

Arbeidsgruppen for alternative referanserenter i norske kroner

E-post: ARR@norges-bank.no.

Dato: 30.10.2020

Vår ref.: 20-49/PES

Deres ref.:

## Høringsvar om fallbackløsninger for Nibor

Vi viser til konsultasjonsrapport om fallbackløsninger og termin- og spreadjustering mellom Nibor og Nowa ved et eventuelt bortfall av Nibor, publisert av Arbeidsgruppen for alternative referanserenter i norske kroner i september 2020.

Norske Finansielle Referanser AS (NoRe) er ansvarlig administrator for Nibor. NoRe har godkjenning fra Finanstilsynet som administrator for Nibor etter kravene som følger av EUs forordning 2016/1011 av 8. juni 2016 om indekser som brukes som referanseverdier for finansielle instrumenter og finansielle kontrakter (BMR). BMR ble implementert i norsk rett i desember 2019 gjennom henvisning i den norske referanseverdiloven.

Av BMR artikkel 28 følger at en administrator skal offentliggjøre en framgangsmåte for tiltak som skal treffes av administratoren ved endring eller opphør av en referanseverdi. Enheter under tilsyn som bruker en referanseverdi skal på sin side ha planer som beskriver egne tiltak, som om mulig og hensiktsmessig angir alternative referanseverdier.

Arbeidsgruppens arbeid med å spesifisere mulige fallbackløsninger for Nibor som referanserente er på denne bakgrunn viktig både for brukerne av Nibor og NoRe. Vi tillater oss derfor i det følgende å uttrykke våre synspunkter i de spørsmål arbeidsgruppen stiller i konsultasjonsrapporten.

*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?*

Ja, NoRe støtter arbeidsgruppens forslag om fallback-klausulen kun skal tre i kraft basert på en offentlig kunngjøring om at det er formelt besluttet at publiseringen av Nibor skal opphøre. Skal den fall-back-løsning som nå utarbeides gi forutsigbarhet og minimere potensialet for konflikt er det viktig at det som utløser overgang til fall-back-renten er basert på objektiv og på forhånd klart definert informasjon, som partene i de aktuelle avtaler og kontrakter kan enes om uten diskusjon.

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

Nei, NoRe slutter seg til arbeidsgruppens forslag om at fallback-klausulen kun skal tre i kraft når det er offisielt kunngjort at Nibor ikke lenger vil bli publisert, jf. svar på spørsmål 1, og ikke tidligere enn dette.

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

Nei, NoRe slutter seg til arbeidsgruppens forslag om at erstatningsrenten skal tas i bruk fra og med den dato Nibor ikke lenger publiseres, og med virkning fra den første påfølgende renteperiode, og at denne konverteringsdatoen presiseres i formuleringen av fallback-klausulen.

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

NoRe slutter seg til arbeidsgruppens vurdering av at bortfall av enkelte terminlengder løses gjennom Nibor-regelverket. Fjerning av en Nibor terminlengde er etter Nibor-regelverket, jf. NoRes [Nibor Consultation Policy](#), definert som en «material change». En slik endring skal gjøres til gjenstand for offentlig høring før beslutning fattes. Høringen vil gi brukerne av Nibor anledning til å uttrykke synspunkter til forslaget og tid til å tilpasse seg bortfall av den aktuelle løpetid, og skal også omhandle mulige alternativer til den rente som vurderes fjernet.

Blant mulige alternativer til en terminlengde fremstår et skifte til en av de gjenværende terminlengdene, eller en interpolering mellom disse terminlengdene, som et naturlig alternativ å vurdere for brukerne. En erstatningsrente basert på gjenværende Nibor-løpetider må i utgangspunktet antas å kunne videreføre flere egenskaper ved den opprinnelige referanserenten enn andre alternative erstatningsrenter, herunder en erstatningsrente basert på Nowa.

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

Ja, NoRe slutter seg til arbeidsgruppens vurdering av at utforming av én felles metodikk i størst grad tilfredsstillende målsetningen om en forutsigbar fallbackklausul som så langt mulig søker å minimere konflikt og risiko for verdioverføring ved en overgang fra Nibor til Nowa.

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

Etter NoRes vurdering ville det ideelt sett vært den beste løsningen om arbeidsgruppens forslag til fallback-klausul, som er en tilpasning til de fallback-løsninger som er foreslått av ISDA for derivater og ARRC for referanserenten USD Libor, kunne finne anvendelse på tvers av alle markeder og produkter. Spørsmålet må imidlertid vurderes både på tvers av markeder og produkter og på tvers av ulike valutaområder. For enkelte brukere av Nibor vil en internasjonal standard for enkelte produkter være å foretrekke fremfor en nasjonal standard som er ment å dekke alle produkter, selv om denne er basert på løsninger som er valgt av sentrale internasjonale standardsettere.

Arbeidsgruppens endelige anbefaling bør derfor åpne for at det for enkelte spesifiserte produkter velges en annen standard enn den arbeidsgruppen foreslår som hovedregel, dersom det kan vises til at det er etablert internasjonal standard for denne type produkter.

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

Ja. NoRe slutter seg til vurderingen av at medianforskjellen vil representere en mere typisk forskjell mellom Nibor og Nowa og være mindre sårbar for ekstremutslag enn et gjennomsnitt.

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

Forskjellen mellom Nibor og Nowa endres over tid, både som følge av endringer i risikovurderinger og endringer i forventninger om renteutviklingen fremover. Forventninger om rentefall vil kunne medføre at Nibor observeres lavere enn Nowa, selv om Nowa, alt annet likt, reflekterer et risikofritt rentenivå som skal ligge lavere enn Nibor. I motsatt fall, ved forventninger om høyere rentenivå, skal Nibor ligge mer over Nowa enn det forskjell i risiko isolert sett skulle tilsi. Som basis for en fast metode for beregning av spreadjustering må de historiske data som benyttes derfor – teoretisk sett – reflektere virkninger av forventninger om renteoppgang og rentefall i like stor grad.

NoRe merker seg at arbeidsgruppen har funnet at 5 års historikk er lang nok til at en fanger opp ulike markedsklima samtidig som perioden ikke blir for lang og inneholder mye utdaterte data, og slutter seg på dette grunnlag til arbeidsgruppens forslag om bruk av 5 års historikk for utregning av spreadjustering. Gitt mangelen på robuste risikofrie renter med løpetid ut over én dag, må det aksepteres at det ikke er mulig å nøyaktig beregne nettoeffektene av de renteforventninger som faktisk har påvirket forskjellene mellom Nibor og Nowa gjennom femårsperioden.

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

Nowa har helt siden etableringen av denne renten i 2011 fulgt Norges Banks foliorente tett. Norges Banks estimerte reformerte Nowa, basert på Norges Banks regelverk gjeldene fra sist årsskifte, har fulgt styringsrenten tett også over års- og kvartalsskifter. Det synes på dette grunnlag ikke å ha stor betydning, jf. arbeidsgruppens beregninger presentert i figur 4 og 5, om spreadjusteringen baseres på historisk Nowa, historisk estimert reformert Nowa eller Norges Banks foliorente gjennom samme periode. Graden av nøyaktighet i beregningen av spreadjusteringen vil uansett være begrenset av at tidsperioden for historiske data ikke kan fastsettes slik at betydningen av renteforventninger fullstendig elimineres, jf. vårt svar på spørsmål 8.

Etter NoRes vurdering synes derfor det viktigste å være at de historiske rentene som skal benyttes i beregningene er klart definert og offentlig tilgjengelige for de aktuelle brukerne.

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

NoRe støtter at erstatningsrenten for Nibor som en hovedregel er en daglig, kapitalisert Nowa med 2 dagers observasjonsskift pluss en spreadjustering. Vi er imidlertid av den oppfatning av de ønsker

som ble uttrykt i høringen om markedskonvensjoner om bruk av eventuelle fastsatte internasjonale markedsstandarder for bestemte produkter, særlig OIS-swapper, bør følges opp videre, jf. også vårt svar på spørsmål 6.

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

Ja, NoRe finner det mest hensiktsmessig at erstatningsrenten konverteres til samme dagkonvensjon som benyttes for Nibor. For brukerne av Nibor vil bruk av denne dagkonvensjonen innebære at det bare er referanserenten i kontraktene som må endres, og ikke også den margin som er fastsatt over Nibor.

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

Ja, NoRe finner forslaget til fallbackklausul klar og godt dekkende for formålet.

Vi legger imidlertid til grunn at begrepet og innholdet i «den daglige kapitaliserte Nowa-renten» som det vises til i forklaringen av «Terminjustert Nowa» senere må presiseres, og at en slik presisering må publiseres på en måte som er hensiktsmessig for brukerne.

*Spørsmål 13: Er det andre forhold din institusjon ønsker å kommentere som ikke allerede er dekket i spørsmål 1-12?*

Konsultasjonsrapporten gir faglige vurderinger og forslag til fallbackløsninger og termin- og spreadjustering mellom Nibor og Nowa. Et spørsmål som ligger utenfor dette, men som på et tidspunkt må avklares, er hvordan løsningen skal implementeres i praksis. Nyttens av løsningen vil bli størst dersom brukerne forholder seg til denne som en felles standard.

NoRe kan gjennom Nibor-rammeverket anbefale arbeidsgruppens løsning som erstatningsrente for Nibor, men kan ikke pålegge brukerne av Nibor å følge denne. I EU behandles nå forslag om at EU-kommisjonen skal kunne beslutte erstatningsrenter for de aller viktigste referanserentene, for bruk i avtaler der erstatningsrente ikke er nedfelt. Bestemmelsen vil gjelde brukere som er underlagt tilsyn. For andre brukere mener EU-kommisjonen at tilsvarende beslutninger bør kunne fattes nasjonalt.

Også i Norge bør det vurderes hvordan en kan sikre at det etableres en felles adferd når det gjelder fall-back for Nibor. Vi antar at mye vil kunne dekkes gjennom de mønsteravtaler som Finans Norge forvalter, Nordic Trustee sin standarddokumentasjon knyttet til obligasjonslån og de standarder som fastsettes av ISDA.

Med vennlig hilsen  
Norske Finansielle Referanser AS (NoRe)



Per Erik Stokstad  
daglig leder