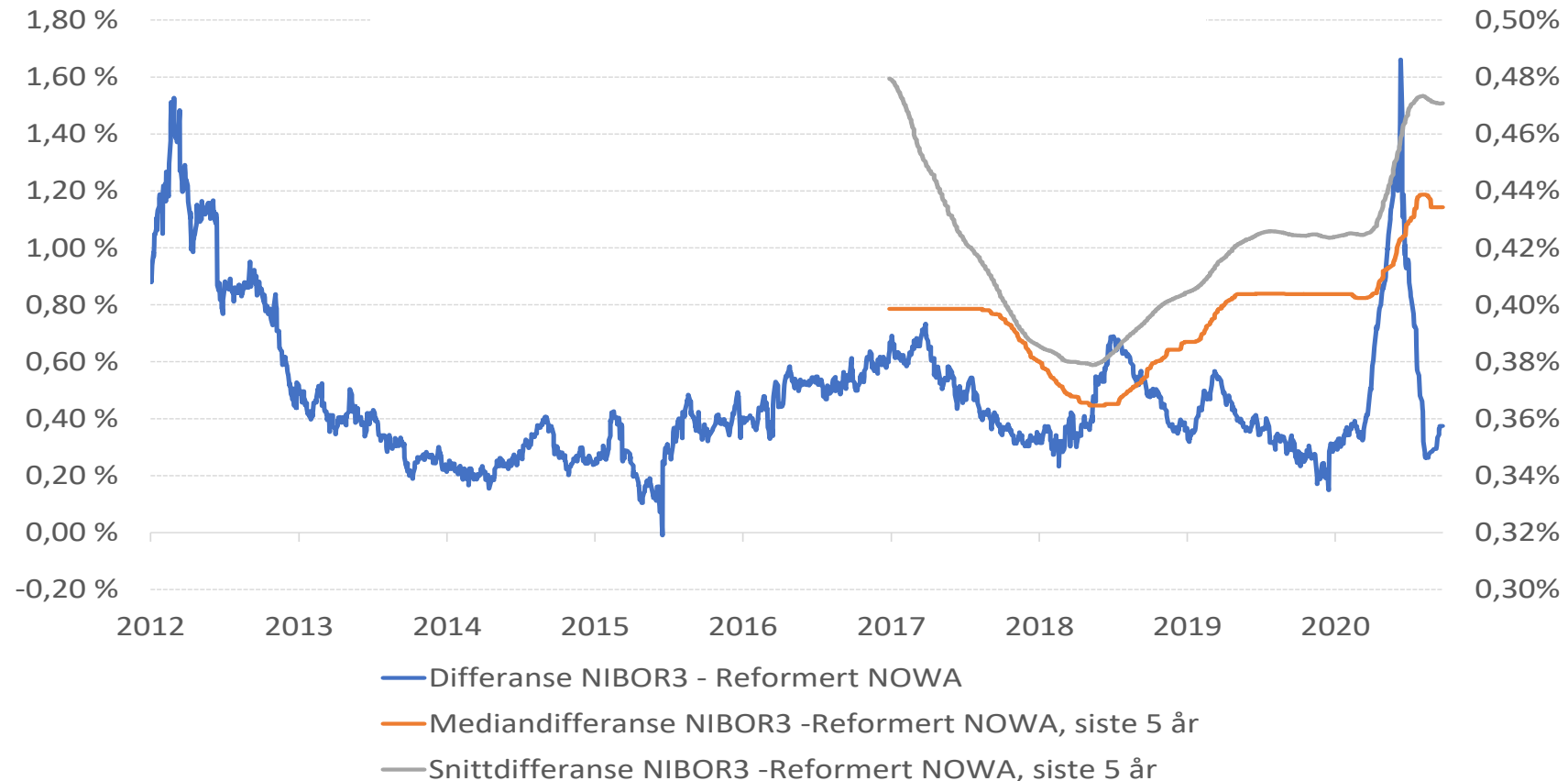
Differansen mellom Nibor og Nowa

Tremåneders løpetid. Nowa er kapitalisert



Differansen mellom Nibor og Nowa

Tremåneders løpetid. Nowa er kapitalisert



Differansen mellom Nibor og Nowa

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

Differansen mellom Nibor og Nowa

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

Differansen mellom Nibor og Nowa

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

Forslag til fallback-klausul

«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.*

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

01

Innledning Vidar Knudsen, leder ARR

02

Markedskonvensjoner Nowa, Henning Nilsen

03

Triggerhendelser og fallback-klausul, Jan Bjørnsen

04

Beregning av spreadjustering ved bortfall av Nibor, Christian Heggen

05

Q & A

Oppsummering

- Nowa er den anbefalte alternative referanserenten i Norge
- Arbeidsgruppen sikter mot å publisere de endelige rapportene innen utgangen av 2020. En rapport tar for seg etableringen av et OIS-marked i NOK og en rapport med
 - i. anbefalinger om markedsstandarder for hvordan Nowa kan brukes i finansielle produkter, og
 - ii. hvordan Nowa kan brukes som en fallback i Nibor-kontrakter og hva som vil føre til en overgang fra Nibor til Nowa
- Konsultasjonsrapporten som omhandler punkt (ii) har høringsfrist 2. november
- Hørings svar, spørsmål, innspill eller ønske om å bidra i arbeidet kan sendes til arr@norges-bank.no

Markedskonvensjoner for Nowa og fallbackløsninger ved bortfall av Nibor

ARBEIDSGRUPPEN FOR ALTERNATIVE REFERANSERENTER (ARR)

WEBINAR 26. OKTOBER 2020

Vedlegg

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 blir 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?