

Резервные положения ISDA

Документы IBOR Fallbacks опубликованы на сайте ISDA и вступят в силу в январе 2021 года

Опубликованная документация включает:

- Дополнения к 2006 ISDA Definitions (**IBOR Fallbacks Supplement**) для включения резервных положений в условия сделок на -IBOR, заключенных после даты вступления дополнений в силу;
- Протокол (**IBOR Fallbacks Protocol**) для включения резервных положений в условия заключенных ранее сделок на -IBOR между присоединившимися к протоколу участниками;
- Шаблоны двухсторонних соглашений для индивидуального согласования условий.

Замена -IBOR на резервные ставки будет происходить при наступлении одного из следующих событий:

- Прекращение публикации индикаторов -IBOR;
- Потеря репрезентативности (*только для LIBOR*).

Резервные ставки рассчитываются и публикуются Bloomberg на основе методики ISDA как сумма накопленных значений безрисковых индикаторов в соответствующей валюте и поправки на спред. Значение поправки на спред фиксируется в момент объявления о наступлении в установленную будущую дату одного из указанных выше событий.

Действие документов не распространяется на сделки с централизованным клирингом, однако крупнейшие центральные контрагенты (CME и LCH) объявили о поддержке резервных положений ISDA и намерении включить их в правила клиринга.



As a result of the work described above, ISDA will launch the IBOR Fallbacks Supplement to the 2006 ISDA Definitions and the ISDA 2020 IBOR Fallbacks Protocol on October 23, 2020. The supplement and the amendments made by the protocol will take effect on January 25, 2021. On this date, all new derivatives contracts that incorporate the 2006 ISDA Definitions and reference one of the covered IBORs will contain the new fallbacks. Derivatives contracts existing as of this date will incorporate the new fallbacks if both counterparties have adhered to the protocol or otherwise bilaterally agreed to include the new fallbacks in their contracts. The protocol will remain open for adherence after this effective date.

ISDA Board Statement on the IBOR Fallbacks Supplement and Protocol (Окт-2020)



Документация IBOR Fallbacks (Launch Date - October 23, 2020)

[IBOR Fallbacks Supplement](#)

[IBOR Fallbacks Protocol](#)

[IBOR Fallbacks Protocol FAQs](#)

[Bilateral documents](#)

[Outline of bilateral documents with descriptions](#)

[Таблица конвенций](#) ISDA для деривативов в привязке к безрисковым индикаторам: новые сделки и сделки на -IBOR после перехода на резервные ставки

[Раздел по реформе индикаторов на сайте ISDA](#)

[Раздел по реформе индикаторов на сайте Bloomberg](#)

Резервные положения ISDA

Пример расчета поправки на спред по методике ISDA

Предположим, что 17-Дек-2020 FCA делает заявление, что последним днем публикации USD-LIBOR 6M будет 31-Дек-2021. Поправка на спред для USD-LIBOR 6M будет зафиксирована 17-Дек-2020 на весь последующий срок.

Последний день исторического периода для расчета спреда определяется по формуле:

$$17\text{-Дек-2020} - 6 \text{ месяцев} - 2 \text{ рабочих дня} = 15\text{-Июн-2020}$$

Начало периода: 15-Июн-2020 – 5 лет = 15-Июн-2015

Поправка на спред будет рассчитана как медианное значение разницы между фиксингами USD-LIBOR 6M на каждую дату в историческом периоде между 15-Июн-2015 и 15-Июн-2020 и соответствующими им накопленными значениями SOFR.

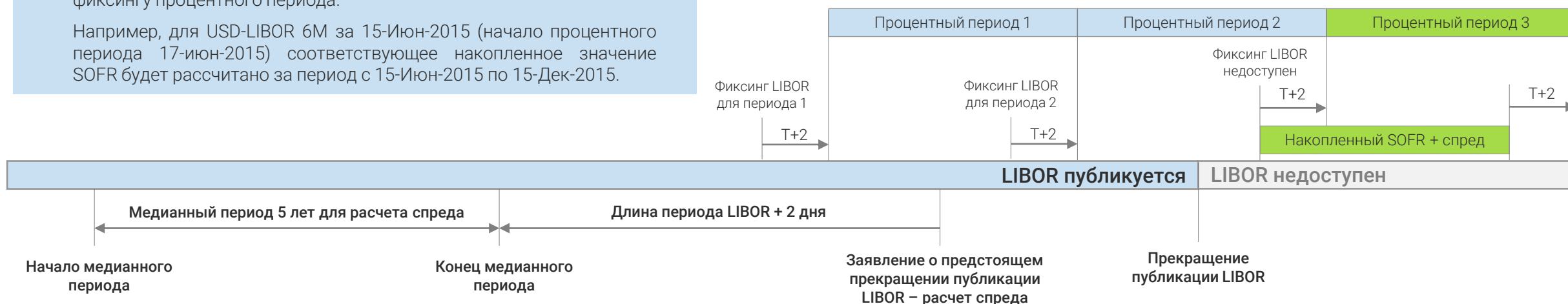
Для каждого фиксинга USD-LIBOR 6M соответствующее ему накопленное значение SOFR рассчитывается за 6-месячный период с началом за 2 рабочих дня до начала соответствующего данному фиксингу процентного периода.

Например, для USD-LIBOR 6M за 15-Июн-2015 (начало процентного периода 17-июн-2015) соответствующее накопленное значение SOFR будет рассчитано за период с 15-Июн-2015 по 15-Дек-2015.

Как работают резервные значения:

1. В дату заявления о предстоящем прекращении публикации USD-LIBOR будет зафиксировано значение поправки на спред, которое будет применяться после фактического прекращения публикации.
2. USD-LIBOR прекращает публиковаться в середине процентного периода #2, однако для расчета процентов за указанный период будет использовано зафиксированное ранее значение USD-LIBOR.
3. Для процентного периода #3 фиксинг LIBOR уже недоступен и будет заменен на сумму накопленного SOFR за период со сдвигом на 2 дня назад относительно процентного периода #3 и поправки на спред из п.1.
4. Значение резервной ставки станет известно только в конце процентного периода #3 и будет опубликовано Bloomberg как резервное значение для отсутствующего USD-LIBOR для даты фиксинга #3.

Сделка IRS на USD-LIBOR (Spot Lag = 2)



Будущее LIBOR: есть ли определенность?

Представитель FCA допустил возможность раннего объявления о дате прекращения LIBOR

Летом 2020 года представитель FCA заявил о том, что официальные заявления о будущем LIBOR могут быть сделаны уже в конце 2020 года – на тот момент предполагалось, что примерно в это время вступят в силу резервные положения ISDA.

Официальное заявление о прекращении публикации LIBOR в определенную будущую дату или потере репрезентативности начиная с установленной даты активирует расчет поправки на спред по методике ISDA, которая в дальнейшем будет использоваться при замене LIBOR.

Вероятнее всего, в выступлении представителя FCA речь шла о прекращении публикации наименее используемых сочетаний валют и сроков LIBOR с сохранением публикации широко используемых сочетаний. Раннее прекращение малоиспользуемых сочетаний позволит, в том числе, протестировать на практике работоспособность механизмов перехода.

Администратор LIBOR* в 2019 году проводил опрос участников для выявления широко используемых сочетаний

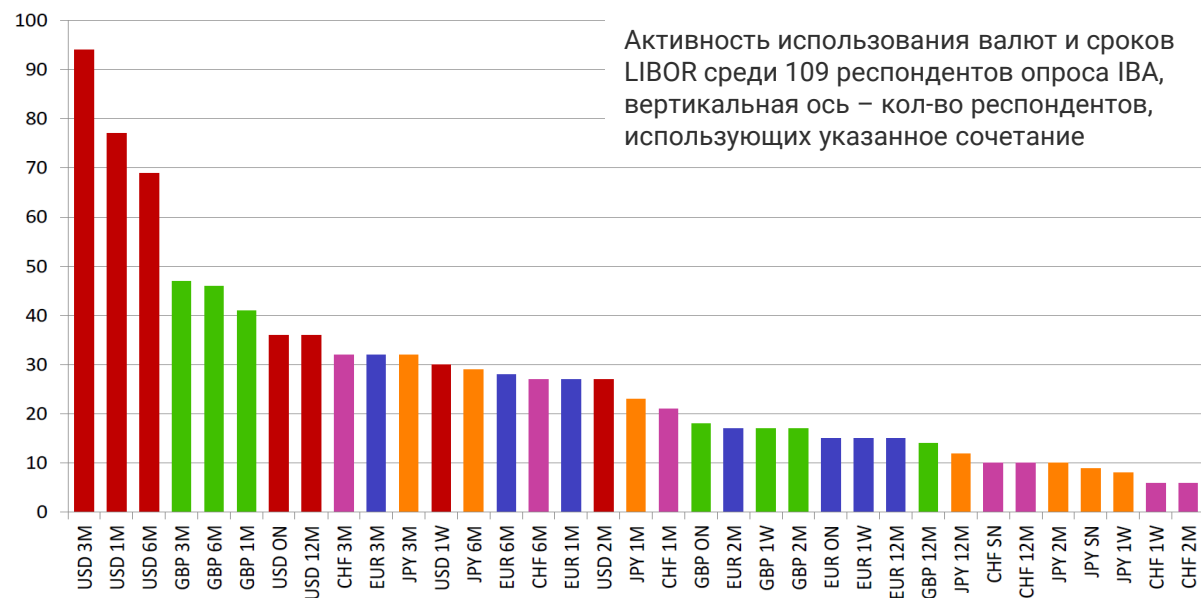
Результаты опроса предполагалось использовать для переговоров с контрибьюторами LIBOR о продолжении публикации наиболее используемых сочетаний после окончания 2021 года. Информации о результатах этих переговоров не было.

*ICE Benchmark Administration



As I have said previously, decisions about what will happen to the various LIBOR settings at the end of 2021 could be announced as soon as the final weeks of this year. There could be announcements by the end of 2020 of cessation of settings at the end of 2021. There could also be announcements that it will no longer be possible to produce LIBOR settings on a representative basis from the end of 2021.

Edwin Schooling Latter, FCA, вебинар ISDA (Июль-2020)



Источник: [ICE Benchmark Administration](#)

Будущее LIBOR: синтетический LIBOR?

Законодатели и регуляторы пытаются решить вопрос с проблемными сделками на LIBOR

В так называемых проблемных сделок на LIBOR (*tough legacy*) отсутствуют механизмы замены LIBOR на альтернативный индикатор, при этом включить подобные механизмы затруднительно или невозможно. Существует два основных подхода к решению вопроса:

- 1) Принудительное изменение условий договоров (*включение или модификация резервных положений или замена индикатора*) на уровне закона - прорабатывается в США и Европе;
- 2) Замена методики самого LIBOR (*синтетический LIBOR*) с сохранением привязки к LIBOR в договорах.

Регуляторы в Великобритании вернулись к идее синтетического LIBOR, которая уже обсуждалась несколько лет назад

В Великобритании рассматривается возможность наделить регулятора FCA правом обязать администратора LIBOR (*который находится под надзором FCA*) заменить методику LIBOR на синтетическую (*в привязке к другим индикаторам*) при потере им репрезентативности. Синтетический LIBOR не будет рассматриваться как репрезентативный индикатор – заключение новых сделок в привязке к нему может быть запрещено в рамках британского регулирования индикаторов UK BMR.

Вероятнее всего, синтетический LIBOR может быть построен на основе срочной версии безрискового индикатора для сохранения характеристики синтетического LIBOR как срочного индикатора.



But I want to underline again, emphatically, that these powers are not an alternative to transition. Firms still need to be ready for life without LIBOR.

Edwin Schooling Latta, FCA, вебинар ISDA (Июль-2020)



The new powers proposed will be available where the FCA has found that a critical benchmark is not representative of the market it seeks to measure and representativeness will not be restored. [...]

The legislation would empower the FCA to protect those who cannot amend their contracts in this way by directing the administrator of LIBOR to change the methodology used to compile the benchmark if doing so would protect consumers and market integrity.

FCA statement on planned amendments to the Benchmarks Regulation (Июнь-2020)



Полезные ссылки

[FCA statement](#) on planned amendments to the Benchmarks Regulation

[FAQ от FCA](#) “Benchmarks Regulation – proposed new powers”

[Speech](#) by Edwin Schooling Latta, FCA “LIBOR transition – the critical tasks ahead of us in the second half of 2020”

Резервные положения для кредитов

Рабочая группа в США (ARRC) выпустила обновленные формулировки для резервных положений в кредитах

Редакция 2019 года резервных положений ARRC для кредитов включала мягкую (*amendment*) и жесткую (*hardwired*) форму. Жесткая форма предполагала возможность использования накопленной (*compounded*) версии SOFR (аналогично подходу ISDA) если срочная версия SOFR (*term SOFR*) недоступна.

На практике резервные положения в жесткой форме не применялись в кредитных договорах, в том числе из-за сложностей использования накопленной версии SOFR в кредитах.

Летом 2020 года в соответствии с выпущенными рекомендациями ARRC Best Practices была подготовлена обновленная редакция резервных положений ARRC для кредитов, которая включает только жесткую форму, однако использует SOFR в простой форме - без сложного процента (*Daily Simple SOFR*), но с сохранением приоритета для срочного SOFR (*при наличии*).

В сентябре 2020 года появилась информация о первом синдицированном кредите с резервными положениями в жесткой форме – до этого на практике в кредитах использовалась только мягкая форма (см. [новость](#) от LSTA).

ARRC также рекомендовала использовать *значение* поправки на спред от ISDA вне зависимости от того, какая именно версия SOFR используется в качестве резервного индикатора в кредитах.



Recommendation 1: To the extent not already utilized, all new syndicated business loans should include ARRC-recommended (or substantially similar) hardwired USD LIBOR fallback language as soon as possible, but in no event later than September 30, 2020. All new bilateral business loans should include ARRC-recommended (or substantially similar) hardwired or hedged USD LIBOR fallback language as soon as possible, but in no event later than October 31, 2020.

ARRC Recommended Best Practices for Completing the Transition from LIBOR



We have learned however that loan facilities will need to accrue interest on a daily basis so an average of SOFR (which is only known at the end of the interest period) is not implementable. Furthermore, compounding on a daily basis is complicated for syndicated loans due to routine intra-period principal fluctuations (whether through prepayments or trading) and represents the greatest departure from current practice.

LSTA "Simple SOFR Is Even Simpler" (Сен-2020)



Полезные ссылки

ARRC Hardwired Fallback Language for [Syndicated/Bilateral](#) Loans
ARRC Recommendations of [Spread Adjustments for Cash Products](#)
ARRC Recommended [Best Practices](#)

Конвенции для SOFR и SONIA в кредитах

Рабочие группы в США (ARRC) и Великобритании выпустили рекомендации по использованию SOFR и SONIA в кредитах

Опубликованные рекомендации дают ответ на множество вопросов практического использования SOFR и SONIA в кредитах.

Рекомендации синхронизированы между собой, основное отличие – рабочая группа в Великобритании рекомендует использовать накопленную (*compounded*) версию SONIA, в то время как ARRC также допускает использование SOFR в простой форме (без сложного процента – *Daily Simple SOFR*).

Отсутствие общепринятой конвенции являлось основным препятствием для начала широкой адаптации индикаторов

В феврале 2020 года ассоциация LMA опубликовала заметку с описанием основных нерешенных вопросов с использованием индикаторов SOFR и SONIA в кредитах. По состоянию на март 2020 было известно всего лишь 2 примера синдицированных сделок в привязке к безрисковым индикаторам.

После публикации рабочими группами рекомендуемых конвенций можно ожидать роста практики кредитования в привязке к безрисковым индикаторам, особенно с учетом жестких дедлайнов по отказу от использования LIBOR в кредитах, поставленных самими рабочими группами.

Ассоциация LMA также публикует на своем сайте доступную в открытом доступе информацию о кредитах в привязке к безрисковым индикаторам.



By the end of Q3 2020 lenders should be in a position to offer non-LIBOR linked products to their customers [...]

All new issuance of sterling LIBOR-referencing loan products that expire after the end of 2021 should cease by the end of Q1 2021.

Further statement from the UK RFRWG on the impact of Coronavirus on the timeline for firms' LIBOR transition plans (Apr-2020)



Recommendation 3: No business loans using USD LIBOR and maturing after 2021 should be originated after June 30, 2021.

ARRC Recommended Best Practices for Completing the Transition from LIBOR



Полезные ссылки

Рекомендации рабочей группы в Великобритании по конвенциям для двухсторонних и синдицированных кредитов на SONIA:

[Recommendation statement](#)

[Supporting slides](#)

[Worked examples](#)

[Survey results](#)

[Рекомендации ARRC](#) по конвенциям для синдицированных кредитов
[Сопроводительный документ](#) к рекомендациям ARRC

[Таблица от LMA](#) с информацией по кредитам в привязке к безрисковым индикаторам

€STR: где ликвидность?

В июле 2020 года клиринговые организации перешли с EONIA на €STR для начисления процентов и дисконтирования

Переход на €STR для начисления процентов и дисконтирования не оказал влияния на объемы торгов OIS на €STR, которые по-прежнему находится ниже уровней начала 2020 года. Единственным наблюдаемым позитивным трендом является увеличение объемов на длинных сроках.

Где можно взять информацию по объемам сделок?

1. [LCH SwapClear RFR Statistics](#)

Крупнейший центральный контрагент в сегменте процентных деривативов с долей рынка >90% регулярно публикует статистику объемов для €STR, SOFR, SARON и SORA

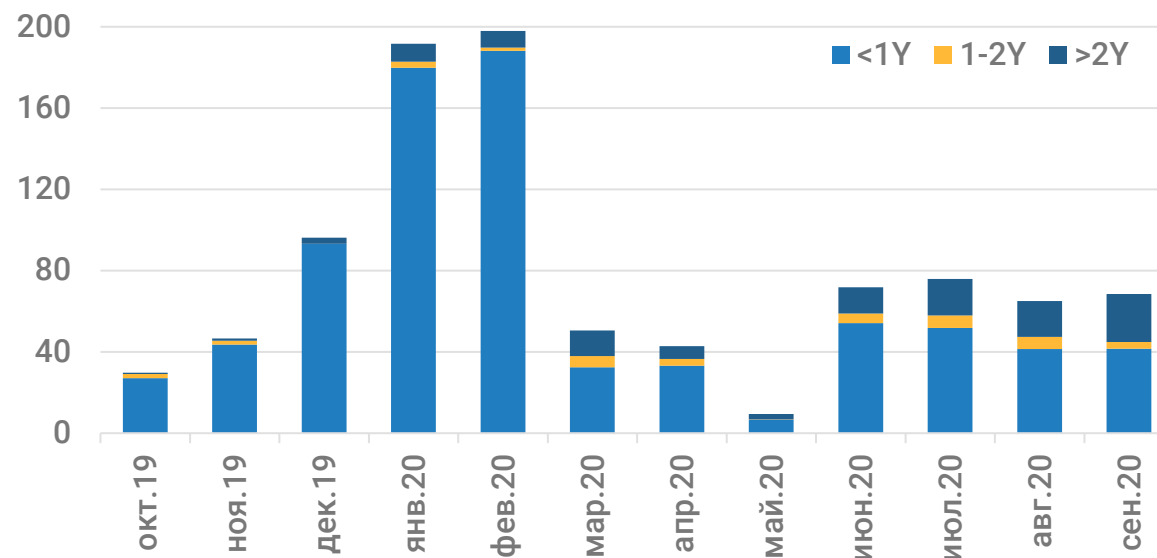
2. [ISDA SwapsInfo](#)

ISDA еженедельно обновляет информацию по объемам торгов по данным американских репозитариев DTCC и Bloomberg

3. [ISDA-Clarus RFR Adoption Indicator](#)

ISDA совместно с поставщиком данных по рынку деривативов Clarusft.com запустила индикатор степени адаптации безрисковых индикаторов на основе взвешенных по риску объемов торгов

Объем сделок на LCH в привязке к €STR за месяц, \$ млрд.



Источник: LCH SwapClear RFR Statistics

0.2%

Степень адаптации нового индикатора ESTR в сравнении с EONIA и EURIBOR, измеряемая в терминах взвешенного по риску (DV01) объема торгов

Источник: ISDA-Clarus RFR Adoption Indicator, данные за август 2020

LIBOR и EURIBOR: разные пути

Европейские регуляторы еще раз указали на отсутствие планов прекращения EURIBOR

В настоящий момент EURIBOR находится под надзором бельгийского регулятора FSMA, однако с 2022 года функции надзора за критически-значимыми европейскими индикаторами* перейдут к наднациональному европейскому регулятору ESMA.

Председатель ESMA в сентябре 2020 года подтвердил, что у его ведомства нет планов по прекращению публикации EURIBOR.

Рабочая группа по безрисковым индикаторам в евро продолжает разработку резервных положений для EURIBOR

Европейское регулирование индикаторов EU BMR требует от пользователей EURIBOR включать резервные положения в документацию по сделкам вне зависимости от вероятности такого прекращения.

Резервные положения ISDA предполагают использование €STR в качестве резервного индикатора для EURIBOR в деривативах.

В ноябре 2020 года рабочая группа проведет консультацию с пользователями по резервным положениям для EURIBOR

Для рынка деривативов за основу будет взята методика ISDA, однако консультация будет также затрагивать долговые и кредитные продукты.

*LIBOR, EURIBOR, EONIA, STIBOR (Швеция), WIBOR (Польша). Индикаторы центральных банков (например, €STR) не входят в периметр регулирования и не подлежат классификации как критически-значимые.



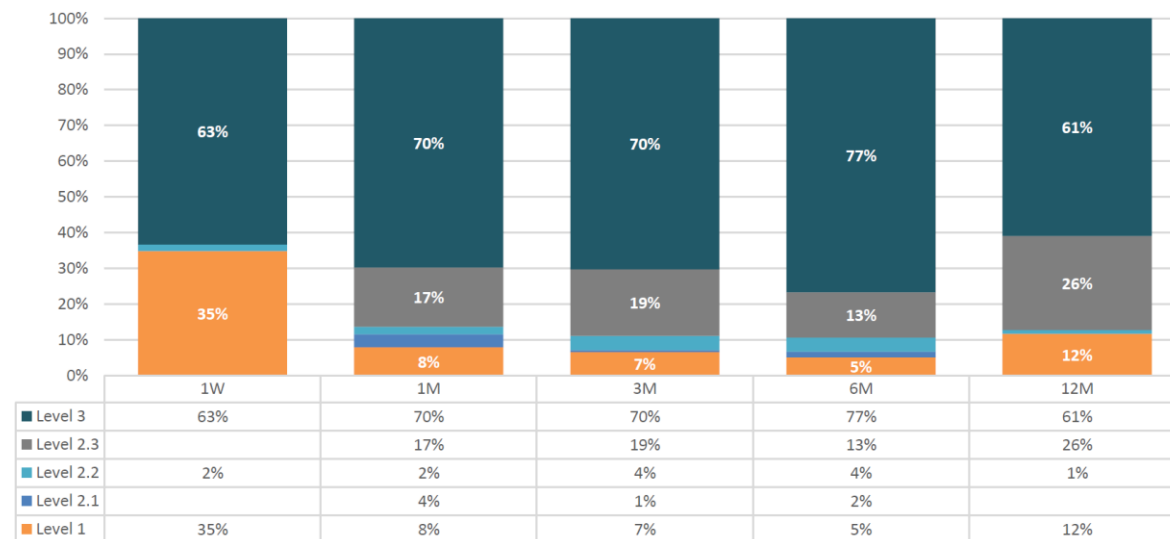
ESMA will substitute the Belgian FSMA as supervisor of EURIBOR in January 2022 and I can clearly state that, as of today, the discontinuation of EURIBOR is not part of our plans. So, ahead of us there are diverging paths for LIBOR and EURIBOR.

Стивен Майёр, Председатель ESMA, Форум City Week 2020 (Сен-2020)



Supervised entities [...] that use a benchmark shall produce and maintain robust written plans setting out the actions that they would take in the event that a benchmark materially changes or ceases to be provided.

Article 28(2), Regulation (EU) 2016/1011 (EU Benchmark Regulation)





Кратко

- Сразу три администратора: [ICE BA](#), [Refinitiv](#) и [FTSE Russell](#) запустили собственные версии срочной SONIA
- Рабочая группа в США (ARRC) [открыла](#) сбор предложений на разработку и администрирование срочного SOFR
- 16 октября 2020 года крупнейшие центральные контрагенты ([LCH](#) и [CME](#)) произведут синхронизированный переход к использованию SOFR вместо EFFR (Fed Funds) для начисления процентов и дисконтирования
- Рабочая группа в США по индикаторам с кредитным риском (Credit Sensitivity Workgroup) [продолжает](#) разработку динамической кредитной добавки к SOFR для кредитов

Рекомендации СРО НФА по LIBOR

В июле 2020 года рабочая группа по LIBOR подготовила рекомендации по переходу от LIBOR на альтернативные индикаторы

Документ включает рекомендации по организации внутренней работы и примерному графику перехода от LIBOR на альтернативные индикаторы, структурированию работы по отдельным направлениям, снижению рисков использования LIBOR в заключенных ранее и новых сделках, адаптации использования альтернативных индикаторов в новых сделках, в том числе кредитах, коммуникации с клиентами и другим вопросам.

Рабочая группа СРО НФА по LIBOR планирует в 2020 году подготовку второй редакции документа в соответствии со складывающейся мировой и российской практикой.

В августе 2020 года Банк России опубликовал информационное письмо* о переходе к новым иностранным эталонным процентным индикаторам

Информационное письмо Банка России синхронизировано с рекомендациями СРО НФА и содержит конкретные предложения по выбору альтернативных индикаторов и определению порядка перехода, в том числе выбору механизмов перехода и методики замены LIBOR с учетом поправок на срочность и spread.

*Информационное письмо от 12 августа 2020 года № ИН-015-52/121



Организация работы и график перехода

Включены рекомендации по организации работы с учетом характера и масштабов использования LIBOR, а также примерный график и основные этапы перехода



Основные механизмы перехода

Выделены три основных направления работы (Резервные положения, Замена и Адаптация) с рекомендациями по каждому из направлений



Синхронизация с мировой практикой

При подготовке использованы рекомендации иностранных регуляторов, администраторов, национальных рабочих групп и ассоциаций



Справедливые условия замены LIBOR

Для сохранения уровня ставки при замене LIBOR на безрисковый индикатор применяется поправка на срочность и кредитный риск



Гибкость подходов и вариантов

Допускается использование как безрисковых индикаторов в различных формах, так и других альтернативных индикаторов



Коммуникация с клиентами

Включены рекомендации по объему и составу раскрытия клиентам информации с учетом различных факторов



Новые индикаторы в кредитовании

Предложены подходы к использованию безрисковых и других альтернативных индикаторов в кредитовании



Вопросы управления рисками

Включены рекомендации по анализу динамики безрисковых индикаторов и особенностям их использования в ценообразовании инструментов