

ورقة وجهات نظر / إصلاح IBOR¹

مجلس معايير التقييم الدولية²، شباط ٢٠٢١

ترجمة: د. سامر مظهر قنطقجي

تصدر لجنة IVSC أوراق وجهات نظر من وقت لآخر، تركز على موضوعات التقييم ذات الصلة والقضايا الناشئة. تخدم الأوراق عدداً من الأغراض؛ فهي:

- تبدأ وتغرز النقاش حول موضوعات التقييم من حيث صلتها بمعايير التقييم الدولية IVS؛
- توفر معلومات سياقية حول موضوع من منظور واضح المعايير؛
- دعم مجتمع التقييم في تطبيقهم IVS من خلال التوجيه ودراسات الحالة.

تعتبر أوراق المنظورات مكتملة لمعايير IVS ولا تحل محلها، ويتحمل المقيمون مسؤولية قراءة المعايير واتباعها عند إجراء التقييمات.

ملخص

IBOR هو أسعار معدلات الفائدة المعروضة بين البنوك مثل LIBOR.

يتطلب التوقف؛ الانتقال إلى معدلات مرجعية بديلة Alternative Reference Rates (ARRs)، والنظر في الاختلافات في طبيعة ARR's مقارنة بـ IBOR. سيؤدي هذا الابتعاد عن IBOR إلى تغيير ممارسات التسعير والتقييم وإدارة المخاطر، لا سيما في قطاع الخدمات المالية ولكن أيضاً لأي كيان يستخدم الأدوات المالية.

يعتبر انتقال IBOR عملية مستمرة وسريعة التطور، وليس حدثاً ضخماً في المستقبل؛ فقد أثرت بالفعل على تقييمات اليوم (على سبيل المثال: تغير CCP إلى محاذاة سعر الفائدة بعد تصفية تقييمات المشتقات، وإن كان ذلك مع آلية تعويض مركزية).

في حين أن هناك العديد من التعقيدات حول عملية الانتقال، فإن تحديات التقييم التي ستحتاج الصناعة للتغلب عليها مترابطة ويمكن تجميعها تحت ثلاثة عناوين عريضة:

¹ <https://www.ivsc.org/files/file/view/id/1918>

² The IBOR Working Group under the IVSC Financial Instruments Board. The IVSC has issued this Perspectives Paper to initiate discussion and debate on the topic of IBOR changes and the impact on valuation.

١. تأثير تقييم الشروط في مخزون IBOR الحالي – والذي سيبقى سارياً بعد توقف IBOR وسيتطلب النظر في منهجية "الرجوع" المطبقة وأي آلية تعويض محتملة؛
٢. آثار التقييم لتطور السيولة في السوق – في المنتجات الجديدة التي تستخدم ARR مع تطور السوق، وكذلك التأثيرات المستمرة على التعرضات الحالية؛
٣. آثار تقييم المخاطر الجديدة – بما في ذلك المخاطر الأساسية والمخاطر الخلفية ومخاطر النموذج حيث تجمع المحافظ بين مخاطر IBOR والمخاطر غير المرتبطة بمؤشر IBOR.

مقدمة

كان معدل IBOR السعر المرجعي أو سعر الفائدة القياسي للأسواق المالية منذ عقود وقد تغير. إن أي تغيير بهذه الأهمية يخلق حتماً تحديات أمام تقييم الأدوات المالية ويؤثر على جميع الكيانات التي تستخدم الأدوات المالية.

الهدف من ورقة وجهات النظر هذه هو تحديد التحديات الرئيسية التي تنشأ أمام متخصصي التقييم من توقف IBOR. ويحدد التغييرات في الحوكمة وإدارة البيانات ونموذج إدارة المخاطر التي تحتاج الكيانات إلى مراعاتها لإدارة الانتقال بفعالية. وتحدد الورقة أيضاً المجالات التي يمكن أن تساهم في "عدم اليقين في التقييم" مما يزيد من مخاطر التقييم في تقييمات الأدوات المالية الناشئة عن توقف IBOR¹.

خلفية

أعلنت هيئة السلوك المالي في المملكة المتحدة FCA في يوليو ٢٠١٧ أنها لن تجبر البنوك أو تقنعها بتقديم طلبات LIBOR بعد نهاية عام ٢٠٢١. وقد التزم المنظمون العالميون بتقوية المعدلات المعيارية من خلال تثبيت إعداد المؤشر على بيانات المعاملات التي يمكن ملاحظتها إلى أقصى حد ممكن. و IBOR الذي تم إنشاؤه على بيانات المسح بدلاً من المعاملات المرصودة، لا يتناسب مع هذا النموذج وسيتم إلغاؤه تدريجياً عندما تزيل FCA إدارتها ودعمها.

هناك مواد كثيرة متاحة لممارسي التقييم عند انتقال IBOR؛ تشتمل على أساس اختيار ARRs، ومواد مجموعات العمل الصناعية للخدمات المالية وإرشادات الهيئة التنظيمية الاحترازية بشأن عملية

¹ For details on Governance Frameworks, Data Management, Valuation Uncertainty and Valuation risk see proposed changes to IVS 500 Financial Instruments

الانتقال . ومن المهم فهم الآثار المترتبة على الصناعة والتطورات التنظيمية والتشريعية مثل بروتوكولات ISDA ومتطلبات إعداد التقارير التنظيمية والمقترحات التشريعية؛ بالنظر إلى تلك المعلومات الموجودة، والطبيعة المتطورة باستمرار التحول والعملات المعنية .

تركز هذه الورقة على ثلاث مجموعات واسعة من تأثيرات التقييم، وتسعى إلى توفير إطار عمل بناءً لدعم أخصائيي التقييم .

تأثير تقييم الشروط في مخزون IBOR الحالي

ستعتمد الوسائل التعاقدية للأدوات المالية المفهرسة الحالية وفق IBOR للانتقال إلى معدلات الاستبدال على مجموعة من الوثائق القانونية والحلول التشريعية والتفاوض وبروتوكولات الصناعة والتحكيم والاتفاقية متعددة الأطراف والتفاضلي . على سبيل المثال :

- قد تحتوي العقود على لغة "تبدیل" التي تنص على إعادة فهرسة السعر العائم إلى ARR في تاريخ مستقبلي معروف .
- قد تحتوي العقود على لغة مباشرة تنص على إعادة فهرسة المعدل العائم إلى ARR في تاريخ مستقبلي يتوقف على المشغلات مثل توقف IBOR، مع هيكل متدفق لتحديد كيفية استخدام معدلات ARR في العقد .
- قد تخضع العقود لقواعد الصناعة أو القوالب القياسية كالمشتقات أو المعاملات التي تمت الموافقة عليها والتي تخضع لبروتوكولات انتقال ISDA .
- قد تحتوي العقود على لغة تعديل؛ تنص على إعادة التفاوض على مؤشر السعر العائم بين الأطراف في حالة توقف IBOR .
- قد تحتوي العقود على لغة تنص على إعادة فهرسة السعر العائم إلى ARR وفقاً لتقدير أحد أطراف المعاملة في حالة توقف IBOR .
- قد تحتوي العقود على لغة تنص على إعادة فهرسة السعر العائم إلى معدل مرجعي آخر (غير ARR) بشروط قد يكون أو لا يكون منصفاً لجميع الأطراف على سبيل المثال العودة إلى PRIME (عادة أعلى بكثير من LIBOR) أو إلى آخر سعر متاح (تحويل الأداة فعلياً إلى أداة بسعر ثابت) .

- قد لا تحتوي العقود على لغة تفكر في وقف IBOR بشكل دائم، مما يجعل التدفقات النقدية المتبقية على العقد غير مؤكدة. أو قد لا يكون المصطلح التعاقدى قابلاً للتنفيذ قانوناً.
- يمكن ملاحظة أن مجموعة الميزات التعاقدية قد تؤدي إلى عقود مختلفة لها تدفقات نقدية بمعدل عائم متسق في السوق الحالية تنتقل إلى مجموعات مختلفة من التدفقات النقدية في حالة توقف IBOR.
- تشير ملاحظات السوق إلى أنه في حين يتم تطوير النهج الاحتياطية، فإن المستثمرين حساسون لوضوح الإجراءات الاحتياطية في الوثائق الحاكمة. هناك بعض الأدلة على أن المستثمرين يطبقون أساس التقييم على العقود ذات التراجع الموثق جيداً للعقود مع لغة احتياطية غير واضحة أو بدون لغة احتياطية.
- هناك تحدٍ إضافي حيث يتمثل النهج الاحتياطي الافتراضي في الاعتماد على شرط تعاقدى ينص على أنه في حالة عدم وجود تثبيت IBOR، يجب على الأطراف استخدام آخر تثبيت له. تم تصميم هذا السيناريو لاستيعاب انقطاع منشور IBOR. هناك نقاش مستمر حول ما إذا كان سيحمل تحدياً قانونياً إذا تم تطبيقه كبديل دائم، نظراً للتأثير العميق لتغيير أداة معدل عائم إلى أداة بسعر فائدة ثابت.
- يحتاج محترفو التقييم إلى النظر في تأثير هذه الشروط على التقييمات، بما في ذلك:
- درجة اليقين وتوقيت الانتقال لكل أداة في المحفظة الحالية.
 - عندما تكون هناك تعديلات مضمنة في اتفاقيات الانتقال التي تهدف إلى تطبيع التدفقات النقدية قبل وبعد الانتقال (مثل بروتوكول ISDA تعديل انتشار الائتمان).
 - ما هي المنهجية الدقيقة التي ستطبق لتحديد التدفقات النقدية الدورية (على سبيل المثال شهرياً أو ربع سنوياً من ARR التي تكون عادةً مؤشرات ليلية – على سبيل المثال، هل سيتم اشتقاق التدفقات النقدية بناءً على الفائدة البسيطة، وتراكمها مقدماً من فترة الاستحقاق، وتراكم المتأخرات على مدى فترة الاستحقاق وما إلى ذلك؟
 - ما إذا كان سيتم إجراء تعديلات غير مباشرة لمعالجة التغييرات على المخاطر أثناء الانتقال – على سبيل المثال، التعويض عن التغييرات من حيث المقايضات القابلة للتسليم ضمن منتجات المقايضة.
 - ما إذا كانت الحلول المعيارية الصناعية (مثل بروتوكول ISDA) قابلة للتطبيق على الأدوات – على سبيل المثال، الأدوات التي تتطلب معدلات ثابتة في بداية الفترة وليس في نهايتها مثل بعض معايير التقييم المالي العالمي.

– ما هي الحلول التشريعية أو التنظيمية التي قد تكون موجودة إما لتعديل العقود الحالية، أو لتقديم وسيلة لمواصلة توفير شكل بديل صالح للاستخدام من IBOR؟

آثار التقييم لتطور السيولة

خلال الفترة الانتقالية، وعلى الأرجح بعد توقف IBOR، سيحتاج متخصصو التقييم إلى النظر في تأثير السيولة المتطورة في المنتجات المفهرسة ARR. وتشمل الأمثلة على ذلك:

– السيولة المتطورة في المنتجات المفهرسة ARR قد تؤدي إلى شفافية أسعار محدودة لأولئك الذين يدخلون في معاملات في الأسواق الناشئة، أو في أفق بيانات السوق التي يمكن ملاحظتها.

– من المحتمل أن تتطور منتجات متنوعة بسرعات مختلفة – على سبيل المثال، تجاوزت إمكانية الملاحظة في نهاية عام ٢٠٢١ لمنتجات SOFR¹ الخطية تلك الخاصة بـ FF-OIS، ولكن كانت هناك معاملات SOFR غير خطية محدودة.

– قد يحتاج متخصصو التقييم إلى إيجاد مصادر بديلة لبيانات السوق إذا كان موفرو البيانات الحاليون غير قادرين على توفير معلومات السوق.

– السيولة في المنتجات المفهرسة ARR أو السلاسل الزمنية في تثبيات ARR قد لا توفر بيانات كافية لدعم متطلبات المخاطر، كالمطلوبة لحسابات القيمة المعرضة للمخاطر و SVaR، أو لتلبية المتطلبات القادمة مثل ملاحظات الأسعار الحقيقية لـ FRTB²، في غياب العون التنظيمي.

وبالتزامن مع الزيادات في السيولة في ARR، تتناقص السيولة في المنتجات الخاضعة لمؤشر IBOR، مما قد يؤدي إلى تحديات في تقييم المنتجات الخاضعة لمؤشر IBOR. وتشمل الأمثلة على ذلك:

– انخفاض إمكانية ملاحظة بيانات السوق مع ما يترتب على ذلك من تأثير على القدرة على اشتقاق أسعار الأدوات الأولية، أو مصدر بيانات مستقلة لإجراءات التحقق من الأسعار.

– انخفاض إمكانية ملاحظة بيانات السوق مما يؤدي إلى تغييرات في تصنيف التسلسل الهرمي للقيمة العادلة المحاسبية، ومن المحتمل أن يؤثر ذلك على الرسوم الإضافية لرأس المال من المستوى الثالث لمؤسسات 3G-SIB.

¹ The Secured Overnight Financing Rate (SOFR)

² The Fundamental Review of the Trading Book (FRTB)

³ Global systemically important banks (G-SIB)

- زيادة عدم اليقين بشأن مدخلات التسعير، مما يؤدي إلى زيادة مخصصات التقييم المرهقة في ظل أطر التقييم الحذرة.
- قد تحتوي أنواع معينة من الأدوات على ميزات مردود لا يمكن مواءمتها بسهولة مع معدلات "التأخرات" مثل ARR. على سبيل المثال، قد تعتمد الحواجز، وتداولات نظام إدارة المحتوى، ومقايضات التأخرات، ومعاملات فروق الأسعار، وبعض مقاييس التقييم المالي FRAs على معرفة التثبيت في بداية الفترة. وقد تتطلب مثل هذه المعاملات الحالية تعديل أو إنهاء، مما يؤدي إلى تأثير معاكس على القيم.
- قد يؤدي انخفاض الشهية لبعض الأصول المفهرسة وفقاً لمعايير IBOR أو تلك التي لا تحتوي على لغة احتياطية مناسبة إلى آثار تقييم سلبية - على سبيل المثال للضمانات ذات الأهلية المنخفضة لبرامج تمويل البنك المركزي، أو حيث تمنع السياسة أو اللوائح المستثمرين من الاستثمار في هذه الأصول.

آثار تقييم المخاطر الجديدة

- إن المسارات المتنوعة لتعديل المنتجات المفهرسة IBOR لمعالجة ما إذا كانت، ومتى وكيف يمكن أن "ترجع" إلى معدلات ARR المفهرسة ستقدم مخاطر أساسية إضافية. يجب تحديد هذه المخاطر ومراقبتها وإدارتها. وتشمل الأمثلة على ذلك:
- ستتطلب ARR المستندة إلى المعدلات بين عشية وضحاها تعديلات على نماذج التقييم والمدخلات والمخرجات المرتبطة بها لضمان تحديث تعاريف المدخلات لتتوافق مع اصطلاحات الاقتباس القياسية للصناعة؛ وأن مناهج النمذجة تتماشى مع المؤشرات الليلية وكيفية استخدام هذه المعدلات في الأدوات المالية؛ وأن المخرجات تتماشى مع شروط التدفقات النقدية المصاحبة وأن أنظمة المصنوع تفسر المخرجات المعدلة بشكل صحيح.
- ARRs المستندة إلى الأسعار بين عشية وضحاها، سواء كانت مضمونة أو غير مضمونة، تنطوي فعلياً على حد أدنى من مخاطر التمويل المصرفي. وهذا يتناقض مع مستويات التمويل المصرفي الديناميكية الضمنية المضمنة في IBOR. نتيجة لذلك، قد تختلف ربحية وتقييم المنتجات المفهرسة حسب ARR عن تلك المفهرسة بـ IBOR.

قد تظهر مخاطر أساسية إضافية عندما تختلف شروط استخدام **ARR** لاشتقاق التدفقات النقدية في المعاملات المرتبطة. على سبيل المثال، سواء كنتيجة لمعاملات جديدة أو تباين في الطريقة التي تعمل بها المخصصات الاحتياطية، قد يكون لمعاملة القرض التي تشتق التدفقات النقدية من اتفاقيات الفائدة اليومية البسيطة في نظام **SOFR** فروق أساسية مع التحوط المشتق الذي يشتق التدفقات النقدية من خلال نهج تراكم المتأخرات.

- وبالمثل، قد تظهر مخاطر أساسية أكثر وضوحاً عندما تطبق الضمانات الضمنية (مثل **SOFR** **ARM**) اتفاقية مُركبة مسبقاً، بينما تطبق المصالح المفيدة اتفاقية تراكم المتأخرات.
- قد تطبق أدوات مختلفة أرضيات **ARR** على مستويات مختلفة. على سبيل المثال، قد يتم استبدال حد **LIBOR** في معاملة حالية بأكبر قدر من الإنصاف بحد أدنى على إجمالي **SOFR** وتعديل هامش الائتمان الانتقالي، في حين أن المعاملة الجديدة قد تطبق حداً أدنى على معدل **ARR** مباشرة. قد تكون أطر النمذجة الجديدة مطلوبة لمنتجات الخيارات، بالنظر إلى الخيارات المختلفة المحتملة بشأن معدلات الفائدة الآجلة بما في ذلك هوامش الائتمان المصرفي، مقابل **ARR** المستقبلية المحتملة المحددة في المتأخرات مع أو بدون ميزات مركبة، مع أو بدون متوسط، ومع أو بدون ثابت تسوية الائتمان¹.

إجراءات احترام التقييم

سيكون للإصلاحات في معايير أسعار الفائدة تأثير كبير في الأسواق المالية، من وول ستريت إلى مين ستريت. لذا فإن التأكد من تقدير السوق بأكمله لحجم المشكلة واتخاذ إجراءات مبكرة يعد أولوية. بالنظر إلى حجم المهمة، لا يمكن حل هذا الأمر في الأشهر التي تسبق نهاية عام ٢٠٢١. لضمان انتقال ناجح ومنظم، تحتاج المؤسسات إلى اتخاذ إجراءات - والبدء الآن.

تعتبر الآثار الناتجة عن انتقال **IBOR** معقدة وواسعة الانتشار، ولا تمثل تأثيرات التقييم سوى جزء من التأثيرات على المؤسسات المالية وغير المالية على حد سواء. تصنف ورقة المنظورات هذه تحديات التقييم تحت ثلاثة عناوين عريضة:

- تأثير تقييم الشروط في مخزون **IBOR** الحالي؛

¹ See Piterbarg 2020 https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3537925

- أثر التقييم لتطور السيولة في السوق،
- تأثير تقييم المخاطر الجديدة. يجب أن يكون لدى جميع الكيانات برامج انتقال IBOR شاملة لمعالجة هذه التأثيرات على جميع جوانب أعمالها، بما يتناسب مع حجم التأثير على أعمالهم.
- يجب على المتخصصين في التقييم، كجزء من مثل هذا البرنامج، التأكد من إيلاء الاعتبار المناسب لمعالجة آثار التقييم لانتقال IBOR، بما في ذلك:
- تطوير فهم شامل لمخاطر انتقال IBOR التي تؤثر على المؤسسة، بما في ذلك البنود داخل وخارج الميزانية العمومية، والتعرضات المباشرة وغير المباشرة، وتحديثها على أساس متكرر، وتوفير التفاصيل الكافية في التعرضات.
- تطوير فهم مفصل للشروط التعاقدية للأدوات في المحفظة، ونطاق ومسارات الانتقال المتوقعة لهذه الأدوات، وفهم تأثير السمات التعاقدية على التقييم.
- تطوير فهم لتأثيرات انتقال IBOR على كل من أسس التقييم المتأثرة، على سبيل المثال. أساس LOCOM / التكلفة أو القيمة العادلة أو التقييم الحكيم أو أساس رأس المال أو الإجهاد أو الأساس الضريبي أو حسابات أخرى.
- تطوير عمليات لمراقبة نشاط السوق وتحديث العمليات والضوابط المتأثرة مثل تلك المتعلقة بمصادر بيانات السوق، وتقييمات السيولة والملاحظة في الوقت المناسب طوال فترة الانتقال. في مثل هذه البيئة الديناميكية، قد يلزم زيادة تكرار مثل هذه التقييمات مقارنة بالعمليات الحالية.
- تطوير إطار الحوكمة المناسب لتقديم تحدي فعال لعمليات التقييم خلال الفترة الانتقالية.

قائمة الاختصارات

- ARM: الرهون العقارية القابلة للتعديل
- CCP: غرفة المقاصة المركزية للطرف المقابل؛
- CMS: مقايضة النضج الثابت
- FRA: اتفاقيات الأسعار الآجلة
- FRTB: المراجعة الأساسية لكتاب التداول
- G-SIB: البنوك العالمية ذات الأهمية المنهجية
- IBOR: أسعار عروض Interbank
- ISDA: الرابطة الدولية للمقايضات والمشتقات
- LIBOR: أسعار العرض بين البنوك في لندن - أقل من التكلفة أو السوق
- SOFR: معدل التمويل الليلي المضمون
- SVaR: القيمة المضغوطة في خطر القيمة المعرضة للمخاطر - القيمة المعرضة للخطر