



# WEBINAR AIFIRM

## Roundtable | IBOR Reform: Managing the transition

9 giugno 2021

Si ringraziano



## Moderatore



**Maurizio Vallino**

Banca Carige - Editor in chief Risk Management Magazine

## Relatori



**Umberto Cherubini**

*Professore straordinario  
Dipartimento di Scienze Economiche*

Università di Bologna



**Marco Bianchetti**

*Responsabile Modello Interno Rischi di Mercato, Market and Financial Risk Management*

Intesa Sanpaolo



**Veronica Falco**

*Senior Manager,  
Financial Risk Management*





KPMG Advisory

# La riforma dei tassi



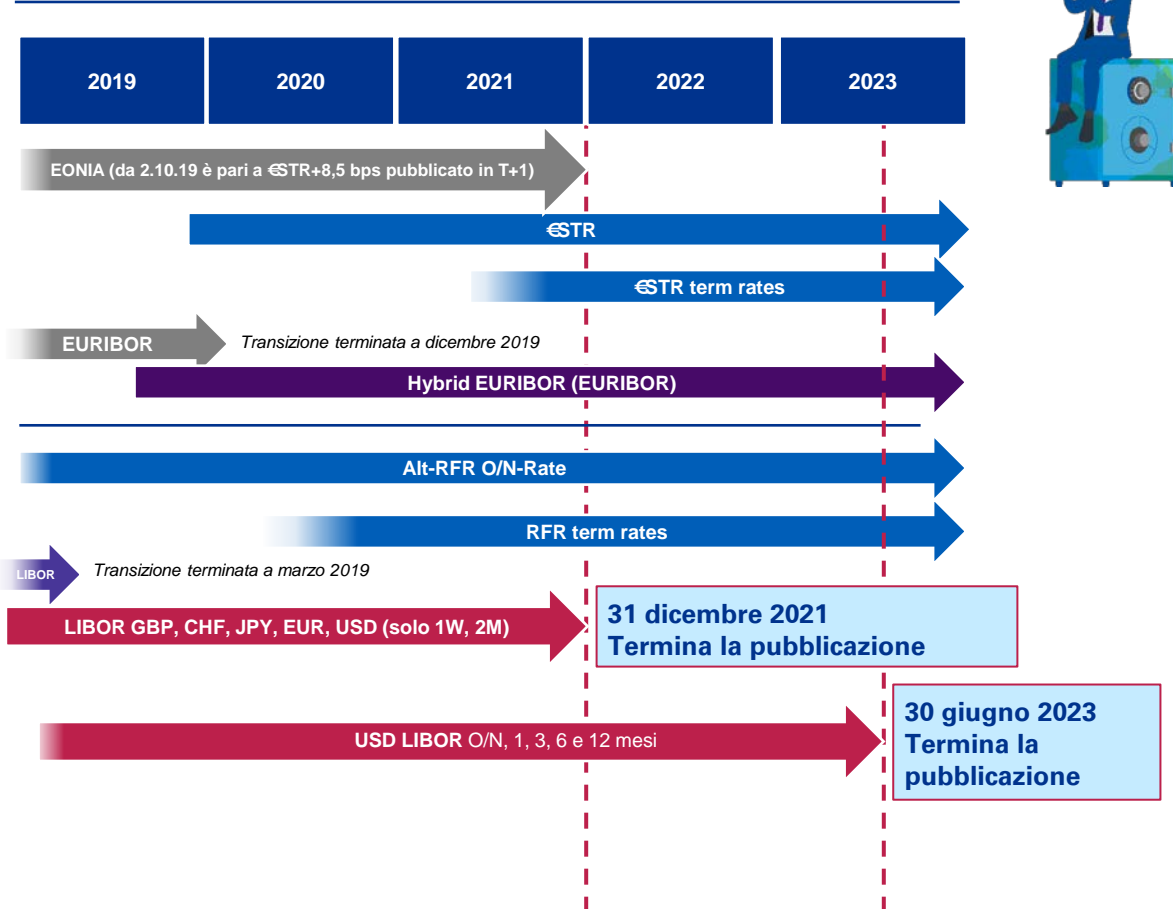
## Sviluppi attuali (Summary)

Overnight (O/N)	Term	
	Short-term Transition	Long-term Assumption

<p><b>Da 2 Ottobre 2019</b> ✓</p>  <p><b>€STR:</b> Euro Short-Term Rate</p>	Hybrid EURIBOR	Possibile nessun cambiamento
<p>✓</p>  <p><b>SOFR:</b> Secured Overnight Financing Rate</p>	Evolved LIBOR ✓	Term rate basato su RFR
<p>✓</p>  <p><b>SONIA:</b> Reformed Sterling Overnight Index Average</p>		
<p>✓</p>  <p><b>SARON:</b> Swiss Average Rate Overnight</p>		
<p>...</p> <p><b>Other:</b> e.g. TONAR, WIBOR, STIBOR, ...</p>	Diverse	Diversi approcci

✓ Già pubblicato e disponibili per prodotti/strumenti finanziari

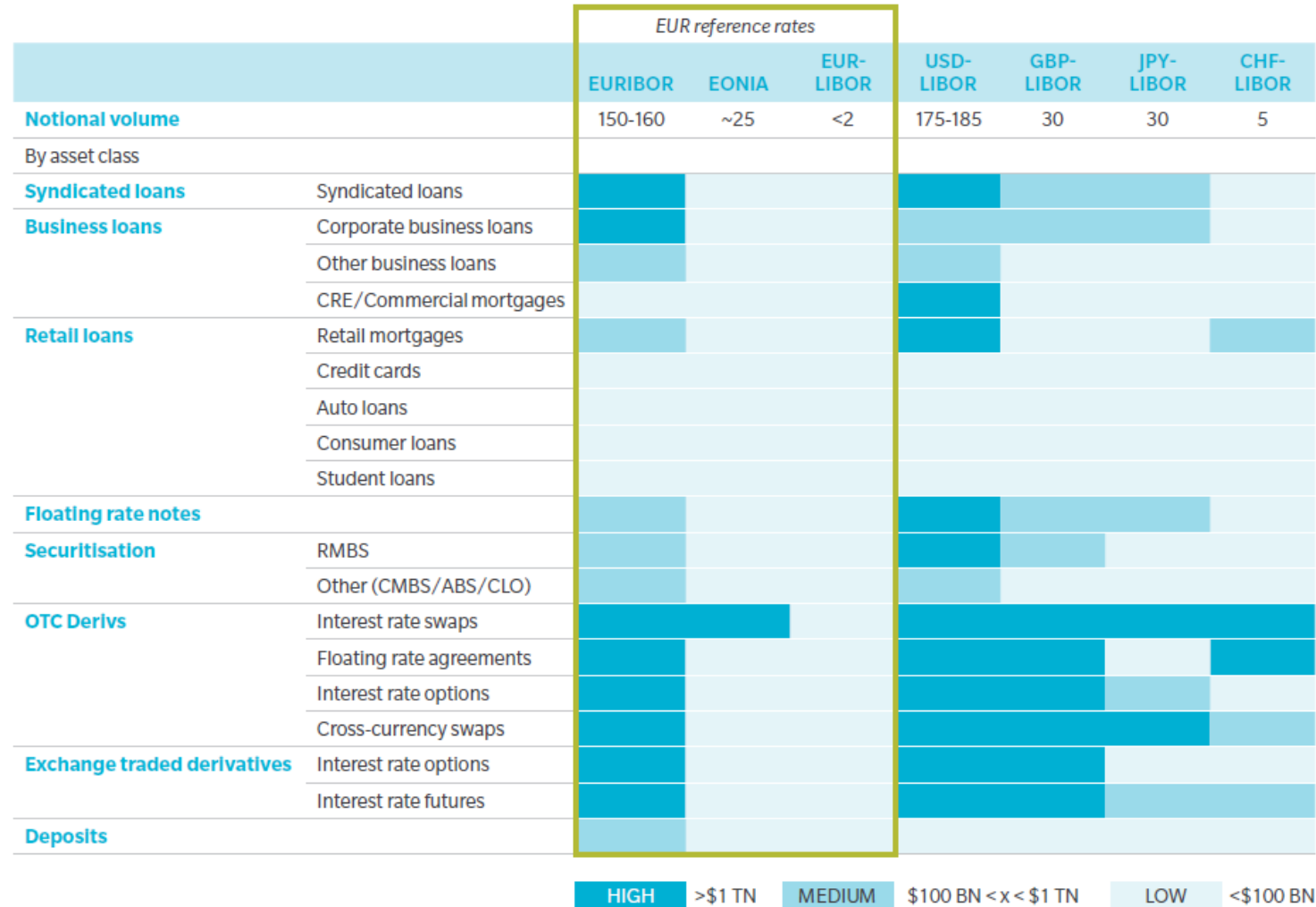
## Timeline



# Esposizioni nei tassi IBOR

IBOR è il tasso benchmark predominante per i contratti derivati in EUR, USD, GBP, CHF e JPY. Il tasso IBOR è onnipresente nel panorama finanziario: è usato come tasso di riferimento in un'ampia gamma di prodotti finanziari all'ingrosso e al dettaglio, il cui valore nozionale totale in circolazione supera i \$ 420 trilioni.

Volumi nozionali outstanding per tasso di riferimento e concentrazione indicativa (in USD TN)



# Cosa significa la riforma IBOR?

## CLIENTI IN EURIBOR

- Trigger event e clausole di fallback nei contratti, sia esistenti sia futuri
- Rinegoziazione dei contratti prima del trigger event
- Prontezza nel sostituire l'EURIBOR con i tassi fallback se richiesto
- Tassi fallback rilevati in modo diverso in base al prodotto



## CLIENTI IN LIBOR

- Trigger event e clausole di fallback nei contratti, sia esistenti sia futuri
- Rinegoziazione dei contratti prima del trigger event
- Sostituzione dei LIBOR con i tassi fallback
- Tassi fallback rilevati in modo diverso in base al prodotto e alla valuta
- Nuovi prodotti indicizzati ai nuovi tassi SOFR, SONIA, €STR, SARON, TONAR

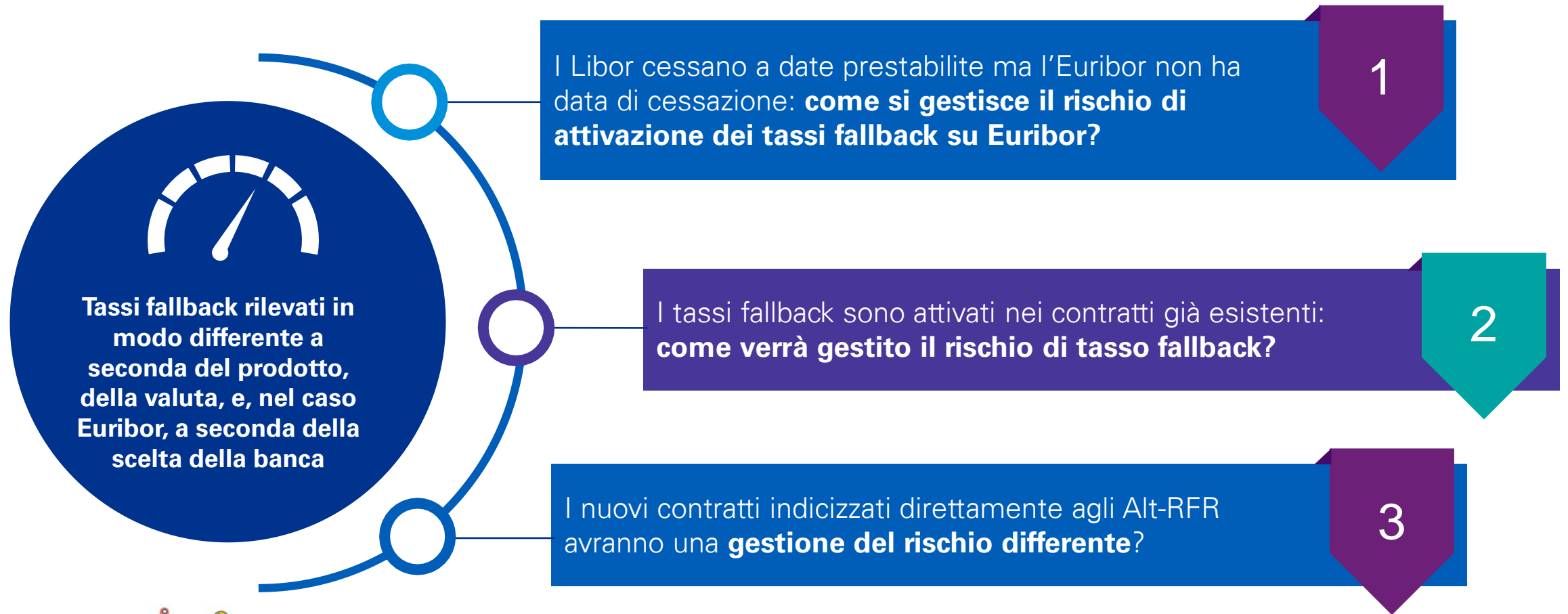


## PROPRIETA'

- Trigger event e clausole di fallback nei prospetti e contratti di bond in attivo e passivo, sia esistenti sia futuri
- Sostituzione dei LIBOR con i tassi fallback
- Tassi fallback rilevati in modo diverso in base al prodotto e alla valuta
- Nuovi prodotti indicizzati ai nuovi tassi SOFR, SONIA, €STR, SARON, TONAR



# Avremo nuovi scenari di rischio!



# I tassi fallback

## TERM ADJUSTMENT

Aggiustamento basato sugli Alt-RFR per permettere il passaggio da tassi IBOR con scadenze future (es. Libor 3M, 6M..) a tassi overnight Alt-RFR. **Saranno possibili 2 approcci:**

### FORWARD LOOKING

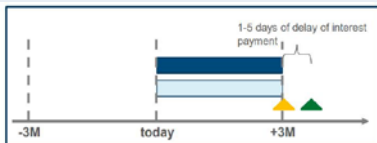
Basato sul mercato dei derivati (in via di sviluppo), riflette all'inizio del periodo di interesse le aspettative del mercato sull'evoluzione del tasso durante il periodo successivo.

### BACKWARD LOOKING

Si basa sui fixing del tasso overnight sul periodo di interesse, osservati all'indietro rispetto alla data di pagamento degli interessi. Principalmente saranno usati i seguenti approcci:

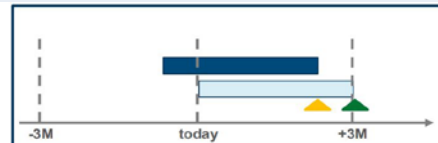
#### BWL Payment delay

il periodo di osservazione per il calcolo del tasso di interesse coincide con il periodo di interesse. I pagamenti degli interessi sono ritardati di un certo numero di giorni e sono dovuti lo stesso numero di giorni dopo la fine di un periodo di interessi



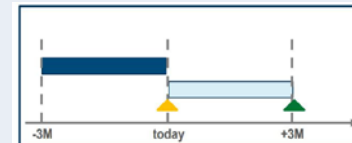
#### BWL Lookback Period

il periodo di osservazione per il calcolo del tasso di interesse inizia e finisce un certo numero di giorni prima del periodo di interesse. Di conseguenza, il pagamento degli interessi può essere calcolato prima della fine del periodo degli interessi. **Questa opzione è usata dall'ISDA per i derivati nelle sue definizioni del 2006 e nel protocollo IBOR Fallbacks**



#### BWL Last Reset

i periodi di osservazione e di interesse hanno la stessa durata e il RFR medio è calcolato per l'intero periodo di osservazione. Il periodo di osservazione a cui si fa riferimento è il periodo immediatamente precedente il periodo di interesse




## SPREAD ADJUSTMENT

ISDA ha pubblicato il 5 marzo 2021 gli spread adjustment per tutti i LIBOR oggetto di cessazione e i differenti Working Group ne raccomandano l'utilizzo anche per i prodotti non derivati indicizzati a tali tassi.

USD	Overnight	SUS000N Index	0.00644
USD	1 Week	SUS0001W Index	0.03839
USD	1 Month	SUS0001M Index	0.11448
USD	2 Months	SUS0002M Index	0.18456
USD	3 Months	SUS0003M Index	0.26161
USD	6 Months	SUS0006M Index	0.42826
USD	12 Months	SUS0012M Index	0.71513
GBP	1 Week	SBP0001W Index	0.0168
GBP	1 Month	SBP0001M Index	0.0326
GBP	2 Months	SBP0002M Index	0.0633
GBP	3 Months	SBP0003M Index	0.1193
GBP	6 Months	SBP0006M Index	0.2766
GBP	12 Months	SBP0012M Index	0.4644

# Cosa significa tassi fallback diversi per prodotti e valute diversi?



**BOND indicizzato GBP LIBOR 3M**  
→ fixing a inizio periodo

**FINANZIAMENTO indicizzato USD LIBOR 3M** → fixing a inizio periodo

**BOND indicizzato JPY LIBOR 6M**  
→ fixing a inizio periodo

**MUTUO indicizzato EURIBOR 3M**  
→ fixing a inizio periodo

**DERIVATO indicizzato CHF LIBOR 1M** → fixing a inizio periodo

**BOND indicizzato a SONIA** Compounded 3M (BWL) lookback period + spread adjustment → fixing a fine periodo

**FINANZIAMENTO indicizzato a SOFR:**

- Se il mercato si è sviluppato, SOFR Term 3M (FWL) + spread adjustment → fixing a inizio periodo
- Altrimenti, SOFR Compounded 3M (BWL) lookback period + spread adjustment → fixing a fine periodo

**BOND indicizzato a TONAR:**

- Se il mercato si è sviluppato, TONAR Term 6M (FWL) + spread adjustment → fixing a inizio periodo
- Altrimenti, TONAR Compounded 6M (BWL) lookback period/payment delay + spread adjustment → fixing a fine periodo

**MUTUO indicizzato a €STR:**

- Se il mercato si è sviluppato, €STR Term 3M (FWL) + spread adjustment → fixing a inizio periodo
- Altrimenti, €STR Compounded 3M (BWL) lookback period + spread adjustment → fixing a fine periodo oppure €STR Compounded 3M (BWL) last reset + spread adjustment → fixing a inizio periodo

**DERIVATO indicizzato a SARON** Compounded 1M (BWL) lookback period + spread adjustment → fixing a fine periodo

I Working Group hanno definito regole differenziate per determinare i tassi fallback a seconda degli strumenti e delle valute

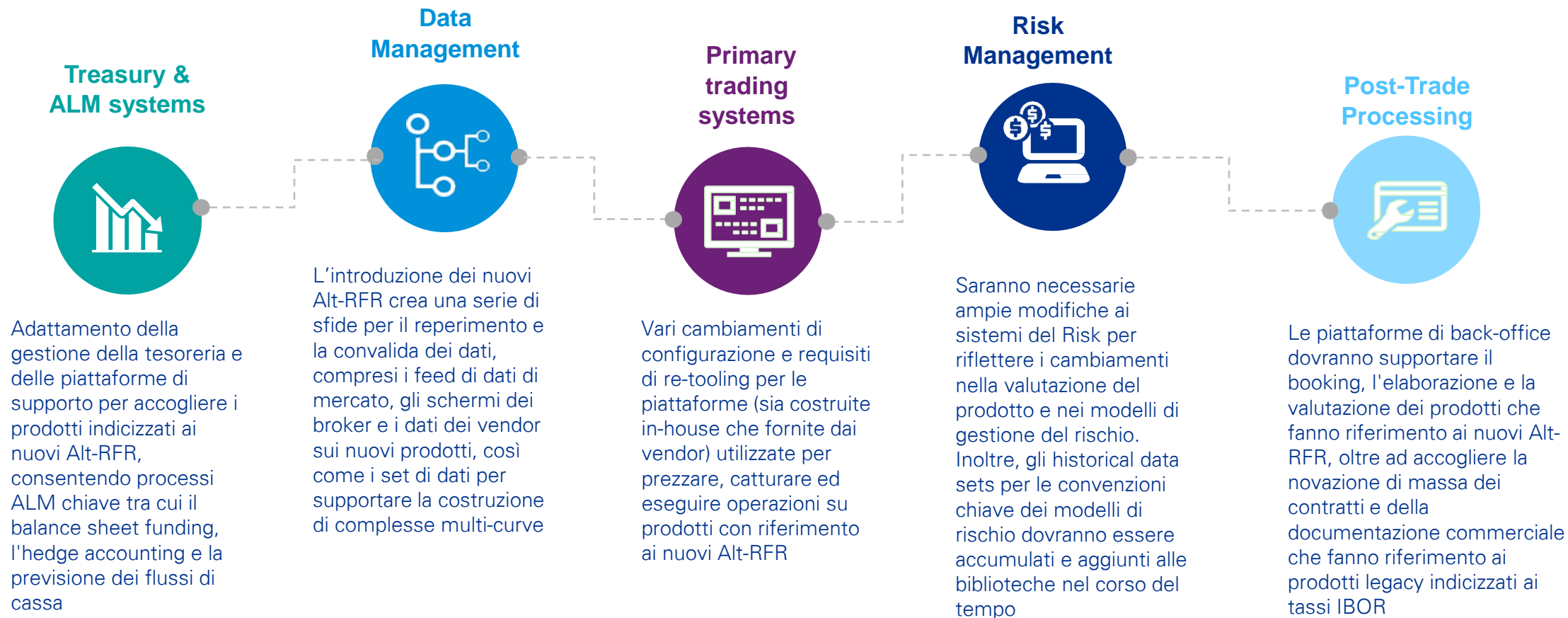


# Survey 1



# Impatti su sistemi IT/ procedure

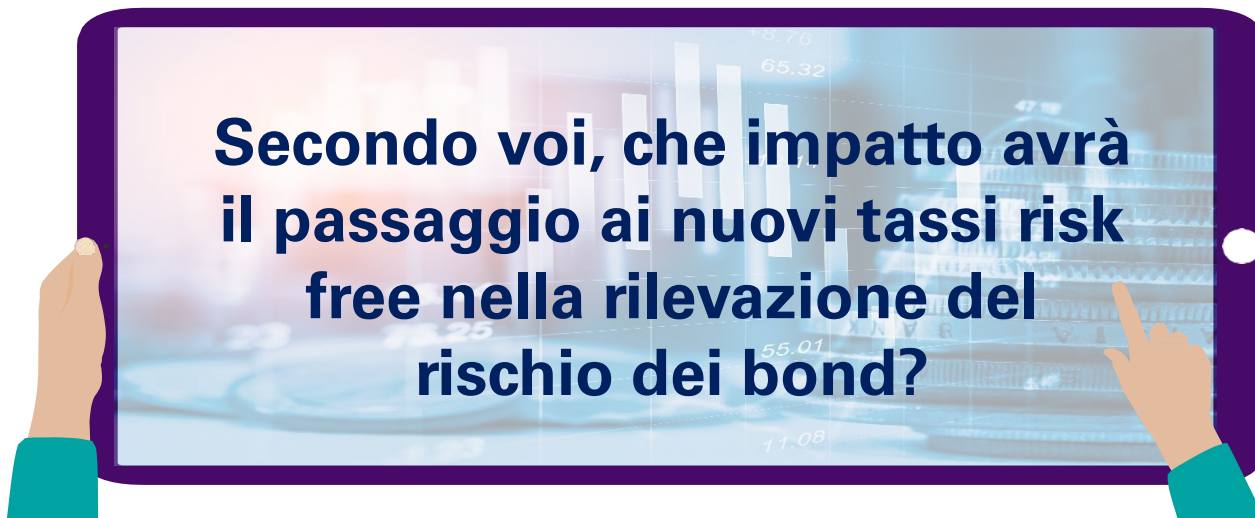
La transizione IBOR finirà per toccare quasi ogni aspetto dei flussi a livello di sistema front-to-back. Tuttavia, nonostante le implicazioni derivanti dalla transizione ai nuovi tassi alternativi siano ad ampio spettro, ci sono **cinque aree chiave** in cui l'impatto sul sistema e sull'architettura sarà maggiore:



## Survey 2



## Survey 3



# Cambia la valutazione dei bond?

**BOND IN GBP tasso fisso 3%, trimestrale, rimborso alla pari a scadenza**



*Oggi*



**Cash flow calcolati sul 3%  
trimestralmente**

**=**



**Cash flow interessi attualizzati  
con discount factor calcolati a  
partire da curva GBP Libor +  
credit adjustment**

**≠**



**DOPO LA CESSAZIONE DEL  
TASSO IBOR**



**Cash flow calcolati sul 3%  
trimestralmente**



**Cash flow interessi attualizzati con  
discount factor calcolati a partire da  
SONIA OIS + credit adjustment**



**Rebasement della curva e  
differente credit spread?**

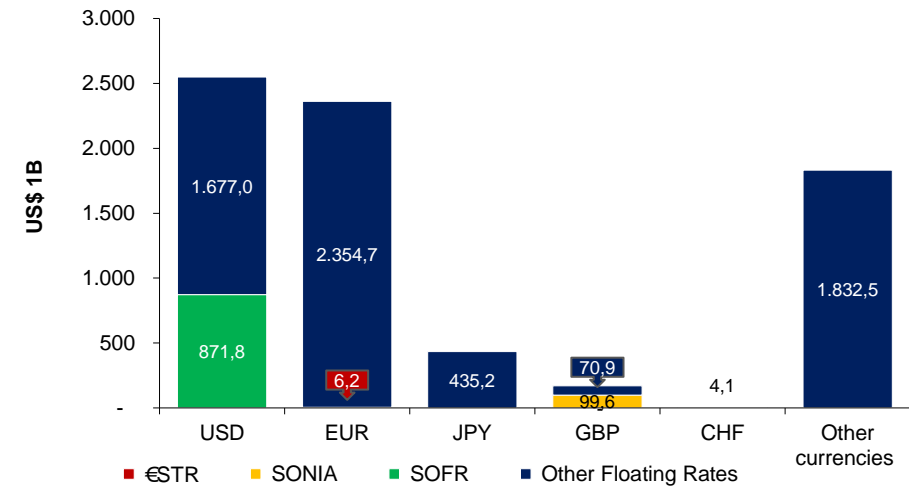
**Il prospetto del bond  
esiste e contiene la  
clausola di fallback oppure  
no? → il caso dei CCT**

# Intanto i bond indicizzati ai nuovi tassi aumentano...

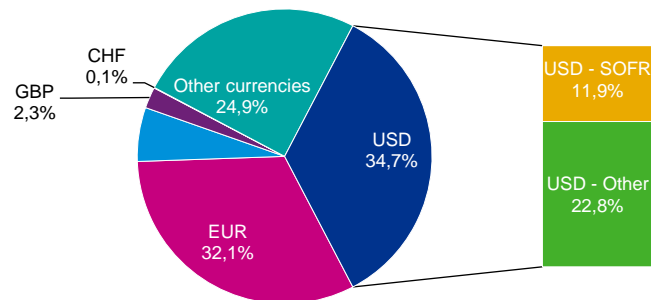
Global Government and corporates floating bonds issued by currency  
(amount in US\$ 1B)

Currency	ESTER	SONIA	SOFR	Other Floating Rates	Total
USD	-	-	871,8	1.677,0	<b>2.548,8</b>
EUR	6,2	-	-	2.354,7	<b>2.360,9</b>
JPY	-	-	-	435,2	<b>435,2</b>
GBP	-	99,6	-	70,9	<b>170,5</b>
CHF	-	-	-	4,1	<b>4,1</b>
Other currencies	-	-	-	1.832,5	<b>1.832,5</b>
<b>Total</b>	<b>6,2</b>	<b>99,6</b>	<b>871,8</b>	<b>6.374,4</b>	<b>7.352,0</b>

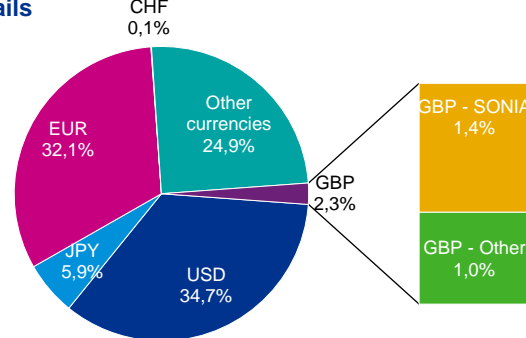
Global Government and corporates floating bonds issued by currency (amount in US\$ 1B)



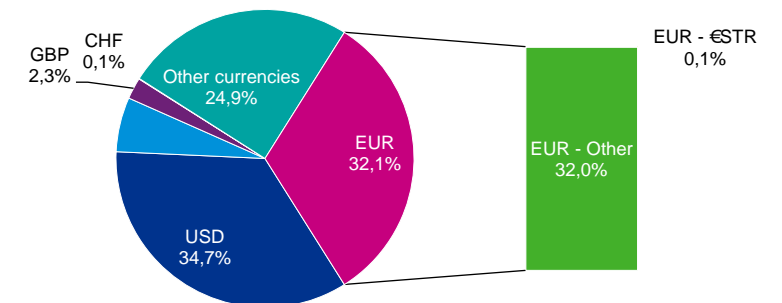
Global Government and corporates floating bonds issued by currency (% of issued amounting in USD)  
USD details



Global Government and corporates floating bonds issued by currency (% of issued amounting in USD)  
GBP details



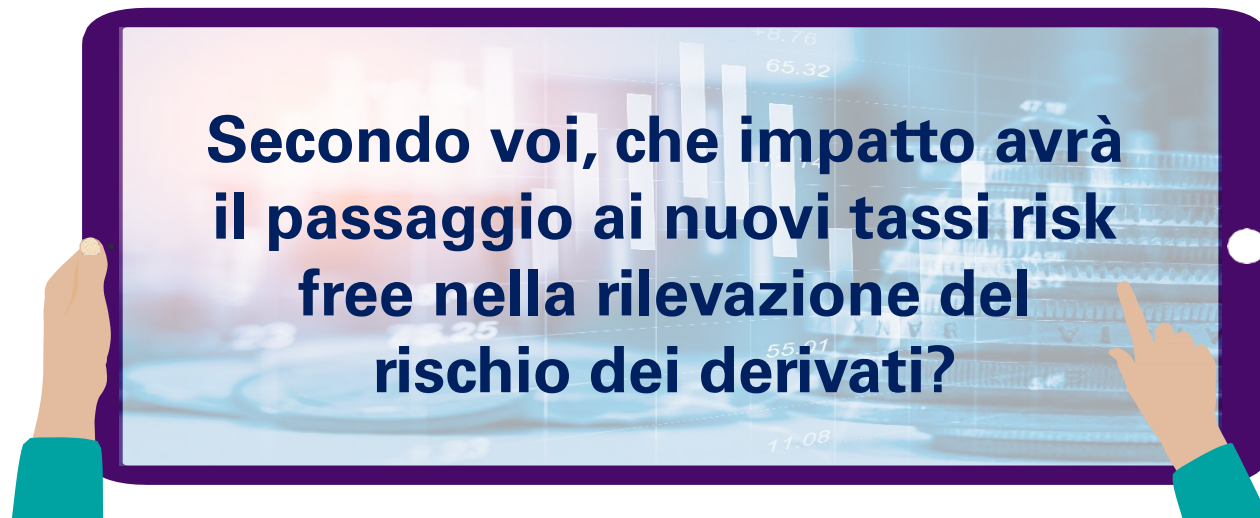
Global Government and corporates floating bonds issued by currency (% of issued amounting in USD)  
EUR details



## Survey 4



## Survey 5



# E la valutazione dei derivati cambia?



**Esempio: IRS floating leg USD LIBOR 3M, fixed leg 2%, pagamenti trimestrali**



*Oggi*



**Cash flow fissi calcolati sul 2% trimestralmente  
Cash flow variabili calcolati a partire da curva USD LIBOR 3M, fixing ad inizio periodo**



**Cash flow interessi attualizzati con discount factor calcolati a partire da curva SOFR OIS**



**DOPO LA CESSAZIONE DEL TASSO USD LIBOR e introduzione tasso fallback**



**Cash flow fissi calcolati sul 2% trimestralmente  
Cash flow variabili calcolati a partire da curva SOFR OIS, compounded 3M + spread adjustment, fixing a fine periodo**



**Cash flow interessi attualizzati con discount factor calcolati a partire da curva SOFR OIS**

**≠**

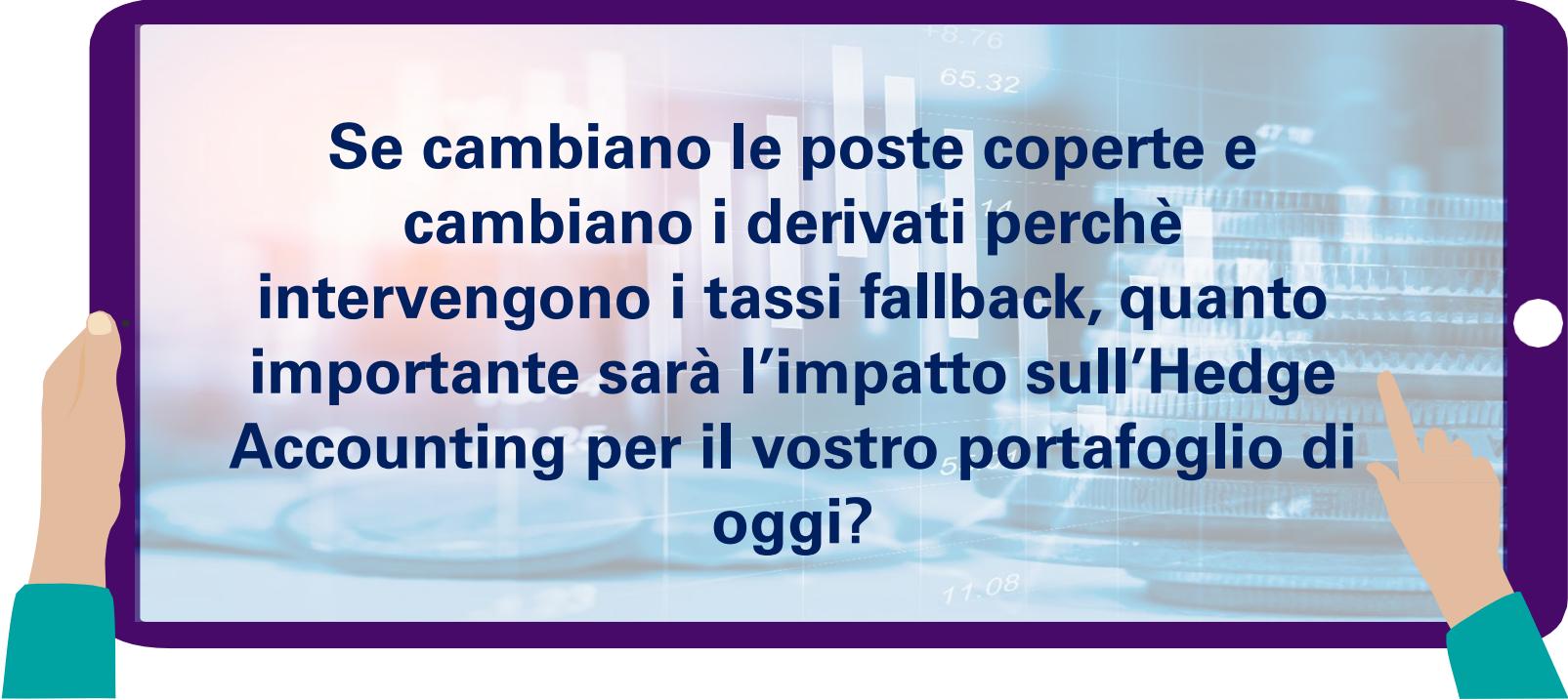
**=**



**Le valutazioni ad oggi includono già lo switch?**

**Considerazioni su Credit Support Annex / Collateral Agreement?**

# Survey 6



**Se cambiano le poste coperte e cambiano i derivati perchè intervengono i tassi fallback, quanto importante sarà l'impatto sull'Hedge Accounting per il vostro portafoglio di oggi?**



# Aiuto le coperture che ho oggi!

- 1 A **settembre 2019** con la **Fase 1** e successivamente ad agosto 2020 con la **Fase 2** lo IASB ha modificato alcuni requisiti contabili (IFRS 9, IAS 39, IFRS 4, IFRS 7 e IFRS 16) al fine di supportare le società nella fornitura di informazioni finanziarie utili durante il periodo di incertezza (Fase 1) derivante dall'eliminazione graduale dei parametri di riferimento dei tassi di interesse (IBOR) fino alla cessazione definitiva dei tassi (Fase 2).
- 2 A **partire dal 1° gennaio 2021** sono in vigore gli Amendments che IASB ha apportato ai principi contabili impattati dalla riforma.

Relazione di copertura oggi	Finanziamento originale	Tasso variabile pagato	USD Libor 3M +2%	Fixing a inizio periodo
	Derivato di copertura originale	Tasso variabile ricevuto	USD Libor 3M	Fixing a inizio periodo
		Tasso fisso pagato	1%	
		Scadenza	31/12/2025	
Relazione di copertura dopo la cessazione degli IBOR			1° livello di waterfall del tasso fallback	2° livello di waterfall del tasso fallback, se il 1° non fosse applicabile
	Finanziamento nuovo tasso	Tasso variabile pagato	SOFR Term 3M + Spread Adj + 2% → fixing inizio periodo	SOFR Comp. 3M + Spread Adj + 2% → fixing a fine periodo
	Derivato di copertura nuovo tasso	Tasso variabile ricevuto	SOFR Comp. 3M + Spread Adj → fixing a fine periodo	
		Tasso fisso pagato	1% - Spread Adj	
		Scadenza	31/12/2025	



**La relazione di copertura ad oggi esistente forse non salta, ma l'inefficacia aumenterà?**

# Il Working Group BCE ci aiuta con le coperture?



Estratto delle raccomandazioni del WG BCE dell'11 Maggio 2021

IBOR	Alt-RFR	Prodotti	If consistency between hedged loan and hedging derivative is prevailing				If knowing the rate at the start of the interest rate period is prevailing			
			1° livello	Fixing	2° livello	Fixing	1° livello	Fixing	2° livello	Fixing
EUR LIBOR/ EURIBOR	€STR	Corporate Lending	Backward-looking lookback period + spread adjustment	In arrears	N/A	N/A	Forward-looking + spread adjustment	In advance	Backward-looking lookback period + spread adjustment	In arrears
		Retail mortgages & consumer & SME loans	Forward-looking + spread adjustment	In advance	Backward-looking lookback period + spread adjustment	In arrears	Forward-looking + spread adjustment	In advance	Backward-looking last reset (up to 3M) + spread adjustment	In advance
		Export & Emerging Market Finance	Backward-looking lookback period + spread adjustment	In arrears	N/A	N/A	Forward-looking + spread adjustment	In advance	Backward-looking last reset (up to 3M) + spread adjustment	In advance

Fonte: WG BCE, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.recommendationsEURIBORfallbacktriggereventsandESTR.202105~9e859b5aa7.en.pdf>

IBOR	Alt-RFR	Prodotto	Tasso Fallback	Fixing
USD, GBP, CHF, JPY, EUR LIBOR, EURIBOR	SOFR, SONIA, SARON, TONAR, €STR	DERIVATI (ISDA)	Backward looking <i>lookback period</i> (reference spot lag / offset lag) + spread adjustment	In arrears

Fonte: ISDA

# AIFIRM – COMMISSIONE FINANCIAL BENCHMARKS

Per iscriversi alla commissione, i soci AIFIRM possono scrivere a : [amministrazione@aifirm.it](mailto:amministrazione@aifirm.it)

Il progetto della commissione è pubblicato al seguente URL:  
<https://www.aifirm.it/financial-benchmarks/>



GRAZIE!

# Glossario

**Alternative Risk Free Rate (o Alt-RFR):** indica i tassi overnight identificati come tassi risk free dalle Autorità e che rappresentano la base per determinare i tassi fallback (es. €STR, SONIA, SOFR...)

**Tasso fallback (o tasso di sostituzione):** indica il tasso che è stato identificato come sostitutivo del tasso di riferimento presente nei contratti finanziari alla data del trigger event. Il tasso fallback è costituito dalla somma del term adjustment e dello spread adjustment.

**Trigger event:** indica l'evento che fa scatenare l'applicazione del tasso fallback. I Working Group che stanno lavorando alla riforma IBOR identificano come evento trigger la cessazione o la pre-cessazione (es. perdita di rappresentatività e non ripristino di tale rappresentatività) del tasso benchmark.

**Term adjustment:** Indica gli aggiustamenti volti a riflettere il fatto che gli IBOR sono indici con una struttura a termine (es. LIBOR 1,3, 6 mesi), mentre i RFR identificati come fallback sono tassi overnight. Tale aggiustamento permette quindi l'utilizzo di tassi overnight, quali i nuovi Alt-RFR, come fallback per tassi a termine (es. LIBOR e EURIBOR).

**Forward looking:** approccio per la definizione del term adjustment che si basa sui mercati dei derivati e riflette le aspettative del mercato sull'evoluzione del tasso durante il periodo successivo. Con tale approccio i tassi saranno noti all'inizio del periodo di interesse.

**Backward looking:** approccio per la definizione del term adjustment che si basa su calcoli matematici dei fixing passati dei tassi overnight Alt-RFR su un dato periodo di tempo.

**Spread Adjustment:** indica l'aggiustamento identificato per minimizzare la variazione di valore economico del contratto nel passaggio dal tasso benchmark (es. GBP Libor) al tasso fallback. Tale aggiustamento è dovuto in quanto la replica di una struttura a termine tramite un tasso overnight non comprende il rischio di credito insito nei diversi IBOR ad oggi utilizzati dal mercato.