



Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 OSLO

VÅR REFERANSE
10/10133

DERES REFERANSE
12/2 MAO

DATO
08.04.2013

Fastsettelsen av Nibor

1. Innledning

I brev av 14. desember 2012 ber Finansdepartementet Finanstilsynet om, i samarbeid med Norges Bank, en beskrivelse og vurdering av systemet for fastsettelse av referanserenter i det norske finansmarkedet, samt eventuelle tiltak for å styrke det eksisterende systemet. Det vises også til Finanstilsynets brev til Finansdepartementet 31. august 2012.

I kapittel 2 gis en generell beskrivelse av referanserenter i andre land. I kapittel 3 gis det en beskrivelse av hvordan Nibor (Norwegian Interbank Offered Rate) fastsettes og brukes i dag, samt en vurdering av om fastsettelsen av Nibor er tilstrekkelig robust. Kapittel 4 omhandler Finanstilsynets vurdering av eventuell offentligrettslig regulering. Kapittel 5 gir en oppsummering av Finanstilsynets svar på del I i Finansdepartementets brev om fastsettelse av referanserenter i det norske finansmarkedet. I kapittel 6 besvares del II i Finansdepartementets brev som omhandler styrking av eksisterende system. Finanstilsynets samlede vurderinger oppsummeres i kapittel 7.

Norges Bank har i brev av 20. mars til Finanstilsynet redegjort for bankens syn på fastsettelsen av norske referanserenter. Finans Norge har gitt innspill i notat til Finanstilsynet av 8. februar. Disse følger vedlagt. Det har vært gjennomført møter med Norges Bank, og det har vært avholdt møter med Finans Norge hvor både Norges Bank og Finanstilsynet deltok.

Finanstilsynet vil gjennomføre stedlig tilsyn med bankene som deltar i Nibor-panelet i mai måned. Brev med varsel om stedlig tilsyn er vedlagt (likelydende brev til alle panelbankene).

2. Interbankmarkedet

2.1 Generelt

Interbankmarkedet betegner markedet for lån og innskudd mellom banker, og utgjør en del av pengemarkedet. Lån mellom banker, såkalte interbanklån, kan være sikret eller usikret. Et eksempel på sikrede interbanklån er gjenkjøpsavtaler (repoer) hvor den som yter lånet får sikkerhet i form av verdipapirer. Selv om markedet for valutabytteavtaler (valutaterminer) omfatter langt flere aktører enn banker, er dette i praksis også et marked der banker kan plassere eller låne kronelikviditet seg imellom. Den som yter lån i én valuta får sikkerhet i form av en annen valuta. Partene bytter valuta

til spotkurs og avtaler et fremtidig tilbakebytte til en gitt pris (terminkursen). Forskjellen mellom terminkurs og spotkurs utgjør termintillegget, og reflekterer forskjellen i rentenivået mellom de to valutaene i den aktuelle løpetiden. For å kompensere for motpartsrisiko knyttet til endringer i valutakursene, brukes ofte marginavtaler.

Referanserenter (interbankrenter) som Euribor, Stibor (Sverige), Cibor (Danmark) og Nibor skal gi uttrykk for prisen på *usikrede interbanklån*. Etter finanskrisen har det vært liten aktivitet i disse markedene, med unntak av lån med svært kort løpetid. De fleste referanserenter fastsettes ved at det gjennomføres daglige spørreundersøkelser rettet mot bankene som deltar i det aktuelle -iborpanelet. Panelbankene kvoterer interbankrenter med ulike løpetider. Det handles imidlertid svært lite på disse rentene, og de er derfor å betrakte som estimater. Likevel brukes referanserenter i stor grad som grunnlag for prising av en rekke finansielle kontrakter. Interbankrentene reflekterer derfor også panelbankenes forventede innlånskostnader. I Norge har det vært praksis å kvotere referanserenten som en valutaswap-rente. Dette beskrives nærmere i kapittel 3.

2.2 Euribor

2.2.1 Dagens rammeverk

Euribor administreres av Euribor-European Banking Federation (EEBF), som består av medlemslandenes nasjonale bankorganisasjoner. Regelverket som regulerer Euribor og panelbankenes fastsettelse av referanserenter er utformet av EEBF i samarbeid med ulike europeiske interesseorganisasjoner. Ansvar for å påse at panelbankene følger regelverket er lagt til en styringsgruppe bestående av ni markedsaktører og ledes av EBF. Tre av deltakerne i styringsgruppen skal representere The Financial Markets Association, som er en interesseorganisasjon for aktører i penge- og valutamarkedet.

I regelverket¹ som er tilgjengelig på Euribor-EBFs hjemmesider defineres Euribor slik: "*Euribor (Euro Interbank Offered Rate) is the rate at which Euro interbank term deposits are offered by one prime bank to another prime bank within the EMU zone(...)*".

Panelbankene kvoterer Euribor basert på hvilken rente en kredittverdig bank ville krevd for å låne ut til en annen kredittverdig bank. Euribor reflekterer derfor ikke konkrete enkeltbankers situasjon, slik som for eksempel Libor gjør. Det er 39 banker som deltar i fastsettelsen av Euribor. Euribor kvoteres i Euro og USD, og for 15 ulike løpetider. Panelbankene har ikke innsyn i hverandres bidrag før de er kvotert. I regelverket fremgår det at panelbankene må være aktive i euromarkedet og må kunne håndtere store mengder eurorelaterte renteinstrumenter. Euribor beregnes som et aritmetisk snitt av bankenes noteringer, fratrukket de 15 prosent høyeste og laveste noteringene. Det handles ikke på Euribor. Euribor er derfor et uttrykk for panelbankenes forventninger. Både enkeltbankers kvoteringer og Euribor for de ulike løpetidene offentliggjøres hver dag. Også historiske data ligger tilgjengelig på EEBFs nettsider.

Euro Over Night Index Average (Eonia) er i motsetning til Euribor en handlet rente. Eonia er et uttrykk for rente på usikrede interbanklån med forfall neste dag. En avtale om å bytte fast Eonia mot flytende overnattent-rente, eller omvendt, kalles "Eonia-swap" eller OIS (Overnight Index Swap). Eonia Swap Index (ESI) brukes også som benchmark for prising av derivater. ESI fungerer som en benchmark for Euribor.

¹ "The EBF-Euribor Code of Conduct" - http://www.euribor-ebf.eu/assets/files/Euribor_code_conduct.pdf

2.2.2 Tiltak

European Banking Authority (EBA) har, i samarbeid med European Securities and Markets Authority (ESMA), gitt anbefalinger om tiltak for å styrke Euribor som referanserente. De foreslår tiltak rettet mot EEBF, mot panelbankene og mot myndigheter som har tilsyn med panelbankene.

I EBAs anbefalinger til EEBF pekes det på at styringskomiteen bør gjøres mer uavhengig av banknæringen. Dette kan blant annet gjøres ved å redusere antall panelbanker i styringsgruppen og erstatte disse av andre interessegrupper. Regulatoriske myndigheter nevnes som eksempel. Videre foreslår EBA at EEBF bør være åpen om hvordan Euribor fastsettes og kontrolleres, og av hvem. Rammeverket bør offentliggjøres. Rammeverket skal omfatte krav til panelbankene om identifisering og håndtering av interessekonflikter. Panelbankene skal vurdere referanserentene opp mot en benchmark, og resultatene skal rapporteres til ledelsen. Panelbankene skal gjennomføre intern revisjon, og sørge for at Euribor-fastsettelsen er gjenstand for ekstern revisjon. Kalkulasjonsagenten skal ha interne retningslinjer og kontrollsystemer. Både EBF og kalkulasjonsagenten bør kunne fremlegge oversikt over alle kvoteringer, samt hvem som er kvoteringsansvarlig i den enkelte panelbank. Det skal iverksettes tiltak for å øke antall banker som deltar i de ulike panelene.

I EBAs anbefalinger rettet direkte mot tilsynsmyndigheter suppleres tidligere retningslinjer for intern organisering, ledelse, risikostyring, kontrollprosesser, IT-systemer og transparens. Tilsynsmyndighetene skal spesielt sørge for at panelbankene har interne retningslinjer for Euribor, og at disse omfatter identifisering og håndtering av interessekonflikter. Tilsynsmyndighetene skal kontrollere at panelbankene har kontrollsystemer for kvoteringsprosessen og at disse er tilfredsstillende. Kvoteringene skal, i den grad det er mulig, baseres på faktiske transaksjoner. Panelbankene skal loggføre alle sine kvoteringer og bankenes compliancefunksjoner skal foreta regelmessig oppfølging og rapportering. EBA har bedt tilsynsmyndighetene påse at panelbankene har slike retningslinjer på plass innen 11. mars 2013.

EBA og ESMA har foreslått at tiltakene som er nevnt over skal gjøres gjeldende for *alle typer benchmarks*, og sendte på høring forslag til prinsipper for fastsettelse av europeiske benchmarks i januar i år. Det legges vekt på ansvarliggjøring av aktørene som fastsetter slike benchmarks, samt offentliggjøring av informasjon som gjør det lettere å verifisere de ulike referansene. EBA ønsker også redusert bruk av individuelt skjønn ved fastsettelse av benchmarks.² EBA anbefaler EU-kommisjonen å fremme forslag til regulering.

2.3 Andre referanserenter

2.3.1 Libor (London Interbank Offered Rate)

Administrasjon av Libor er underlagt British Bankers Association (BBA). Fra 1. januar 2010 har Libor også blitt overvåket av et uavhengig styre. I tillegg har BBA opprettet to undergrupper av panelbankene. En av undergruppene har ansvar for kvotering. Den andre undergruppen har ansvar for overvåking av bankenes etterlevelse av regelverket.

I regelverket³ som er tilgjengelig på BBAs hjemmesider står det bl.a.:

"The rate at which an individual contributor panel bank could borrow funds, were it to do so by asking for and then accepting interbank offers in reasonable market size..."

² Consultation Paper "Principles for Benchmark-Setting Processes in the EU" s. 11 (C3 og C6)

³ http://www.euribor-ebf.eu/assets/files/Euribor_code_conduct.pdf

Definisjonen ble nylig utvidet med følgende spesifikasjoner:

"The rate... must be formed from that bank's perception of its cost of unsecured funds in the London interbank market... not covered by any governmental guarantee scheme".

- *Contributions must be for the specific currency concerned and not the cost of producing the currency by borrowing in a different currency and obtaining the required currency via the foreign exchange markets*
- *The rates must be submitted by members of staff at a bank with primary responsibility for management of a bank's cash, rather than a bank's derivative book.*
- *The definition of "funds" is: unsecured interbank cash or cash raised through primary issuance of interbank Certificates of Deposit.*

I motsetning til Euribor, Stibor, Cibor og Nibor, som uttrykker bankenes utlånsrente, skal Libor reflektere hvilke renter panelbankene stilles overfor ved lån fra andre banker. Libor kvoteres for 10 ulike valutaer og for 15 løpetider og beregnes som et gjennomsnitt av panelbankenes noteringer fratrukket de fire høyeste og laveste noteringene. Panelbankene har ikke innsyn i hverandres bidrag før de er kvotert. BBA har ansvar for å utpeke panelbanker og ser blant annet på bankens markedsaktivitet i den aktuelle valutaen, samt bankens omdømme og ekspertise. Panelene er sammensatt av ulike banker. Det handles på Libor, men aktiviteten i enkelte valutaer og for enkelte løpetider er liten.

I juni 2012 inngikk Barclays et forlik med britiske og amerikanske tilsynsmyndigheter etter å ha innrømmet manipulasjon av Libor i perioden 2005 til 2009. Banken hadde bevisst manipulert referanserentene for å tjene på egne handelsposisjoner i derivater og ved flere anledninger anført lavere noteringer for å få bankens innlånskostnader til å fremstå som lavere enn de var. På bakgrunn av manipulasjonen ble det nedsatt et utvalg som skulle se nærmere på fastsettelsen av Libor⁴. Utvalget konkluderte med at tilliten til Libor ikke kunne sies å være vesentlig svekket og at Libor bør opprettholdes som referanserente.

Utvalget la imidlertid frem forslag til forbedringer for å gjøre dagens system mer robust mot manipulasjon. I hovedsak omfatter tiltakene økt ansvarliggjøring av panelbankene gjennom styrking av regelverket for fastsettelse av Libor, samt økt transparens. Wheatley-utvalget anbefaler at de ulike Libor-panelene bør utvides. Dette bør i hovedsak skje i regi av næringen selv. Dersom dette ikke er mulig bør det åpnes for regulering av deltakelse i panelene. Utvalget anbefaler også at administrasjon og kvotering av Libor skal være gjenstand for offentlig regulering. Tilsynsmyndighetene skal blant annet kunne innføre regler for hvilke komponenter som kan være med, eller ikke kan være med, i fastsettelsen av Libor. Selve prisstillelsen (sammensetning av komponentene) skal utover dette bestemmes av panelbankene. Britiske tilsynsmyndigheter har ikke hjemmel for tilsyn med Libor-fastsettelsen i dagens regelverk.

Wheatley-utvalget påpeker at regelverket må angi tydelige krav til bankene. Kravene skal omfatte loggføring av panelbankenes kvotering. Bankene må besørge oppfølging og internkontroll, samt revisjon. Ett av de viktigste kravene er at kvoteringen, i den grad det er mulig, skal baseres på faktiske transaksjoner i interbankmarkedet. Dersom det ikke handles i interbankmarkedet, skal bankene bruke andre usikrede innlånsmarkeder som utgangspunkt (eks. innskuddsbevis eller banksertifikater), alternativt andre relaterte markeder (eks. OIS, repoer, valutaterminer, rentefutures eller renteopsjoner). Dernest kan markedstransaksjoner gjort av tredjeparts banker benyttes,

⁴ The Wheatley Review of Libor, September 2012

eventuelt tredjeparters Libor-kvoteringer. Dersom det ikke finnes transaksjoner i markedene nevnt over, skal banken bruke skjønn for å fastsette Libor⁵. For å styrke kvaliteten i Libor foreslår utvalget også å fjerne de valutaene og løpetidene det handles minst i.

Som alternativer til Libor nevnes blant annet mer likvide instrumenter som Overnight Index Rates (OIR) og Overnight Index Swaps (OIS). Det påpekes imidlertid at ingen av disse er gode substitutter for Libor fordi de i liten grad reflekterer kredittrisiko. Utvalget påpeker at slike referanser kan være nyttige som et uttrykk for en risikofri rente, og dermed som et uttrykk for forventninger om fremtidig nivå på styringsrenten. Det påpekes videre at en av svakhetene ved OIS er at den ikke handles, spesielt ikke for lengre løpetider.

Enkelte av utvalgets forslag er gjennomført. Libor er som nevnt endret slik at det fremkommer tydelig hva Libor skal, og ikke skal, gjenspeile. Fra 1. juli vil panelbankenes bidrag offentliggjøres med et etterslep på tre måneder. Det er også gitt tydelige retningslinjer for håndtering av interessekonflikter. I regelverket er det inntatt at kvotering av Libor skal gjøres i bankens treasuryavdeling: *"The rates must be submitted by members of staff at a bank with primary responsibility for management of a bank's cash, rather than a bank's derivative book."*

2.3.2 Stibor (Stockholm Interbank Offered Rate)

Tidligere hadde panelbankene selv ansvaret for regelverket knyttet til fastsettelse av Stibor. Svenska Bankföreningen overtok ansvaret fra 1. januar, og 4. mars i år ble det innført nytt regelverk for Stibor-fastsettelsen⁶. Stiborkomiteén har utformet reglene for innrapportering og beregning av kvoteringer, samt krav til interne retningslinjer. Stiborkomiteén har også ansvar for å påse at panelbankene overholder regelverket. Komiteén består av representanter fra samtlige panelbanker, men det stilles krav til at disse ikke er de samme personene som kvoterer renter. Stiborkomiteén har ansvar for å utnevne nye panelbanker.

I regelverket tilgjengelig på Svenska Bankföreningens hjemmesider er Stibor definert som følger: *"Stibor (Stockholm Interbank Offered Rate) är en referensränta som visar ett genomsnitt av de räntesatser till vilka ett antal banker verksamma på den svenska penningmarknaden ("Stiborbankerna") är villiga att låna ut till varandra utan säkerhet under olika löptider."*

Dagens regelverk fastsetter ikke konkrete føringer for hvilke størrelser som skal inngå i fastsettelsen av Stibor. I en rapport fra Sveriges Riksbank⁷ angis det imidlertid at valutaterminer er en viktig indikator i fastsettelsen av Stibor:

"...90 percent of the Swedish banks' short term funding consists of foreign currency, of which approximately one fourth is transformed into funding in Swedish krona via foreign exchange swaps. This means that the pricing of such swaps has a considerable impact on the interest rates for short-term interbank loans in Swedish krona, making them an appropriate starting point for the pricing and evaluation of Stibor, which should reflect these types of loans...The Stibor banks also state that they use the prices of foreign exchange swaps when they set Stibor on a daily basis...". Videre at "(...) The Stibor banks say that they primarily use foreign exchange swaps in USD/SEK and EUR/SEK, but also interest rates for actual unsecured interbank loans to determine Stibor."

⁵ The Wheatley Review of Libor, s. 28

⁶ Ramverk för Stibor (<http://www.swedishbankers.se>)

⁷ The Riksbanks Review of Stibor, November 2012

Stibor kvoterer av fem panelbanker; Danske Bank, Handelsbanken, Nordea, SEB og Swedbank. Stibor fastsettes for seks løpetider. Tidligere ble Stibor også fastsatt for 9 og 12 måneder, men disse løpetidene er nå fjernet fra kvoteringen. Sveriges Riksbank påpeker i sin rapport at det er ikke finnes transaksjoner nok til å danne grunnlag for fastsettelse av Stibor for alle løpetider. Det handles kun på de korteste løpetidene.

Riksbanken konkluderte i sin rapport med at det ikke foreligger bevis for at Stibor er manipulert. Det kan likevel ikke utelukkes at manipulasjon har forekommet eller at det har vært mulig å manipulere referanserentene. Riksbanken påpeker likevel flere svakheter ved fastsettelsen av Stibor og foreslår tiltak for å gjøre systemet mer robust.

I anbefalingen legges det vekt på at det er viktig å ha et tydelig rammeverk som regulerer prosessen for fastsettelse av Stibor, spesielt siden Stibor ikke kan fastsettes med bakgrunn i faktiske transaksjoner. Regelverket skal tydelig angi krav til bankene om intern kontroll, samt krav til loggføring av hvilke elementer som inngår i vurderingen ved fastsettelse av Stibor. Som eksempler på slike elementer nevnes valutarenter, samt spot- og terminkurs for de valutaene som inngår i en eventuell terminkonstruksjon. Riksbanken påpeker også at en åpen kvoteringsprosess gir bankene mulighet til å påvirke og la seg påvirke av de andre panelbankenes kvoteringer. Det anbefales derfor at kvoteringsprosessen, som i dag er åpen, lukkes. Riksbanken anbefaler dessuten at det innføres faktisk handel på bankene kvoteringer, blant annet fordi det vil gi den enkelte panelbanken større insentiv til å foreta mest mulig riktige kvoteringer.

Videre anbefaler Riksbanken at regelverket for fastsettelse av Stibor skal offentliggjøres og at Finansinspeksjonen og Riksbanken skal forelegges relevante dokumenter på forespørsel. Det legges vekt på at regelverket skal inneholde krav til bankenes interne rutiner for fastsettelse og kontroll av kvotering. Videre at det stilles krav til oppfølging og kontroll av panelbankene og hvordan bankene etterlever regelverket. Dette ansvaret bør tillegges en uavhengig aktør. Inntil videre innehar Svenska Bankföreningen dette mandatet. Riksbanken mener også at det bør innføres et overvåknings-/undersøkelsesorgan som er uavhengig av panelbankene. Det anbefales også en ny gjennomgang av Stibor-rammeverket i 2014.

2.3.3 Cibor (Copenhagen Interbank Offered Rate)

Finansrådet overtok ansvaret for Cibor etter Nationalbanken i april 2011. Pengemarkedskomiteen, bestående av fem representanter fra panelbankene, skal sørge for at det er en "god kvalitet" på Cibor. Representantene skal ikke være de samme personene som kvoterer Cibor eller Cita (Copenhagen Interbank Tomorrow/Next Average). Pengemarkedskomiteen utpekes av Finansrådet og behandler alle spørsmål vedrørende Cibor.

I regelverket⁸ tilgjengelig på Finansrådets nettsider defineres Cibor som følger:

"CIBOR er den rentesats, hvortil et pengeinstitut er villig til at udlåne danske kroner for en periode af 1 uge, 2 uger, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8 9, 10, 11 eller 12 måneders løbetid til en primebank på usikret basis (dvs. usikret interbank deposit)."

Vedlagt definisjonen er det nevnt en rekke faktorer som *kan* inngå i vurderingen av hvilken Cibor som skal kvoterer. Som eksempler kan nevnes danske og utenlandske pengepolitiske renter,

⁸ "Væjledning til fastsættelse av Cibor" (www.finansraadet.dk)

utviklingen i pengemarkedsrentene (inkludert andre referanserenter og spreader mellom disse og Cibor), samt likviditets og kredittrisiko i banksektoren.

Cibor kvoterer av seks panelbanker: Danske Bank, Jyske Bank, Nordea, Nykredit Bank, Sydbank og Spar Nord Bank. Panelbankene har mulighet til å delta i to ulike grupper. Forskjellen på disse gruppene er graden av rettigheter og forpliktelser, hvor banken selv kan velge hvilken grad den ønsker. For å kunne delta i gruppe 1 kreves det at banken er "market maker" i tre av fire pengemarkedsprodukter: (i) repo i danske statsobligasjoner, (ii) FRA's eller Cibor-futures, (iii) EUR/DKK-terminer og (iv) Cita renteswaps (T/N IRS-rente). Som deltaker i gruppe 2 kreves det at banken har vært aktiv i pengemarkedet i minimum ett år og preger markedet i flere av produktene nevnt i punkt (i) til (iv). I tillegg må banken kunne bidra til å gi Cibor-kvoteringen høyere kvalitet. Panelbankene skal for øvrig ha låneadgang i sentralbanken og ha en tett tilknytning til det danske pengemarkedet i danske kroner.

Gruppe 2 ble opprettet for at utenlandske banker skulle kunne delta i panelet. Cibor kvoterer for 14 ulike løpetider og beregnes som et gjennomsnitt av panelbankenes kvoteringer, med fradrag av den høyeste og den laveste kvoteringen. Panelbankene har ikke innsyn i hverandres bidrag før de er kvotert. De enkelte panelbankenes kvoteringer offentliggjøres daglig som illustrert under:

Ciborfixing														
4. marts 2013														
Reporting bank	1 W	2 W	1 M	2 M	3 M	4 M	5 M	6 M	7 M	8 M	9 M	10 M	11 M	12 M
DANSKE BANK	0,06	0,07	0,08	0,14	0,25	0,34	0,43	0,52	0,57	0,62	0,67	0,71	0,74	0,78
JYSKE BANK	0,06	0,09	0,12	0,22	0,32	0,39	0,47	0,52	0,57	0,63	0,68	0,72	0,75	0,80
NORDEA	0,06	0,08	0,10	0,18	0,27	0,35	0,42	0,48	0,54	0,59	0,63	0,66	0,68	0,71
NYKREDIT	0,07	0,09	0,11	0,20	0,28	0,36	0,46	0,52	0,57	0,62	0,65	0,70	0,75	0,79
SYDBANK	0,06	0,08	0,11	0,18	0,28	0,37	0,44	0,52	0,56	0,61	0,65	0,72	0,77	0,80
SPAR NORD BANK	0,08	0,09	0,12	0,19	0,26	0,34	0,42	0,50	0,55	0,60	0,64	0,67	0,70	0,72
FIXING	0,0625	0,0850	0,1100	0,1875	0,2725	0,3600	0,4375	0,5150	0,5625	0,6125	0,6525	0,7000	0,7350	0,7725

I kjølvannet av Libor-skandalen ble det stilt spørsmål ved om den danske referanserenten har ligget for høyt i perioden etter finanskrisen og hvorvidt systemet for fastsettelsen av Cibor var tilstrekkelig robust. Danske myndigheter har ikke funnet konkrete indikasjoner på at manipulasjon av referanserentene har forekommet. Ervervs- og vækstministeriet foretok i 2012 en vurdering av Cibor-fastsettelsen og har foreslått tre tiltak for å styrke tilliten til den danske referanserenten.

For det første anbefales etablering av en markedsbasert referanserente (Cita). Cita skal supplere Cibor. Cita er korte renteterminer i DKK hvor en fast rente, Cita-swaprenten (Copenhagen Interbank Tomorrow/Next Average), byttes med en flytende dag-til-dag rente (T/N referanserente). Cita er en såkalt OIS som omtalt under punkt 2.2.1 og 2.3.1. Innføring av Cita som benchmark for Cibor begrunnes blant annet med at det faktisk handles på Cita. Det påpekes imidlertid at Cita ikke kan erstatte Cibor. Cita er kvotert siden 1. januar 2013. Videre er det besluttet at Cibor og Cita ikke lenger skal kvoterer for løpetidene 4, 5, 6, 7, 8, 10 og 11 mnd. fra og med 1. januar 2014.

I likhet med britiske og europeiske myndigheter, anbefaler også danske myndigheter at det etableres et offentlig tilsyn med systemet for fastsettelse av referanserentene. Tilsynsmyndigheten skal påse at bankene kan redegjøre for hvilke forhold som ligger til grunn for noteringene av Cibor og Cita, årsaker til avvik mellom disse og endringer over tid (daglig loggføring). Videre skal tilsynsmyndigheten overvåke bankenes retningslinjer for intern organisering. Det må påpekes at danske Finanstilsynet ikke har hatt hjemmel til å innhente opplysninger knyttet til fastsettelse av

referanserenter. I forslaget foreligger det også en anbefaling om at tilsynsmyndighetene skal kunne gjøre endringer i kriteriene for selve kvoteringen av Cibor og Cita dersom dette anses nødvendig.

Noen av tiltakene er allerede gjennomført. For eksempel er det angitt eksplisitte krav til at panelbankene skal føre loggbok for de kvoteringene som gjøres⁹. Videre er det angitt eksplisitte krav til regler for panelbankenes retningslinjer for overvåking og kontroll.¹⁰ Finansrådet har allerede gjennomført noen tiltak, som for eksempel loggføring og krav til interne compliance-regler. Danske myndigheter tar til orde for at panelbankene selv kan beslutte om kvoteringen skal skje i bankens treasury-avdeling eller markets-avdeling:

"Nærværende regler tager ikke stilling til, hvor i den enkelte bank opgaverne skal varetages eller udføres. Det er således helt op til den enkelte bank at organisere arbejdet på den for banken mest hensigtsmæssige måde".

3. Norske referanserenter

3.1 Nibor

Nibor er en viktig referanserente for en rekke finansielle instrumenter. Nibor brukes blant annet som grunnlag for prising av derivater. Videre brukes Nibor som referanse i obligasjonsmarkedet og som grunnlag for prising av næringslivslån. Nibor danner også grunnlag for en rekke verddivurderinger og beregning av regnskapsmessige størrelser. I Norge er det ikke vanlig at Nibor brukes som direkte referanse for prising av lån rettet mot privatmarkedet.

Finans Norge har ansvar for Nibor og Nowa (Norwegian Overnight Weighted Average). To styringsgrupper, én for Nibor og én for Nowa, overvåker og evaluerer regelverket, og godkjenner panelbanker. Panelbankene har rett, men ikke plikt, til å være representert i de aktuelle styringsgruppene. Regelverket ble revidert 29. august 2012, og endringene trådte i kraft 1. februar 2013. I det reviderte regelverket¹¹ er Nibor angitt som:

"Nibor skal gjenspeile rentenivået som långiver krever for et usikret utlån i NOK, basert på hva banken vil kreve for utlån til ledende banker som er aktive i det norske penge- og valutamarkedet."

Nibor-panelet består av seks banker: DNB, Nordea, Handelsbanken, Danske Bank, SEB og Swedbank. I regelverket stilles det krav til at panelbankene skal være aktive prisstillere i det norske interbankmarkedet og en aktiv prisstiller i alle de aktuelle løpetider. Det er styringsgruppen som godkjenner nye panelbanker og dermed avgjør hva som skal omfattes av begrepet "aktiv prisstiller". Dette er spesielt utfordrende når det ikke gjennomføres handler i interbankmarkedet. Begrepet har, i følge Finans Norge, i praksis vært tolket slik at panelbankene må være aktive i det norske valutaterminmarkedet.

Etter finanskrisen har det som nevnt vært lite aktivitet i det norske interbankmarkedet, men også før krisen var handelen begrenset. Usikrede interbanklån i kroner handles i all hovedsak bare i de korteste løpetidene, dvs. 1-2 dager. I mangel av transaksjoner i interbankmarkedet har norske

⁹ "Minimumsregler for førelse af logbog for Finansrådets referencerenter" (www.finansraadet.dk)

¹⁰ "Minimumsregler for complianceoppgaver for Finansrådets referencerenter" (www.finansraadet.dk)

¹¹ <http://www.fno.no/Hoved/Fakta/Verdipapirer-og-kapitalforvaltning/Faktaark-verdipapirer-og-kapitalforvaltning-A---A/Pengemarkedsrenter/>

banker etablert en praksis hvor Nibor utledes av en dollarente swaped til norske kroner. Finans Norge begrunner denne praksisen med at *"Nibor må være basert på det markedet hvor likviditet i norske kroner i praksis omsettes, slik at endringer i tilbud og etterspørsel etter kronelikviditet reflekteres i Nibor."*¹²

For å få tilgang på kronelikviditet må panelbankene låne i annen valuta som konverteres til norske kroner via valutaterminmarkedet. Norske banker bruker en dollarente som skal reflektere den kostnaden bankene ville hatt ved å låne USD usikret i interbankmarkedet. Dette innebærer en antakelse om at USD-renten faktisk tilsvarer den aktuelle bankens innlånskostnader i USD. Før finanskrisen brukte Nibor-bankene USD-Libor som dollarentebidrag i kvoteringen av Nibor. Etter finanskrisen har bankene brukt en USD-rente som publiseres av meglerhuset Carl Kliem i Frankfurt.¹³ Nibor-bankene opplever i følge Finans Norge denne som et mer "riktig" uttrykk for panelbankens fundingkostnader i dollar enn USD-Libor som har ligget på et vesentlig lavere nivå etter finanskrisen. Kliem-renten skal i seg selv være et uttrykk for hva det koster europeiske banker å låne USD i interbankmarkedet. Finans Norge skriver i sitt notat til Finanstilsynet at *"gitt måten Nibor beregnes på, med utgangspunkt i et langt bredere interbankmarked for amerikanske dollar og et relativt velfungerende valutamarked, bør Nibor likevel kunne anses som en god indikasjon på det norske rentenivået."*

Fastsettelsen av Nibor utgjøres dermed av to hovedkomponenter, en dollarente og et termintillegg (kostnaden ved en valutatermin). Forskjellen mellom terminkurs og spotkurs utgjør termintillegget, og reflekterer forskjellen i rentenivået mellom de to valutaene i den aktuelle løpetiden. I tillegg utøver panelbankene en viss grad av skjønn ved fastsettelsen av Nibor. Praksisen med bruk av dollarenter og valutaterminer er ikke angitt i Nibor-regelverket. I henhold til regelverket står bankene fritt til selv å avgjøre hvilke komponenter som skal legges til grunn for den enkelte banks kvotering.

3.2 Systemets robusthet

3.2.1 Nivået på Nibor

Når det gjelder nivået på Nibor, det vil si om Nibor kvoteres "for høyt", viser Finanstilsynet til tidligere vurdering av problemstillingen i brev av 31. august 2012, samt Norges Banks brev av 12. januar 2012. Det lar seg ikke uten videre vurdere om nivået på Nibor er "riktig" eller "galt", da lån mellom bankene i Nibor-panelet ikke omsettes i markedet. Finanstilsynet vil påpeke at de påstander om uregelmessigheter i fastsettelsen av Nibor først og fremst gjelder endringer fra *dag til dag* og ikke selve *nivået* som sådan. Bankene vil til enhver tid være ulikt eksponert mot Nibor på henholdsvis passiva- og aktivasisiden, og denne eksponeringen vil endres fra dag til dag. Dersom en panelbank skulle ønske å manipulere Nibor til fordel for egen fortjeneste må den dermed "flytte" Nibor opp eller ned i tråd med nettoposisjonen den *aktuelle dagen*.

Det er et spørsmål i hvilken grad et "for høyt nivå" på Nibor vil påvirke norske banker og husholdninger. I den grad en banks utlån er basert på Nibor ville en lavere Nibor (som reflekterer en lavere dollarente) kunne motveies av et høyere kredittpåslag, slik at bankens utlånsrente ble den samme. Tilsvarende vil ikke en lavere Nibor nødvendigvis gi lavere utlånsrenter til husholdninger. I Norge er det ikke vanlig at lån til privatmarkedet har en pris knyttet direkte mot Nibor, slik det for eksempel er i Danmark. Finanstilsynet har ikke grunnlag for å anta at bankene systematisk har

¹² Finans Norges notat til Finanstilsynet datert 8. februar 2013

¹³ www.carlkliem.lu

insentiver til å manipulere Nibor for å øke utlånsrentene. Selv om bankenes utlån og innskudd til en viss grad knyttes til Nibor, er ikke Nibor det eneste elementet som inngår i bankenes vurderinger knyttet til prising av utlån og innskudd.

3.2.2 Volatilitet

Norges Bank peker i brev til Finanstilsynet av 20. mars på at det først og fremst er volatiliteten i Nibor som kan bidra til å svekke tilliten til norske finansmarkeder. Norges Bank skriver at "*den høye volatiliteten gjør Nibor mer uforutsigbar enn andre lands referanserenter og mer utsatt for mistanker om manipulasjon.*" Videre at dette kan føre til "*at finansielle aktører, særlig utenlandske som har større avstand til norske markeder, finner det uforutsigbart og vanskelig å forstå hva som ligger bak endringer i Nibor. Resultatet kan være at de har betenkeligheter med å inngå kontrakter med Nibor som referanse*".

Norges Bank peker videre på at høy volatilitet i Nibor kan "*forstyrre transaksjonsmekanismen. (...) Hyppige svingninger i påslaget skaper støy (...) og kan gjøre pengepolitikken mer krevende*". (...) For å øke tilliten til Nibor som referanserente bør bankene etter Norges Banks syn kvotere Nibor på en annen måte, slik at volatiliteten i termintillegget ikke slår rett inn. Som i andre land bør bankene kvotere referanserenten ut fra sitt beste skjønn om hva de ville kreve for et utlån som beskrevet i definisjonen. Og videre at "*den mekaniske koblingen til valutaterminmarkedet bør avskaffes*".

"Dersom vi skal ha en referanserente som reflekterer renten på usikrede lån mellom banker og som ikke er like volatil som i dag, kan en mulighet være å fastsette renten på samme måte som Libor og Euribor, nemlig som svar på en spørreundersøkelse. En slik rente kan være riktig, det vil si reflektere realistiske renter dersom handler hadde funnet sted, like mye som en valutaswaprente som det heller ikke handles til (kun én av komponentene handles, termintillegget). Bankene må da bruke et bredere sett av informasjon som grunnlag for kvoteringen". Videre at "det kan innvendes at referanserentene Libor og Euribor jo var manipulert, ergo er en slik spørreundersøkelse heller ingen god referanserente. At renten fremkommer som svar på en spørreundersøkelse og således ikke handles, betyr imidlertid ikke at renten må være manipulert. Så lenge bankenes bidrag til kvoteringen er basert på deres beste skjønn – hva de faktisk hadde krevd for utlån til en annen bank – så vil renten kunne være en god referanse".

Finanstilsynet er enig med Norges Bank i at volatiliteten kan være et problem, blant annet dersom volatiliteten i seg selv har ført til svekket tillit. Finanstilsynet er også enig i at høy volatilitet kan gjøre det lettere å skjule eventuell manipulasjon, for eksempel ved å bevege terminmarkedet rett før kvoteringen. Høy volatilitet er ikke uvanlig i et lite marked slik som kronemarkedet. Store prisbevegelser for norske renter kan til dels forklares med underliggende markedsforhold og reflekterer ikke nødvendigvis forsøk på manipulasjon. I tilfeller hvor bankers, eller andre aktørers, lån fra utenlandske aktører er swaptet til norske kroner, vil for eksempel innbetaling av slike lån kunne påvirke valutaterminprisene vesentlig på det aktuelle tidspunktet. Terminer på større lån fra USD til NOK kan således bidra til å bevege markedet. Finanstilsynet vurderer det imidlertid slik at strengere krav til dokumentasjon, oppfølging og kontroll av panelbankenes kvoteringer kan øke tilliten til systemet og gjøre fastsettelsen mer robust.

Dersom en panelbank skal bruke valutaterminmarkedet til å manipulere Nibor, vil vedkommende bank måtte gjennomføre faktiske transaksjoner. Finanstilsynet vil peke på nødvendigheten av at det stilles krav til at bankene loggfører de enkelte vurderinger som gjøres i forbindelse med kvotering av referanserenter. Dette er i tråd med de tiltak som foreslås internasjonalt, bl.a av EBA. Dersom Nibor-bankene velger å fortsette praksisen med å bruke dollarrenter som grunnlag for Nibor-

kvoteringer, mener Finanstilsynet at bankene bør loggføre terminpriser gjennom dagen og sammenstille disse med termintillegget som legges til grunn for kvotering av Nibor klokken 12.00, slik at en utenforstående part vil kunne se om termintillegget er endret i tidspunktet rundt kvotering.

Finanstilsynet mener det er viktig å styrke mekanismer som tydeliggjør og overvåker bankenes skjønnsutøvelse ved fastsetting av Nibor. Finans Norge har selv påpekt at manglende offentlighet kan redusere tilliten til Nibor som følge av usikkerhet omkring mulighetene for manipulasjon. Finanstilsynet forstår det slik at markedet oppfatter Nibor-fastsettelsen som en tilnærmet "mekanisk øvelse" basert på eksogent gitte faktorer (USD-rente og valutatermin for den aktuelle løpetiden). En utenforstående aktør vil ikke kunne regne seg eksakt frem til hver enkelt banks bidrag. Dette kan fremstå som lite gjennomiktig og etterprøvbart.

Det er ikke gjort tydelig kjent at bankene benytter dollarrente og termintillegg som grunnlag for sine kvoteringer, og dette fremgår ikke av regelverket. Finanstilsynet forstår det slik at den enkelte panelbank foretar skjønnsmessige justeringer av dollarrenten. Dette er dermed ikke en "mekanisk øvelse", slik det fremstilles. Gitt at Nibor er et privat institutt og skal reflektere en markedsrente, bør panelbankene kunne velge hvilke elementer som skal benyttes ved kvotering av Nibor. Dersom regelverket tilsier at bankene skal sette sine referanserenter på individuelt grunnlag, bør hver enkelt bank gjøre sine egne vurderinger uavhengig av de andre panelbankene og Finans Norge/styringsgruppen. Finanstilsynet mener at praksisen hvor det er en "markedskonsensus" om å bruke en spesiell dollarrente som grunnlag for kvoteringen er uheldig.

Finanstilsynet mener at dagens system kan gjøres mer robust, se kapittel 6. Økt bruk av skjønn for å gi en glattet rente vil kunne bidra til å øke utfordringene knyttet til transparens, dokumentasjon og etterprøvbarhet. Finanstilsynet ser heller ikke at Nibor nødvendigvis vil bli mindre volatil dersom panelbankene baserer sine kvoteringer på et bredere utvalg av renter.

3.2.3 Håndtering av interessekonflikter

Et av tiltakene som er diskutert internasjonalt er krav til retningslinjer for å håndtere interessekonflikter. Finans Norge har innført slike krav i Nibor-regelverket med virkning fra 1. februar 2013:

"...den enkelte panelbank skal ha etablert klare retningslinjer for å identifisere og håndtere eventuelle interessekonflikter som kan oppstå som følge av at banken selv har interesser i markedet der Nibor benyttes som referanserenter. Retningslinjene skal være dokumentert og kunne fremlegges på anmodning fra Finanstilsynet...."

Britiske myndigheter krever at rentefastsettelsen skal skje i bankenes "treasury"-avdelinger. EBA har tatt til orde for et tilsvarende prinsipp. I Riksbankens vurdering av Stibor påpekes det at de som arbeider med derivater ikke bør ha mulighet til å påvirke bankens bidrag til referanserenten, men det angis ikke et eksplisitt krav til å innføre et skille mellom disse avdelingene. Danske myndigheter mener det bør være opp til bankene selv å vurdere hvor kvoteringen skal skje. I Norge er det varierende praksis blant panelbankene. I Finanstilsynets undersøkelse sommeren 2012, jf Finanstilsynets brev til Finansdepartementet 31. august, var de aktuelle personer organisert i bankenes markets-avdelinger i fire av seks banker. I ettertid har imidlertid flere av bankene foretatt endringer, slik at det nå er to av seks banker hvor de aktuelle personer er organisert i markets-avdelinger. Finanstilsynet ser at en modell der det er bankens markets-avdeling som foretar Nibor-kvoteringen er særlig utsatt for mistanke om at det legges vekt på egne interesser ved kvoteringen. Dette kan skape en ekstra utfordring med tanke på å utforme robuste regler for å motvirke interessekonflikter. Organisering er ett av de temaene Finanstilsynet vil ta opp med panelbankene

under stedlige tilsyn våren 2013. Finanstilsynet vil avvente gjennomføringen av de stedlige tilsynene før det gis en endelig vurdering.

Finanstilsynet vil også se på panelbankenes dokumentasjon av egen følsomhet for endringer i Nibor, dvs. hvordan endringer i Nibor slår ut resultatmessig. Dette er et nyttig tilsynsmessig verktøy, og vil samtidig kunne bidra til å øke panelbankenes interne bevissthet omkring interessekonflikter. I Wheatley-rapporten er dette også inntatt som ett av flere forslag for å styrke tilliten til og overvåkingen av Libor. Finanstilsynet ønsker å benytte det varslede tematilsynet hos panelbankene til å vurdere hvordan dette kan gjøres i bankene, før tilsynet tar endelig stilling.

3.3 Mulige alternativer til Nibor

I internasjonale arbeider legges det vekt på at referanserentene bør reflektere et underliggende likvid marked med faktiske transaksjoner. Et likvid marked vil være et bedre uttrykk for faktiske priser på usikrede interbanklån. Problemet er, som tidligere nevnt, at det er lite likviditet i dette markedet med unntak av de aller korteste løpetidene.

I Norge er det aktivitet i det såkalte "over natten"-markedet (O/N) samt i valutaterminmarkedet for løpetider opp til 12 måneder. Et alternativ til terminrentekonstruksjonen kunne være å bruke renten på statskasseveksler (nullkupongpapirer) som referanse. Norges Bank viser imidlertid til at referanserenten da vil kunne endres brått som følge av pengepolitikken og påvirkes av særforhold i markedet for statskasseveksler, og at en slik rente derfor ikke synes egnet som referanserente.

Norges Bank påpeker at det bør etableres en Over night Index Swap (OIS) i Norge. *"Etablering av et OIS-marked i Norge ville bidra sterkt til å gjøre Nibor-fastsettelsen mer gjennomiktig og forståelig for aktører utenfor Nibor-panelet."* OIS er en swap mellom en flytende overnatten-rente og en fast rente. Start og sluttidspunkt for avtalen er fleksibel og fastsettes ofte i forbindelse med offentliggjøring av styringsrenten. OIS handles ikke i Norge, men beregnes som en teoretisk rente av Norges Bank i forbindelse med fastsettelsen av styringsrenten. Norges Bank påpeker at *"Siden overnattenrenten normalt ligger svært nær styringsrenten, gir OIS et godt uttrykk for forventet styringsrente i OIS-avtalens løpetid. Det betyr igjen at OIS-renter med ulik løpetid gir en god tilnærming til en risikofri rentekurve. Nibor består i prinsippet av risikofri rente pluss en risikopremie på usikrede lån mellom banker. OIS-rentene bidrar til å belyse hva som ligger bak endringer i interbankrenter: ved å sammenligne for eksempel tre måneders Nibor med endringen i tre måneders OIS, kunne aktører utenfor panelet observere om endringen i Nibor skyldes endrede forventninger om styringsrenten eller en endring i risikopremien. Uten et OIS-marked er det ikke mulig for aktører utenfor panelet å skille disse komponentene. Det gjør det vanskeligere å forstå hva som ligger bak endringer i Nibor fra en dag til den neste."*

Finanstilsynet mener også det kan være hensiktsmessig å bruke andre renter som referanse for vurdering av Nibor. OIS brukes som referanserente både i Europa (Eonia Index Swaps) og i Danmark (Cita). Felles for disse rentene er at de reflekterer svært liten grad av kredittrisiko og således kan sies å være et uttrykk for en tilnærmet risikofri rente. De vil heller ikke reflektere likviditetssituasjonen i kronemarkedet. Finanstilsynet påpeker at rentene som foreslås som "referansepunkter" for henholdsvis Euribor, Cibor og Stibor er renter som faktisk handles i markedet. I Norge finnes det ikke et OIS-markedet.

Det er allerede innført korte renter i det norske interbankmarkedet, for eksempel NIDR¹⁴ og NOWA¹⁵. Historien har vist at det er vanskelig å konstruere en handlet kronerrente mellom banker dersom det ikke er et markedsmessig grunnlag for en slik rente.

4. Offentligrettslig regulering

Fastsettelsen av referanserenter har vært et privat anliggende mellom bankene som fastsetter renten og parter med finansielle kontrakter knyttet opp mot Nibor. I kjølvannet av Libor-skandalen har spørsmålet om fastsettelsen av referanserenter bør underlegges offentlig regulering vært reist i en rekke land.

Spørsmålet er om offentligrettslig regulering av Nibor er hensiktsmessig og nødvendig, eller om styrking av det eksisterende systemet er tilstrekkelig. Europeiske tilsynsmyndigheter (EBA, ESMA og EIOPA) tar i brev av 7. mars 2013 til EU-kommisjonen til orde for offentligrettslig regulering av fastsettelse av europeiske benchmarks. De fleste panelbanker driver grensekryssende virksomhet, og det er identifisert behov for felles regulering i Europa. EBA, ESMA og EIOPA foreslår derfor innføring av en felles regler for tilsyn og overvåking av benchmarks. Det foreslås at nasjonale tilsynsmyndigheter skal ha tilsyn med styringsgruppen og kalkulasjonsagenten, samt overvåke mekanismer for styring og kontroll. Også i Storbritannia og Danmark er det tatt til orde for sterkere offentligrettslig regulering av rammen for fastsettelse av referanserentene. I Sverige er det foreløpig besluttet å la fastsettelse av Stibor være et privat institutt.

Finanstilsynet har ikke funnet belegg for at Nibor er manipulert eller forsøkt manipulert, men kan heller ikke avkrefte dette. Dersom dagens Nibor-rammeverk styrkes slik at systemet blir mer robust mot manipulasjon og mer åpent for etterprøving og kontroll, kan dette bidra til å styrke tilliten til Nibor. Nibor skal reflektere interbankrenter. Finanstilsynet mener derfor det er essensielt at markedsaktørene selv fastsetter disse rentene. Fastsettelsen av Nibor må imidlertid være gjenstand for økt oppmerksomhet fremover, og Finanstilsynet vil følge opp fastsettelsen av Nibor gjennom tilsyn. Finans Norge (styringsgruppen) er i dag ikke underlagt offentlig tilsyn. Finanstilsynet mener Norge bør følge internasjonal praksis og vil ta dette opp til vurdering når utfallet av det internasjonale arbeidet er klart. Finanstilsynet vil også se hvilke tiltak Finans Norge iverksetter, blant annet på bakgrunn av foreliggende vurderinger, for å gjøre systemet mer robust. Finanstilsynets erfaringer etter gjennomførte tilsyn vil også inngå i vurderingen.

5. Vurdering av systemet for fastsettelse av referanserenter - oppsummering

I mangel av transaksjoner i interbankmarkedet har norske banker etablert en praksis hvor Nibor utledes av en dollarrente swapet til norske kroner. Norge Bank peker på at volatiliteten i termin-tillegget slår rett inn i Nibor og fører til en volatil referanserente. Finanstilsynet er enig i at volatilitet er et problem dersom volatilitet i seg selv bidrar til svekket tillit. Finanstilsynet er også enig i at volatilitet kan gjøre det lettere å skjule manipulasjon av egne terminpriser for å oppnå et høyere eller lavere nivå på Nibor. Finanstilsynet mener at strengere krav til dokumentasjon, oppfølging og kontroll av panelbankenes kvoteringer kan bidra til å styrke tilliten til systemet og

¹⁴ Norwegian Interbank Deposit Rate

¹⁵ Norwegian Overnight Weighted Average

dermed redusere problemene knyttet til volatilitet. I tråd med de tiltak som foreslås internasjonalt, av blant annet EBA, vil Finanstilsynet peke på at det bør stilles krav til at bankene loggfører de enkelte vurderinger som gjøres i forbindelse med kvotering av referanserenter, og at den enkelte banks kvoteringer publiseres daglig.

Håndtering av interessekonflikter er viet stor oppmerksomhet i det internasjonale arbeidet knyttet til referanserenter. Innføring av retningslinjer for å identifisere og håndtere interessekonflikter er også foreslått i Norge, og er inntatt i Finans Norges regelverk med virkning fra 1. februar 2013. Selv om det i flere land er innført konkrete krav om at fastsettelse av referanserenter skal skje i bankens "treasury"-avdelinger, ønsker ikke Finanstilsynet å gi noen anbefaling før etter at de varslede tilsynene er gjennomført. Finanstilsynet ser imidlertid at en modell hvor personer fra bankens markets-avdelinger kvoterer Nibor kan bidra til mistanke om at bankenes egne interesser legges til grunn i kvoteringen, og således kan bidra til redusert tillit.

Europeiske tilsynsmyndigheter tar i brev av 7. mars 2013 til orde for offentligrettslig regulering av fastsettelse av europeiske benchmarks. EBA, ESMA og EIOPA foreslår felles regler for tilsyn og overvåking av benchmarks. Det foreslås at tilsynsmyndighetene skal ha tilsyn med styringsgruppen og kalkulasjonsagenten, samt overvåke mekanismer for styring og kontroll. Håndtering av interessekonflikter skal være en del av tilsynet. Også i Storbritannia og Danmark er det tatt til orde for sterkere offentligrettslig regulering av referanserentene.

Finanstilsynet har ikke funnet belegg for at Nibor er manipulert eller forsøkt manipulert, men har heller ikke grunnlag for å avvise påstander om manipulasjon. Nibor-rammeverket må imidlertid styrkes slik at systemet blir mer robust mot manipulasjon og mer åpent for etterprøving og kontroll. Fastsettelsen av Nibor bør være gjenstand for økt oppmerksomhet fremover, og Finanstilsynet følger opp fastsettelsen av Nibor gjennom tilsyn med bankene som deltar i Nibor-panelet. Finans Norge (styringsgruppen) er i dag ikke underlagt offentlig tilsyn. Finanstilsynet vil ta dette opp til endelig vurdering når utfallet av det internasjonale arbeidet er klart. Finanstilsynet vil også se hvilke tiltak Finans Norge iverksetter for å gjøre systemet mer robust.

6. Styrking av eksisterende system

6.1 Utgangspunkt

Finanstilsynets utgangspunkt er at panelbankene er underlagt tilsyn av Finanstilsynet. Den enkelte bank har ansvar for bl.a. forsvarlig organisering og tilbørlig markedsadferd. Finanstilsynets varslede tematilsyn hos de seks panelbankene knyttet til deres bidrag til Nibor-fastsettelsen, er en del av dette tilsynet. Finanstilsynet kan på egen hånd og uavhengig av Finans Norges arbeid, reagere overfor den enkelte bank dersom det får mistanke om markedsmissbruk eller brudd på virksomhets- og organisatoriske regler.

Hovedkonklusjonen i Finanstilsynets brev av 31. august 2012 var at tilliten til Nibor-fastsettelsen kan styrkes først og fremst gjennom forbedret selvregulering, men også gjennom forsterket tilsynsaktivitet. Finansdepartementet er enig og ber om at det iverksettes tiltak som nevnt i Finanstilsynets brev.

Finans Norge (FNO) utarbeidet 1. august 2011 "Regler for beregning og publisering av norske pengemarkedsrenter – Nibor" (heretter omtalt som FNO-reglene). Det er senere gjort endringer med

virksomhet fra 1. februar 2013. Finans Norge har publisert FNO-reglene, samt informasjon om Nibor og Nowa på sine nettsider.

Finans Norge har i sitt notat til Finanstilsynet av 8. februar 2013 redegjort for mulige tiltak basert på Finanstilsynets anbefalinger i brev av 31. august 2012. Tiltakene omfatter økt transparens og åpenhet omkring fastsettelsen av Nibor, samt regler for oppfølging og kontroll. Finans Norge foreslår også at det opprettes et eget overvåkings/undersøkelsesorgan uavhengig av styringsgruppen og gir sin støtte til økt offentlig tilsyn med bankenes etterlevelse av regelverket.

6.2 Faktorer ved fastsettelse av Nibor

Flere andre myndigheter, blant annet britiske og danske, åpner for offentligrettslig regulering av rammeverket for fastsettelse av referanserenter. Finanstilsynet mener dagens system må gjøres mer robust. Frem til det foreligger konkrete føringer fra EU, anser Finanstilsynet det som hensiktsmessig at rammeverket for fastsettelsen av Nibor reguleres privat. Så lenge Nibor er et privat institutt er det Finans Norge som må utarbeide retningslinjer for fastsettelsen av Nibor.

Finanstilsynet mener at bankene selv bør avgjøre hvilke elementer som skal benyttes ved kvotering av Nibor. Det er etter Finanstilsynets vurdering samtidig viktig at hver enkelte bank i større grad gjøres ansvarlig for sine egne vurderinger.

I Sverige har myndighetene innført krav om at det etableres et interbankmarked for alle løpetider Stibor kvoteres for. Alle panelbanker må handle på egne Stibor-kvoteringer. Når kvoteringen forplikter panelbanken til å handle, vil banken ha større insentiv for å kvotere en riktig rente. En slik "tvunget" etablering av et interbankmarked kan imidlertid føre til at panelbanker trekker seg fra panelet, som kan gjøre fastsettelsen av referanserenten mindre robust.

Finanstilsynet mener det er viktig at regelverket gir panelbankene handlingsrom for å gjøre selvstendige vurderinger ved kvotering av Nibor. Den enkelte panelbanks ansvar for fastsettelsen bør fremgå klart. Slik FNO-reglene foreligger per i dag, fremkommer det ikke klart nok at hver enkelt bank er ansvarlig for, og må svare for, egne kvoteringer. Regelverket bør også inneholde en tydelig angivelse av bankenes ansvar for å svare på henvendelser knyttet til endringer i kvoteringen.

Finanstilsynet ønsker også, i tråd med internasjonale anbefalinger, at det innføres tydelige krav til dokumentasjon. FNO-reglene bør ha et større detaljerings- og presisjonsnivå når det gjelder krav til panelbankenes interne retningslinjer, rutiner og instruksjoner. For å underbygge tilliten til Nibor er det viktig at endringer i bankenes Nibor-kvoteringer dokumenteres og kontrolleres. Bankene bør ha interne rutiner for å verifisere og rimelighetsvurdere sine daglige bidrag til Nibor, og dokumentere vurderingene, for eksempel ved bruk av en loggbok. Bankene bør dokumentere og begrunne hvilken dollarrente og termintillegg som legges til grunn ved kvotering av Nibor. FNO-reglene bør stille krav om at loggbøkene skal oppbevares av bankene og forelegges Finans Norge/styringsgruppen, og Finanstilsynet, på oppfordring.

Det er viktig at banken begrunner og forklarer sin skjønnsutøvelse og at skjønnsutøvelsen er konsistent. Dersom panelbankene utøver et skjønn ved fastsettelsen av sitt Nibor-bidrag, bør det ikke fremstilles som en "mekanisk øvelse". Finans Norge har foreslått at regelverket utvides til å omfatte en detaljert regel for hvordan Nibor skal "beregnes", blant annet ved å angi at banken skal benytte en dollarrente og valutaterminer som grunnlag. Finanstilsynet mener at dette kan bidra til at Nibor-kvoteringen fremstår som en mekanisk øvelse, selv om det krever en viss bruk av skjønn i fastsettelsen. Bruk av skjønn skal forklares og loggføres i en slik form og i et slikt format som gjør

at dette kan gjennomgås av styringsgruppen, annen kontrollinstans eller tilsynsmyndighetene etter behov. Finanstilsynet mener det er mer hensiktsmessig med generelle minimumskrav til at panelbankene må kryssjekke Nibor mot et sett av indikatorer (jf også Finans Norge beskrivelse i punkt ii i vedlagte notat).

Panelbankene har i dag langt på vei organisert seg slik at det er én person som har ansvaret for det daglige bidraget til Nibor-kvoteringen. Finanstilsynet ser at det kan være ønskelig at dette ansvaret rullerer mellom flere personer. En alternativ organisering må imidlertid vurderes i lys av panelbankenes størrelse og tilgang til kvalifisert personale. Dette er et tema Finanstilsynet vil ta opp med panelbankene under det varslede stedlige tilsynet.

6.3 Styringsgruppen

Etter dagens regler er det kun panelbanker som kan delta i styringsgruppen. Så langt har det vært de personene som faktisk deltar i kvoteringen som har representert sin bank i styringsgruppen. Etter Finanstilsynets mening bør det vurderes å endre bestemmelsen slik at styringsgruppen består av personer som ikke selv deltar i den daglige kvoteringen. Det bør også vurderes om styringsgruppen skal åpne for deltakelse fra andre enn panelbanker. Også deltakere fra f.eks akademia bør kunne velges inn. Panelbankene har i dag en rett, men ikke plikt, til å delta i styringsgruppen. Etter Finanstilsynets vurdering tilsier styringsgruppens arbeidsoppgaver at det bør vurderes å gjøre deltagelse i styringsgruppen obligatorisk for alle panelbankene, eventuelt om panelbankenes deltagelse bør være gjenstand for periodisk rullering.

Styringsgruppen møtes minst én gang årlig, og kan i henhold til retningslinjene invitere observatører etter behov. Finanstilsynet finner at regelfestet minstekrav til møtefrekvens og mulighet for observatører til å delta, ikke er tilstrekkelig til å skape tillit til styringsgruppens arbeid. Finanstilsynet mener at minimumskravet til antall møter i året bør økes. Dette må særlig sees i lys av eventuelle nye oppgaver som styringsgruppen og/eller et kontrollorgan er tiltenkt

Det er en svakhet, slik Finanstilsynet vurderer det, at retningslinjene per i dag ikke inneholder noen ytterligere beskrivelse av hvordan styringsgruppens tilsyn skal skje og dokumenteres. Finans Norge mener imidlertid at *"det er nødvendig å vurdere en styringsstruktur som skiller klarere mellom faglige vurderinger av regelverk og markedssituasjon på den ene siden og oversyn med prosessene og bankenes enkeltbidrag på den andre."*¹⁶ Slik Finanstilsynet forstår det, foreslår Finans Norge at overvåkings- og kontrollfunksjoner bør legges til et organ uavhengig av styringsgruppen. Finanstilsynet slutter seg til forslaget.

Retningslinjene for Nibor bør dekke overvåkingsorganets rett på informasjon fra den enkelte panelbank, så langt det ikke strider mot regler for taushetsplikt mv.

6.4 Håndtering av mistanker og tips om uregelmessigheter

Det følger av FNO-reglene punkt 5 at styringsgruppen skal *"føre tilsyn med at regelverket overholdes, herunder å evaluere panelbankenes bidrag til Nibor"*. Styringsgruppen skal også vurdere brudd på regelverket.

Finanstilsynets utgangspunkt er at gitt dagens system for Nibor-fastsettelse, hvor Finans Norge og Nibor styringsgruppe har en sentral rolle, bør de samme private parter ha et tilsvarende eget ansvar og system for oppfølging, kontroll og behandling av påstander om irregulær adferd. Ansvaret for å

¹⁶ Finans Norges notat til Finanstilsynet 8. februar 2013 punkt viii s. 5

motta og vurdere henvendelser om uregelmessigheter knyttet til Nibor-fastsettelsen bør også fremkomme tydeligere av FNO-reglene.

Finans Norge bør etablere et særskilt og uavhengig undersøkelsesorgan med en bredere sammensetning enn styringsgruppen. Mulige eksterne medlemmer i instansen kan være andre medlemmer av Finans Norge enn panelbankene, aktører fra academia etc. Videre mener Finanstilsynet at det bør etableres klare retningslinjer for denne instansens rolle, som også regulerer varsling/orientering til offentlige myndigheter. Finanstilsynet mener også at en form for offentliggjøring av mistanker og tips om uregelmessigheter og bekymringsmeldinger vil være et bidrag til å styrke tilliten til Nibor-fastsettelsen.

Finans Norge åpner for at Norges Bank og/eller Finanstilsynet kan ha en rolle som observatør i et undersøkelsesorgan. Finanstilsynet mener dette ville være uheldig ut fra Finanstilsynets tilsynsrolle. Finanstilsynet viser til at det heller ikke er medlem eller observatør av andre privatrettslige "undersøkelsesorganer", slik som Finansklagenemnda eller Norges Fondsmeglerforbunds Etske råd.

6.5 Bankenes deltakelse i panelet

Internasjonalt har det vært diskutert ulike løsninger for å øke deltakelsen i -ibor-panelene og gjøre panelene mer uavhengig av panelbankene. Ett av flere mulige tiltak for å øke antallet Nibor-kvoteringer er å gjøre medlemskap obligatorisk, slik det bl.a. foreslås i Storbritannia. Finanstilsynet mener imidlertid at noe av hensikten da faller bort ved at man fjerner det grunnleggende prinsippet om en markedsbestemt interbankrente. Finanstilsynet vil imidlertid peke på at det er en fordel om flere banker deltar i Nibor-panelet.

FNO-reglene åpner for at godkjennelse som panelbank kan bli trukket tilbake dersom banken ikke lenger oppfyller kravene eller forpliktelsene til panelbankene. Etter Finanstilsynets vurdering er denne kan-bestemmelsen for skjønnsmessig. Ved langvarige, gjentatte eller alvorlige brudd på pliktene som panelbank, burde tilbaketrekning av godkjennelsen være obligatorisk. En mulighet til å suspendere en bank i enkelte tilfeller kan vurderes som et alternativ.

6.6 Transparens

Finans Norge har foreslått ytterligere åpenhet omkring fastsettelsen av Nibor, herunder publisering av hvilke elementer som inngår i beregning av bankenes bidrag til Nibor, generelle beskrivelser av terminrenter, beskrivelse av volatiliteten i de ulike elementene og tilhørende forklaringer, informasjon om hva som skiller Nibor fra øvrige -iborrenter, samt en informasjonspakke om Nibor beregnet på journalister og andre. I tillegg foreslås det en nettside med relevante spørsmål og svar om temaet.

Finanstilsynet slutter seg til at slik dokumentasjon vil styrke gjennomføringen av styringsgruppens tilsynsoppgaver, og offentliggjøring av slik dokumentasjon vil bidra til å styrke tilliten til Nibor-fastsettelsen.

6.7 Interessekonflikter

Finans Norge har innført krav om at den enkelte bank skal ha klare retningslinjer for å identifisere og håndtere interessekonflikter, se avsnitt 3.3.3. Finanstilsynet har foreløpig ikke sett panelbankenes reviderte interne retningslinjer, men dette er tatt opp i varsel om tematilsyn hos de aktuelle panelbankene. Bankenes interne retningslinjer skal være dokumentert og kunne fremlegges på anmodning fra Finanstilsynet. Finanstilsynets vurdering er at det ikke bør være et absolutt krav at panelbankenes gjennomføring av FNO-reglenes krav til interne retningslinjer skal være offentlig

tilgjengelig. Finanstilsynet begrunner dette med at retningslinjer, rutiner og instruksjoner skal være mest mulig presise, detaljerte og konkret tilpasset den faktiske situasjon, slik at det skal utgjøre et nyttig arbeidsverktøy for dem det gjelder. Dette presisjonsnivå kan kreve beskrivelse av forretningsmessige forhold, som kan komme i konflikt med eventuelle krav om offentliggjøring. Finanstilsynet mener derfor det bør være opp til den enkelte bank om akkurat disse dokumentene skal være offentlig tilgjengelig.

7. Finanstilsynets samlede vurderinger

Det foreligger ikke noe klart alternativ til en markedsbasert Nibor-fastsettelse. Bortsett fra helt korte lån (dagslån) er det et meget begrenset interbankmarked i norske kroner. Kronelikviditet med noe lengre løpetider formidles fortrinnsvis i valutabyttemarkedet. Et interbankmarked i norske kroner kan ikke etableres gjennom myndighetstiltak, og det er i praksis vanskelig å få deltakerne i Nibor-panelet til å kvotere renter uten at disse tar utgangspunkt i valutabyttemarkedet, der kronelikviditet faktisk handles.

Finanstilsynet har ikke funnet belegg for at den norske referanserenten - Nibor - er manipulert eller forsøkt manipulert, men kan heller ikke avkrefte dette. Dagens Nibor-rammeverk må styrkes og gjøres mer robust mot manipulasjon og åpent for etterprøving og kontroll. Et robust system vil bidra til å styrke og opprettholde tilliten til Nibor. Fastsettelsen av Nibor vil være gjenstand for økt oppmerksomhet fremover og Finanstilsynet følger opp fastsettelse av Nibor gjennom tilsyn med panelbankene.

Europeiske tilsynsmyndigheter tar i brev av 7. mars 2013 til orde for offentligrettslig regulering av fastsettelsen av europeiske benchmarks. I anbefalingen rettet mot tilsynsmyndighetene foreslås det at nasjonale tilsynsmyndigheter skal ha tilsyn med styringsgruppen og kalkulasjonsagenten, samt overvåke mekanismer for styring og kontroll. Også i Storbritannia og Danmark er det tatt til orde for sterkere offentligrettslig regulering av rammeverket for fastsettelse av referanserenter.

Finanstilsynet mener Norge bør følge internasjonal praksis. Basert på internasjonale føringer, Finans Norges styrking av eksisterende regelverk, samt erfaringer etter å ha gjennomført tilsyn i panelbankene, vil Finanstilsynet komme tilbake med vurdering av behovet for offentlig regulering av rammeverket for fastsettelse av Nibor.

Det er etter Finanstilsynets syn særlig tre hovedområder hvor det må iverksettes tiltak for å styrke dagens system:

(i) Finans Norges og panelbankenes ansvar bør tydeliggjøres. Blant annet skal det fremgå av regelverket at hver enkelt bank er ansvarlig for egen kvotering. Videre bør Finans Norges rolle presiseres og dokumenteres. Finans Norge må sørge for organer for overvåking og kontroll med Nibor-kvoteringen. Dette bør tydeliggjøres og systematiseres.


(ii) Det bør stilles krav til panelbankenes offentliggjøring, dokumentasjon, loggføring og kontroll av egne kvoteringer og vurderinger som er lagt til grunn for disse. Dokumentasjon og loggføring vil gjøre det lettere å etterprøve kvoteringen, og vil således kunne styrke tilliten til Nibor. Håndtering av interessekonflikter er viet stor oppmerksomhet i det internasjonale arbeidet knyttet til referanserenter. Retningslinjer for å identifisere og håndtere interessekonflikter er inntatt i Finans Norges regelverk med virkning fra 1. februar 2013. Det er i flere land er innført konkrete krav om at

fastsettelse av referanserenter skal skje i bankens "treasury"-avdelinger. Finanstilsynet vil gi en endelig anbefaling om dette på bakgrunn av erfaringene fra de stedlige tilsynene.

(iii) Finans Norge bør etablere et overvåkingsorgan samt et undersøkelsesorgan med bredere sammensetning enn styringsgruppen. Et overvåkingsorgan bør ha det overordnede ansvar for oversyn med prosessene og bankenes enkeltbidrag. Det bør etableres klare retningslinjer for overvåkingsorganets rolle og oppgaver som bør omfatte varslingsrutiner til Finanstilsynet og styringsgruppen. Undersøkelsesorganet bør ha ansvar for å motta og vurdere henvendelser om mulige uregelmessigheter ved fastsettelsen av Nibor. Undersøkelsesorganet bør ha en annen sammensetning enn, og være uavhengig av, styringsgruppen.

Finanstilsynet vil ta opp disse forholdene med Finans Norge.

For Finanstilsynet


Morten Baltzersen
finansstilsynsdirektør



Emil R. Steffensen
direktør for finans- og forsikringstilsyn