

Konsultasjon: Markedskonvensjoner for finansielle produkter med NOWA som referanser - Arbeidsgruppen for alternative referanserenter i norske kroner, datert juni 2020

Tilsvare fra Nordic Trustee

Innledning

Nordic Trustee («NT») er tillitsmann for mesteparten av obligasjonene utestående med norske ISIN. NTs plikter er regulert i obligasjons- og sertifikatavtalen inngått mellom utsteder og NT. Avtalene er basert på mønstremaler som vedlikeholdes av Nordic Trustee og bransjeaktørene. Herunder er det NTs oppgave å renteregulere alle obligasjoner med flytende rente. Rentereguleringen gjøres automatisk av NTs interne produksjonssystem. Basert på gjeldende konvensjoner reguleres obligasjonsrenten to bankdager før hver ny renteperiode for hver enkelt obligasjon. Reguleringen består i å avlese referanserenten (NIBOR for obligasjoner i norske kroner) fastsatt denne dagen og legge til marginen som gjelder for obligasjonene. Obligasjonsrenten som fremkommer gjelder for den kommende renteperioden. En obligasjon med tre måneders NIBOR vil følgelig rentereguleres fire ganger i året. Den fastsatte obligasjonsrenten distribueres til utsteder, Oslo Børs og VPS-kontofører. NT foretar ca. 7000 NIBOR rentereguleringer hvert år på denne måten.

NT har over tid utviklet og tilpasset sitt interne produksjonssystem utfra endrede behov og etterspørsel fra markedsaktørene. Systemmodulen som fastsetter renter, håndterer de fleste kjente referanserenter og rentekonvensjoner. NT har per dato ikke utvidet systemet til å håndtere automatikk for fastsettelse av renter basert på konvensjoner hvor renten fastsettes mot slutten av renteperioden. Slike tilpasninger vil gjennomføres så snart rammene for endrede markedskonvensjoner er klarlagt. NT vil på dette grunnlag i det følgende konsentrere seg om de praktiske sidene i gjennomføring av foreslåtte endringene i markedskonvensjoner.

For en nærmere beskrivelse av størrelsen på det norske obligasjonsmarkedet, herunder fordeling mellom finansinstitusjoner, stat/kommune og foretak, henvises til høringsnotatet utarbeidet av undergruppen «fallback language og trigger events» avsnittet «Bruk av Nibor i Norge - Obligasjonsmarkedet».

Videre følger NTs tilsvare for hver av arbeidsgruppens anbefalinger og spørsmål slik de er opplistet i konsultasjonsrapporten.

Tilsvare fra Nordic Trustee

1. Dagkonvensjon

Arbeidsgruppen anbefaler rentebetaling med NOWA som referanserente utregnet med faktiske dager i renteperioden dividert med 365.

Støtter din institusjon den foreslåtte dagkonvensjonen? Hvis ikke, utdyp hvorfor dette ikke er det foretrukne alternativet, samt foreslå en alternativ løsning.

NT: Dagkonvensjonen for de fleste obligasjonsavtaler hvor NIBOR er referanserente er basert på faktiske dager i renteperioden dividert med 360. Dersom en NOWA basert fall-back løsning kommer

til erstatning for NIBOR under en eksisterende obligasjonsavtale, vil dermed dagkonvensjonen for referanserenten avvike fra dagkonvensjonen under obligasjonsavtalen med arbeidsgruppens forslag. Nordic Trustee antar at en slik forskjell er systemteknisk gjennomførbar, men har ikke oversikt over for eksempel økonomiske konsekvenser av en slik forskjell.

2. Virkedagkonvensjon

Arbeidsgruppen anbefaler at kontrakter med NOWA som referanserente bruker modifisert påfølgende virkedag og justerer renteopptjeningsdager, da dette er standarden i dagens marked med NIBOR som referanserente.

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.

NT: Ingen bemerkninger.

3. Fremoverskuende eller bakoverskuende observasjoner av NOWA fiksinger i renteperioden

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.

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

NT: NT vil tilpasse systemene for rentefastsettelse til den beregningsmetoden som aktørene ellers kommer frem til. NT er foreløpig ikke tillitsmann for obligasjoner hvor SONIA eller SOFR er referanserente, men følger med på utviklingen i bruken av disse referanserentene. I en overgangsfase vil nok rentereguleringen for avtaler med bakoverskuende renter fastsettes manuelt, før det etableres automatiske prosesser når markedsstandardene er etablert. NT ser for egen del ingen systemmessige begrensninger i tilpasningen til bakoverskuende renter.

4. Simpelt NOWA gjennomsnitt eller kapitalisert NOWA gjennomsnitt

Arbeidsgruppen anbefaler kapitalisert NOWA gjennomsnitt i kontrakter med NOWA som referanserente

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

NT: NT vil tilpasse systemene for rentefastsettelse til den beregningsmetoden som aktørene ellers foretrekker.

5. Sammenligning av metoder for beregning av periodens rente før betalingsdato

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.

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.

NT: NT foretrekker å benytte en offentlig publisert NOWA-indeks for renteberegning. Metoden sikrer at alle aktørene har tilgang til samme beregningsgrunnlag som kan bidra til å redusere avvik og feil, som for eksempel kan følge av ulik behandling av avrunding. NT vil for øvrig tilpasse systemene for rentefastsettelse til den konvensjonen aktørene ellers foretrekker.

6. Varslingsperiode for rentebetaling

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 kalkulerede perioderenten.

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

NT: Betaling av renter for obligasjoner registrert i VPS foretas gjennom Nets betalingssystem. Pengene må være tilgjengelig om morgenen dagen før selve rentebetalingen. Det er kontoførerne i VPS som administrerer ordningen og som påser at utsteder har stilt rentebetalingsbeløpet til rådighet innen aktuelle friser. Betalingen stoppes dersom beløpet ikke er tilgjengelig innen fristen og rentebetalingen blir følgelig misligholdt. Under dagens system, sender kontofører normalt varsel om rentebetaling omkring 10 bankdager før rentebetalingsdagen.

Arbeidsgruppen foreslår 2 dagers varslingsperiode. Legges dagens rutinger til grunn, skal det i løpet av denne perioden således foregå (i) renteregulering av NT med oversendelse til kontofører, (ii) kalkulasjon av rentebeløpet til det enkelte lån av kontofører med oversendelse til utsteder, (iii) tilgjengeliggjøring av rentebeløpet til kontoførers konto senest dagen før rentebetaling.

Rentereguleringen kan gjøres av NT så snart NOWA er publisert dagen etter sluttdato for kalkulasjonsperioden. Alle aktuelle parter kan notifiseres elektronisk omtrent samtidig som renten er fastsatt. Spørsmålet er derfor tiden utsteder trenger for å tilgjengeliggjøre rentebeløpet for kontofører. Svaret er blant annet avhengig av type utsteder.

Noen utstedere har ordninger med kontofører (som er deres bankforbindelse) med trekklinjer hvor rentebetalingsbeløpet reserveres dagen før rentebetalingen og kontodebiteringen skjer på betalingsdagen. Dette kan typisk være for norske finansinstitusjoner og kommuner, og kanskje noen større foretak.

For øvrige utstedere, og da særlig innen foretakssektoren må utsteder manuelt gjøre overføring til kontofører gjerne dagen før Nets betalingen, basert på betalingsnotis fra kontofører som igjen er basert på NTs fastsette av obligasjonsrenten for perioden.

Fra ett praktisk ståsted skulle da et system hvor rentefastsettelsen skjer nærme i tid med betalingen la seg gjennomføre for de fleste norske finansielle og offentlige utstedere, mens det forforetak, og kanskje spesielt for utenlandske foretak, ikke synes praktisk gjennomførbart med bare 2 dagers varslingsperiode. Det er mulig en 5 dagers varslingsperiode vil være tilstrekkelig (men det er vanskelig å fastslå).

Overordnet kan det likevel påpekes at den operasjonelle risikoen for forsinkede rentebetalinger synes å øke når rentefastsettelsen gjøres tett opptil betalingsdagen. Ved forsinkede rentebetalinger foretas det en justering av rentebeløpet med forsinkelsesrente, noe som igjen vil medføre ytterligere kostnader og andre implikasjoner, også for investorer og custodian-systemer. Det er også uheldig for utsteder at et betalingsmislighold oppstår, og det kan svekke tilliten til systemet om slike feil skjer ofte.

Sammenligningen med ISDA-regelverket kan selvsagt være reelt, men det kan også tenkes at aktørene i dette markedet i større grad er finansinstitusjoner som i større grad er knyttet sammen i ulike betalingsordninger og kredittlinjer. Det er selvfølgelig mulig å endre dagens system, for eksempel ved at utsteder må foreta en foreløpig tidlig betaling til kontofører, og hvor beløpet er tilstrekkelig til å toppe eventuelle renteopp ganger de siste dagene, men det kan også i et slikt system være operasjonelle utfordringer.

7. Margin over NOWA

Arbeidsgruppen anbefaler kapitalisert NOWA hvor marginen legges på den kalkulererte NOWA perioderenten. Dvs at marginen ikke kapitaliseres.

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

NT: Støtter arbeidsgruppens anbefaling, jf. også punkt 5. vedrørende offentlig publisering av kapitalisert gjennomsnittlig NOWA-indeks for standardperioder.

Oslo 31/8-2020

Morten S. Bredesen
Nordic Trustee AS