

2019-09-30

AGAR: Konsultation 2: Övergångsfrågor

Innehåll

Inledning	1
Scenarion Arbetsgruppen utgår från	1
Fallbacks	3
Behov av framtida åtgärder	5
Etablering av marknadsplatser	5
Hjälp med beräkningar.....	6
Etablering av standards och konventioner	6
Sammanfattning av frågor	8

Inledning

I de länder där det mesta talar för att deras huvudsakliga referensränta (LIBOR, Eonia) kommer att upphöra har arbetsgrupperna för alternativa räntor fokuserat stora delar av sitt arbete till frågan om hur övergången till den nya nästan riskfria räntan, RFR, ska se ut. I de kontakter som den svenska arbetsgruppen har haft med aktörer i marknaderna har många tagit upp konkreta frågor om hur själva övergången från Stibor till någon ny ränta ska gå till. Av dessa skäl har Arbetsgruppen för alternativa referensräntor sammanställt några frågor om detta för en konsultation där vi gärna mottar svar på de frågor vi ställer och även övriga kommentarer.

Svar på de ställda frågorna och eventuella andra synpunkter sänds till Bankföreningen på adress: info@swedishbankers.se före den 31 oktober. Frågor kring konsultationen kan ställas till jonny.sylven@swedishbankers.se.

Scenarion Arbetsgruppen utgår från

Sverige står inte inför samma situation som USA och Storbritannien, då det inte finns något tryck från myndigheter om att Stibor ska upphöra som referensränta, vilket det gör i USA och Storbritannien. På grund av Benchmarkförordningen (BMR) måste alla referensvärden bli godkända för att de ska kunna användas i finansiella kontrakt



inom EU. Eftersom EU har beslutat att Stibor är ett kritiskt referensvärde ska en ansökan om att bli godkänd som referensvärde respektive administratör sändas till Finansinspektionen före utgången av 2021. Så kommer även att ske. Beslut om att godkänna Stibor ligger sedan hos Finansinspektionen. Förtroendet för Stibor är gott i marknaden och det finns inga tecken på att aktörerna i marknaden söker sig till andra referensräntor.

Arbetsgruppen konstaterar därför att det inte finns några omedelbara behov av att överge Stibor som den huvudsakliga referensräntan i Sverige. Arbetsgruppen utgår från att Stibor kommer att kunna vara kvar som referensränta om den godkänns.

När Arbetsgruppen inledde sitt arbete fanns det en rätt klar uppfattning i världen om att alla interbankräntor (Ibors) skulle överges för nästan riskfria räntor (RFR) i linje med de rekommendationer som Financial Stability Board (FSB) lämnade 2014. I den rekommendationen fanns det en önskan att överge Ibors för RFR om det inte gick att visa på att den Ibor som användes var baserad på transaktioner. Nu är det klart att åtminstone Euribor kommer att finnas kvar. Euribor har bytt metod för hur fixingen sätts så att den numer är i det närmaste helt baserad på transaktioner. Av denna anledning kan det sägas att Euroland följer rekommendationerna från FSB. Eftersom Euribor kommer att vara kvar har en rad mindre valutaområden tänkt att även de kan behålla sina Ibors.

Arbetsgruppen konstaterar därför att det inte är frågan om en omedelbar förestående förändring av den globala finansmarknaden där alla Ibors överges och alla valutaområden kommer att använda RFR som sin huvudsakliga referensränta.

Dock är det en rad betydande valutaområden som inom de kommande åren kommer att ersätta sitt beroende av Ibors med RFR. Det är främst USA, Storbritannien och Schweiz. Över denna tid kommer således den globala finansmarknaden få arbeta med olika ränteregimer. För länder där finansiella strömmar med dessa länder är stora kommer det finnas en större sannolikhet för att RFR anammas än i länder som inte har lika stora finansiella relationer med dessa länder. Spridningen kommer troligen att ske genom olika former av finansiella produkter som använder flera valutor (Valutaswappar, syndikerade lån, mm). Hur fort en sådan spridning sker och vad som kan påverka denna kan inte bedömas.

Arbetsgruppen har en uppfattning att det kommer att finnas spridningseffekter genom vissa typer av finansiella kontrakt från de länder där RFR har introducerats.

I Benchmarkförordningens artikel 28 finns i dess andra paragraf en skrivning som säger att enheter under tillsyn ska ha planer på hur de ska agera om referensvärden upphör och att det återspeglas i avtalsförhållandet med kunderna. Detta kan tolkas

som att det ska finnas fallbacklösningar i avtal som innehar referenser till en ränta. Eftersom Benchmarkförordningen har varit gällande sedan inledningen på 2018 borde det redan i dag finnas fallbacklösningar i linje med detta krav. Dock kan det vara så att avtal skulle kunna bli enklare genom att kunna ha en faktisk referensränta som kan pekats på istället för att hänvisa till olika alternativa lösningar.

Arbetsgruppen anser att den svenska RFR borde kunna fungera som en fallbackränta som kan träda in i avtalet om Stibor skulle upphöra existera. Liknande lösningar finns i andra länder.

Frågor:

1. Anser ni att de beskrivningar som Arbetsgruppen gör avseende faktorer som påverkar övergången stämmer med er syn på situationen rörande referensräntor? Utveckla gärna om ni har en avvikande syn.

Fallbacks

Med fallbacks avses här avtalsskrivningar som avser hur parterna i avtalet ska gå från en referensränta till en annan referensränta. Det som internationellt har diskuterats den senaste tiden har avsett hur det ska avtalas om övergång från en Ibor till en RFR om Iborn upphör, inte är representativ eller på annat sätt inte längre kan anses fungera som det var tänkt när avtalet ingicks.

Arbetsgrupper och olika organisationer har valt att ange hur de anser att aktörer ska skriva in i sina avtal hur en övergång från befintlig referensränta ska gå till. ISDA¹ var den organisation som först beskrev detta och som har varit mest explicit om hur ett sådant skifte ska gå till. Den amerikanska arbetsgruppen för alternativa räntor, ARRC², har också skrivit mycket om detta och de har gett rekommendationer om hur fallbacks kan fungera för en rad produktfamiljer. De har gjort särskilda rekommendationer för så gott som samtliga produktgrupper, förutom derivat där de hänvisar till ISDAs arbete. Även European Central Bank (ECB), Bank of England (BoE) och andra arbetsgrupper har skrivit om hur fallbacks kan vara ett sätt att föra in den nya räntan i marknaden.

Frågan om att ha en hantering av vad som ska gälla om en referensränta upphör är reglerat i Benchmarkförordningen (BMR), vilket är ett regelverk som har varit i bruk sedan början av 2018. Det som därför diskuteras här är hur fallbacks skulle kunna utformas i nya avtal.

¹ International Swaps and Derivatives Association

² Alternative Reference Rate Committee

Utifrån vad ISDA har skrivit så finns det två sakområden som är viktiga i rekommendationer om fallbacks: vad ska sätta igång (trigga) en övergång från den befintliga referensräntan till en ny referensränta i kontraktet och hur ska justeringen mellan räntorna beräknas.

När det gäller triggers har det först diskuterats om att det ska vara någon behörig som ska tillkännage att den befintliga referensräntan ska eller har upphört. Detta kan tillkännages av administratörens tillsynsmyndighet, centralbanken eller administratören själv. Dock har det även påpekats att det behöver finnas möjlighet att byta referensränta i ett avtal när räntan inte längre kan anses vara representativ. Det har även från Euroland påpekats att ett skäl för att byta kan vara att referensräntan inte uppfyller lagkrav. Detta kan ses i belysning av Benchmarkförordningen som ger befogenheter till tillsynsmyndigheter att dra tillbaka tillståndet för ett referensvärde om det inte längre lever upp till kraven i BMR eller inte längre är representativ för dess underliggande marknad. Det verkar rimligt att en skrivning i ett avtal om när ett byte av referensränta ska ske bör stämma med vad som är lagkrav för densamma.

Det anses inte vara helt självklart att en Lbor ska kunna ersättas av en RFR. Eftersom en RFR har en kortare löptid än de flesta andra lbors och i många fall kan sägas sakna någon kreditriskaspekt så är det naturligt att tro att RFR är lägre än Lbor. Därför har det föreslagits att en justering ska ske av RFR för den kvarvarande löptiden i kontraktet så att den blir jämförbar med Lbor genom att en löptidsfaktor och en kreditriskfaktor läggs till. Detta har än så länge för ISDA del mynnat ut i förslag om att löptidsfaktorn ska hanteras av att räntorna beräknas med ränta-på-ränta medan kreditriskfaktorn identifieras som en historisk differens mellan Lborn och ränta-på-ränta för RFR för samma kupongperiod. ISDA utgår från att det bara är frågan om ränta-på-ränta-metod som ska tillämpas för att skapa kuponger.

AGAR anser att det inte kan finnas något skäl för Sverige att ha en annan rekommendation än vad ISDA har tagit fram. Agar rekommenderar också att denna justering ska användas oavsett typ av produkt.

Justeringen av räntan skulle kunna beräknas vid fallback-tillfället som ett exakt värde uttryckt i punkter som sedan ligger konstant över hela den kvarvarande avtalsperioden. Eftersom RFR är kort kommer den vara mycket mer beroende av den förda penningpolitiken. Den kommer dock inte att prisa in framtida förväntningar på penningpolitiken, vilket kan ses i lbors. En annan skillnad är att lbors inkluderar stress i det finansiella systemet på ett helt annat sätt än vad en RFR skulle göra. Av dessa skäl behöver inte den justering som görs vid själva fallback-tillfället vara avgörande för om den nya räntan är rättvisande i relation till den ränta som avtalet ingicks med.

Frågor:

2. Anser ni att det finns skäl för att Arbetsgruppen ska lämna rekommendationer om utformning av fallbacks? Vad är det då som ska framgå i en sådan rekommendation?
3. Hur bör skälen för att byta referensränta uttryckas i en rekommendation?

Behov av framtida åtgärder

I de länder där den befintliga referensräntan med största sannolikhet kommer att sluta existera har arbetsgrupperna arbetat med åtgärder för att få upp ett ökat intresse för den nya räntan. Detta har även i dessa länder förstärkts genom åtgärder från myndigheter som syftar till att överge referenser till den gamla räntan.

Arbetsgruppen är inte övertygad om att dessa åtgärder är nödvändiga i Sverige just nu utan att detta är något som kan vara aktuellt i framtiden. Om och när Stibor ska överges. Många av dessa frågor avser verksamheter som kräver att marknader har etablerats som inte finns idag. Hela detta avsnitt är därför spekulativt. Det har tagits med för att det har ställts frågor om dessa delar och de diskuteras mycket i andra länder.

Etablering av marknadsplatser

Ett sätt att stimulera användningen av en ny ränta har ansetts vara etableringar av derivatmarknader för de nya räntorna, främst i form av OIS- och futures- marknader. De som driver börser har ofta etablerat dessa men med hjälp av standards och riktlinjer som tagits fram av arbetsgrupperna.

Arbetsgruppen är av den uppfattningen att det i dagsläget inte går att etablera några marknadsplatser för användning av en ränta som inte är etablerad. Den dag räntan publiceras kan marknadsplatser etableras om det finns ett intresse av att skapa dessa marknadsplatser. Dessa marknadsplatser kan då komma att använda de konventioner och standards som Arbetsgruppen har föreslagit. Det kan också bli så att marknadsplatsen kommer att baseras på egna konventioner (se nedan) om det finns en större efterfrågan på sådana lösningar.

Frågor:

4. Håller ni med om att marknadsplatser ska etableras först om det finns ett intresse för dem?

Hjälp med beräkningar

I och med att RFR inte har de längre löptider som Ibors har kan inte heller räntan användas på samma sätt. Det har i de länder där RFR har tagits fram konstaterats att det finns behov av att fortfarande ha en kupongperiod på tre månader eller liknande. Exempelvis har det ansetts vara viktigt för att emittenter ska kunna fortsätta att emittera obligationer med räntebindning på tre månader, FRN. Dock har dessa obligationer inte kunnat konstrueras med räntor som blickar framåt utan de byggs upp under kupongperioden och sägs därför vara bakåtblickande. I Storbritannien har dessa kupongräntor beräknats genom att använda en ränta-på-ränta beräkning (compounded) medan emittenter i USA ursprungligen använde sig av enkla medelvärden under kupongperioden. Nu har dock även USA mer och mer gått över till compounded.

För att underlätta detta förfarande har det föreslagits att administratören av räntan även ska publicera varianter på vad som är aktuell ränta-på-ränta variant för olika kupongperioder. Att räkna ränta-på-ränta är inte det stora problemet som skulle kunna elimineras på detta sätt. Förslaget hör snarare samman med att det kan behövas konventioner om när kupongen ska börja och sluta beräknas (se nedan om konventioner och standards). Det kan skapa standards för hur den aktuella räntan för olika kupongperioder beräknas. Beräkningen är dock bakåtblickande så den aktuella ränta-på-räntan för en särskild löptid är den som gäller för perioden fram till det datumet.

Frågor:

5. Anser ni att det skulle finnas ett värde om administratören skulle publicera vad en RFR-ränta skulle vara compounded på olika löptider?

Etablering av standards och konventioner

Arbetsgruppen skulle kunna sätta upp konventioner för hur vissa delar av denna ränta beräknas. Vad som framkommit från arbetet i andra valutaområden är att detta handlar om hur beräkningar av en ränta som kan användas som kupongränta ska tas fram. Dock har inte detta arbete lett till att det blivit någon större enhetlighet i beräkningsmetoderna mellan länder. Det som dock kan vara en möjlighet är att beräkningarna skulle kunna ske på samma sätt inom valutaområdet oavsett vilken produkt det handlar om.

Fördelen med att ta fram en standard som följs är att det kan bli lättare att jämföra produkter och det kan bli lättare att göra hedgar. Problemet med att ta fram standards för en ränta som inte finns är att det inte med säkerhet går att säga vad det kan finnas för intresse för en viss typ av standard.



För att räkna fram kupongränta, dvs en ränta som skulle kunna fungera som ett alternativ för dagens tremånaders Stibor eller liknande, kan ett antal områden fokuseras:

- Snittberäkningsmetod: Räntan ska vara ett snitt av O/N-räntor under kupongperioden. Generellt har det förekommit vanligt aritmetiskt medelvärde av alla värden under perioden och ränta-på-ränta beräkning av alla räntor under perioden. Det har även diskuterats att det finns olika metoder för att räkna ränta-på-ränta. Det verkar dock som att det är ränta-på-ränta (compounded) som är den vinnande standarden och som verkar gillas av marknaden. I Sverige används i dag ränta-på-ränta metod för beräkning av räntor i Stina- och Riba-kontrakt.
- Betalningsdag: Det har förekommit olika varianter på vilken dag som kupongen ska betalas. Om det inte är känt vad räntan ska bli förrän på kupongdagen är det inte realistiskt att tro att det ska ske betalning den dagen.
- Lagg: Flera av de FRN som har emitterats publikt har haft en ränteberäkningsperiod som börjat någon eller några dagar innan den faktiska kupongperioden börjat och även slutat samma antal dagar innan kupongperioden är över. Detta för att det ska vara klart vid betalningstillfället hur stor kupongen ska bli för såväl den som betalar som den erhåller kupongen.
- Frysning: En metod som har använts är att det antas att den ränta som gäller ett antal dagar före kupongbetalningen ska gälla samtliga dagar fram till kupongbetalningen.

Det har även förekommit olika varianter av hur dessa kan kombineras. De tre sista punkterna är beroende av varandra och därför kan de ses som utbytbara mot varandra i viss utsträckning.

Till detta kan läggas att det kan behövas en normal räntekonvention.

Frågor:

6. Ser ni ett behov av att Arbetsgruppen tar fram standards i enlighet med vad som diskuterats ovan? Förklara gärna varför.
7. Vilka aspekter av ränteberäkningarna anser ni borde vara viktigast att standardisera?

Sammanfattning av frågor

1. Anser ni att de beskrivningar som Arbetsgruppen gör avseende faktorer som påverkar övergången stämmer med er syn på situationen rörande referensräntor? Utveckla gärna om ni har en avvikande syn.
2. Anser ni att det finns skäl för att Arbetsgruppen ska lämna rekommendationer om utformning av fallbacks? Vad är det då som ska framgå i en sådan rekommendation?
3. Hur bör skälen för att byta referensränta uttryckas i en rekommendation?
4. Håller ni med om att marknadsplatser ska etableras först om det finns ett intresse för dem?
5. Anser ni att det skulle finnas ett värde om administratören skulle publicera vad en RFR-ränta skulle vara compounded på olika löptider?
6. Ser ni ett behov av att Arbetsgruppen tar fram standards i enlighet med vad som diskuterats ovan? Förklara gärna varför.
7. Vilka aspekter av ränteberäkningarna anser ni borde vara viktigast att standardisera?