

Udfasningen af IBORs og andre skønsbaserede referencerenter i Danmark og udlandet

Referencerenter bruges i finansielle kontrakter og instrumenter, hvor der er behov for en rente, der afspejler det generelle markedsrenteniveau. Referencerenter såsom LIBOR (London Interbank Offered Rate) og EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) underbygger finansielle kontrakter og instrumenter for flere tusinde milliarder kroner, og de bruges bredt af både husholdninger og finansielle såvel som ikke-finansielle virksomheder.

En række meget benyttede referencerenter er fastsat på baggrund af skøn fra udvalgte banker. Det giver en usikkerhed, da brugerne ikke altid kan gennemskue, hvad de individuelle banker baserer deres skøn på. I de senere år har der derfor internationalt været arbejdet på at overgå fra referencerenter baseret på ekspertskøn til robuste, transaktionsbaserede renter. Også i Danmark arbejder sektoren herpå. Det kan på sigt få betydning for brugen af de danske referencerenter CIBOR (Copenhagen Interbank Offered Rate) og CITA (Copenhagen Interbank Tomorrow/Next Average).

Det er en svær og krævende opgave at overgå til nye referencerenter, da de er en så integreret del af det finansielle system. Det betyder også, at overgangen kan få vidtrækkende negative konsekvenser, hvis forskellige risici ikke identificeres i tide og håndteres optimalt¹.

Dette notat beskriver:

- hvad referencerenter bruges til og deres rolle i det finansielle system
- baggrunden for at gå fra skønsbaserede referencerenter til alternative, transaktionsbaserede referencerenter
- status på det foreløbige arbejde i ind- og udland
- potentielle udfordringer ved at overgå til alternative referencerenter.

¹ Dette beskrives nærmere i et andet notat fra Finanstilsynet, der beskriver hvilke risici danske aktører kan stå over for som konsekvens af overgangen til alternative referencerenter, se Finanstilsynet (2019) "Risici for den danske finansielle sektor ved overgangen til alternative referencerenter" (<https://finansstilsynet.dk/~media/Nyhedscenter/2019/Risici-for-den-danske-finansielle-sektor-ved-overgangen-til-alternative-referencerenter-pdf>).

Forklaringsboks: Hvad er en referencerente?

En referencerente er en rente, som bruges til at fastsætte andre renter. Det kan f.eks. være renten i et variabelt forrentet lån, såsom forbrugs- og realkreditlån, hvor referencerenten indgår som en komponent i den rente, låntageren betaler. Eksempelvis kan renten på et realkreditlån fastsættes som CIBOR plus et rentetillæg på 1,2 procentpoint.

Især Interbank Offered Rates (IBORs) bruges som referencerenter. IBORs udtrykker den rentesats, som banker er villige til at låne eller udlåne til uden sikkerhed på forskellige løbetider, se afsnit 2. Der findes forskellige IBORs i de forskellige valutaer. F.eks. er der en LIBOR i både amerikanske dollars (USD), britiske pund (GBP), japanske yen (JPY), schweizerfranc (CHF) og euro (EUR). I euro er der også EURIBOR. I danske kroner er der CIBOR, i svenske kroner STIBOR, i norske kroner NIBOR osv.

1. Referencerenter er essentielle for det finansielle system

1.1. Hvor bruges referencerenter?

Referencerenter benyttes i mange forskellige finansielle produkter. Den primære brug er i derivatkontrakter, især renteswaps, hvor to modparter 'bytter' rentebetalinger over en på forhånd bestemt periode. Det kan eksempelvis være en IBOR mod en fast rente i 30 år. Renteswaps anvendes primært af banker og institutionelle investorer, herunder forsikrings- og pensionselskaber, til at afdække og spekulere i rentebevægelser.

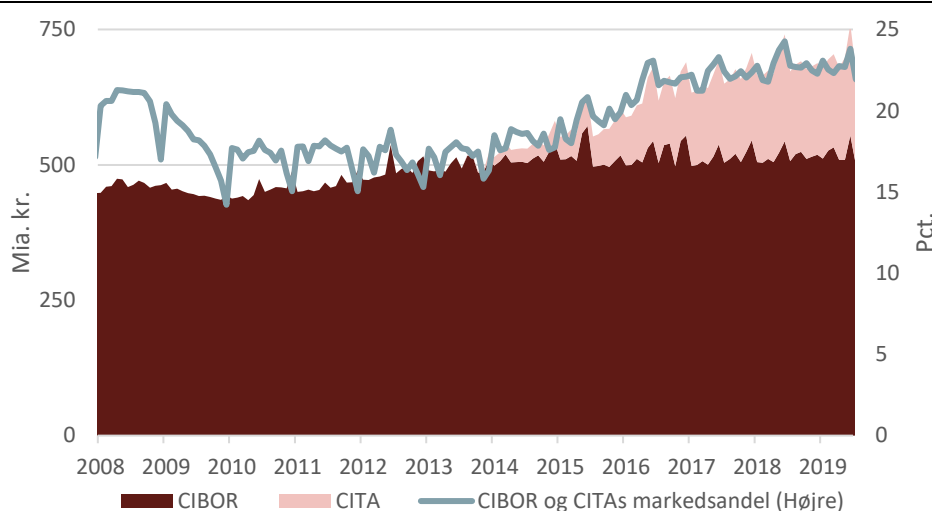
Referencerenter bruges også i vidt omfang indenfor kreditgivning. Det kan f.eks. være i variabelt forrentede erhvervs- og forbrugslån, kassekreditter og lignende faciliteter samt realkredit- og realkreditlignende lån². Især husholdninger og ikke-finansielle virksomheder bruger disse produkter.

Som eksempel var markedsværdien af danske realkreditobligationer, og derved realkreditlån, forrentet med de danske CIBOR- og CITA-renter henholdsvis ca. 500 og 175 mia. kr. i midten af 2019, jf. figur 1.

Referencerenter bruges også i en række af de finansielle virksomheders IT-systemer og interne modeller til bl.a. prisansættelse, risiko- og likviditetsstyring mv. Også ved regnskab og bogføring i finansielle virksomheder spiller referencerenter en betydelig rolle.

² Med variabelt forrentede realkreditlån henvises der i dette notat alene til lån tilknyttet en referencerente, f.eks. CIBOR eller CITA.

Figur 1: Markedsværdi af realkreditobligationer forrentet med CIBOR eller CITA



Note: Markedsandelen er målt i pct. af den samlede markedsværdi af udestående realkreditobligationer i Danmark.

Kilde: Bloomberg Finance LP, Danmarks Nationalbank og Finanstilsynet.

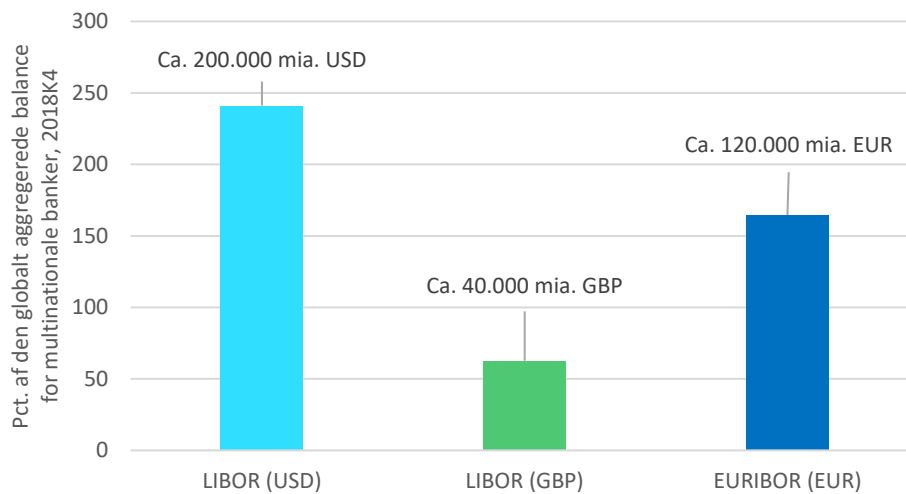
1.2. Global brug af af IBORs

På globalt plan anslås det, at finansielle kontrakter og instrumenter med direkte henvisning til de mest udbredte referencerenter, LIBOR og EURIBOR, har en bruttoværdi på ca. 400.000 mia. USD på tværs af valutaer. Den høje værdi ligger især i derivatkontrakter, om end IBORs bruges i mange forskellige produkter.

Figur 2 viser skøn for den samlede nominelle bruttoværdi af åbne kontrakter og instrumenter i udvalgte IBORs i forhold til størrelsen på den globale banksektor³. Figuren viser bl.a., at det især er LIBOR i USD og EURIBOR, der bruges som referencerenter og fylder meget globalt.

Brugen af CIBOR i den danske finansielle sektor er også væsentlig. Alene for realkreditlån understøtter den ca. 500 mia. kr., jf. figur 1.

³ Der skelnes hér mellem brutto- hhv. markedsværdien af finansielle kontrakter. Markedsværdien er den værdi, som et finansielt instrument principielt kan handles til i markedet. Bruttoværdien er det underliggende beløb, som instrumentet baseres på, og som medvirker til at bestemme dets betalingsstrømme. Forskellen mellem markeds- og bruttoværdien er typisk stor for derivater og mindre for andre typer instrumenter, eksempelvis aktier og obligationer.

Figur 2: Nominelle bruttoeksponeringer mod udvalgte IBORs

Kilde: Bank for International Settlements, The Alternative Reference Rates Committee, WG on Sterling Risk-Free Reference Rates og WG on euro risk-free rates.

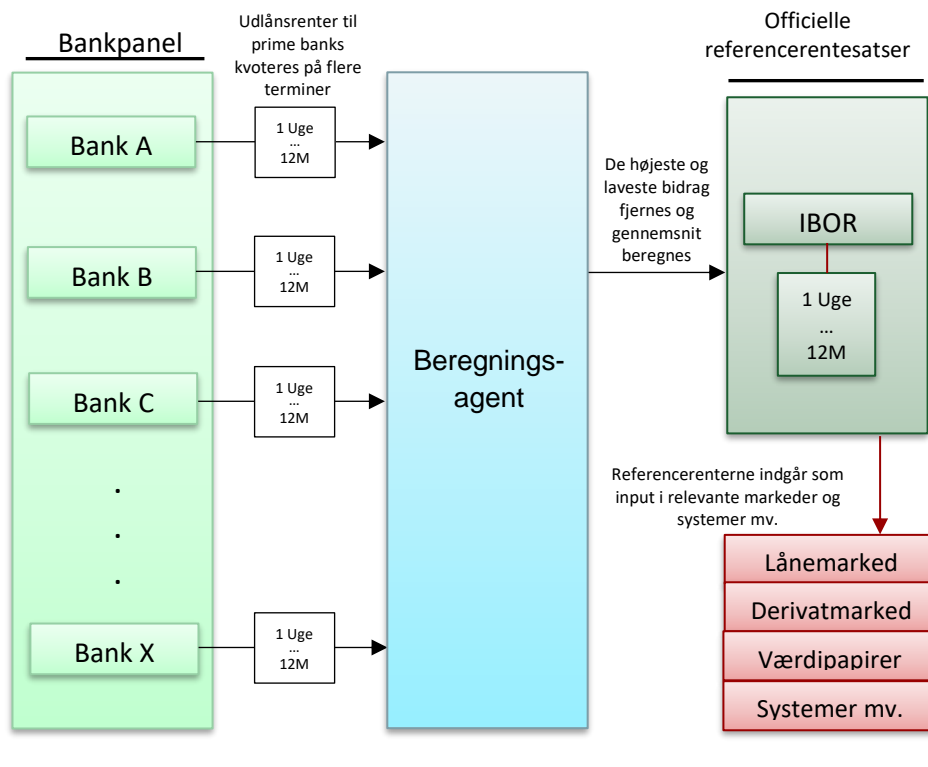
2. Problemerne med IBORs

For at forstå motivationen til at overgå til alternative referencerenter er det relevant at gennemgå, hvordan LIBOR, EURIBOR og andre IBORs, herunder CIBOR, bliver stillet.

Afhængigt af den pågældende IBOR har den til hensigt at udtrykke den rente, som store og kreditværdige banker, såkaldte prime banks, enten låner ud til eller kan låne til af andre prime banks på forskellige løbetider fra én uge og op til 12 måneder, og uden at der stilles sikkerhed for lånet.

Hver IBOR har et repræsentativt panel af prime banks (såkaldte stillere eller panelbanker). De indsender hver bankdag deres (forventede) udlånsrente til andre prime banks (eller for nogle IBORs, bl.a. LIBOR, deres (forventede) indlånsrente hos andre banker) på lån med forskellige løbetider til en beregningsagent. Beregningsagenten fjerner de højeste og laveste bidrag for hver løbetid, og gennemsnittet af de resterende bidrag er dagens officielle referencerentesats for de respektive løbetider. Proceduren er illustreret i figur 3.

Figur 3: Hvordan IBORs bestemmes på en given dag



I 2012 blev det afsløret, at der havde været alvorlige tilfælde af manipulation af LIBOR og EURIBOR. Her havde visse stillere samarbejdet om at sætte LIBOR og EURIBOR kunstigt højt eller lavt for derved at øge bankens indtjening, især på dens derivatpositioner⁴.

LIBOR fungerer desuden som et signal om stillerbankens sundhedstilstand, da den skal afspejle den rente, som banken usikret kan låne til hos andre banker. Det kan i en krisesituation tilskynde en stillerbank til at kvotere en for lav rentesats for derved at sende et positivt signal om sin kreditværdighed⁵.

Som konsekvens af LIBOR- og EURIBOR-skandalerne blev bl.a. governancestrukturen reformeret og transparensen øget for derved at gøre dem mindre sårbare overfor manipulation og øge deres pålidelighed.

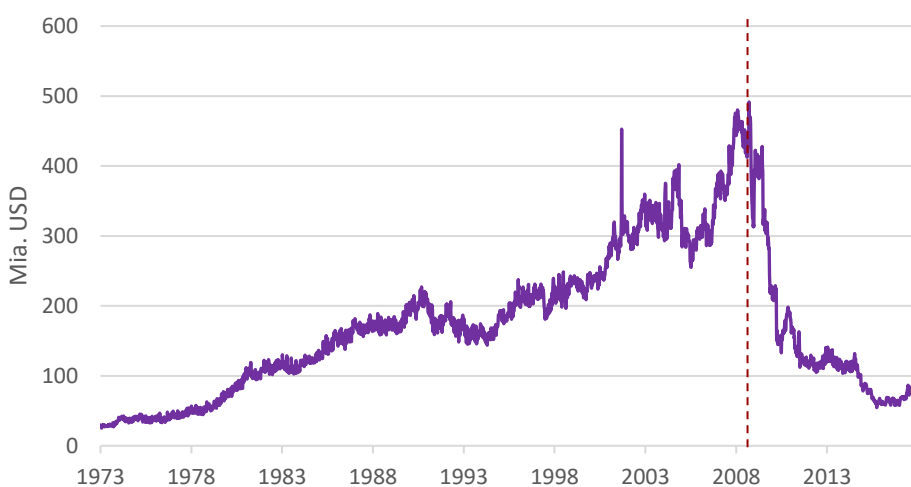
⁴ CIBOR-stillelsen blev undersøgt af Finanstilsynet for tilsvarende manipulation i perioden 2009-2012, hvor der ikke blev fundet dokumentation for lovovertrædelser, jf. Finanstilsynet. 2014. "Rapport om fastsættelsen af CIBOR-renten i 2009-2012".

⁵ For en gennemgang af LIBORs historie se bl.a. Hou, D. og Skeie, D. 2014. "LIBOR: Origins, Economics, Crisis, Scandal, and Reform". Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 667.

2.1 Få transaktioner i interbankmarkedet

IBORs skal afspejle markedsrenten på interbankmarkedet i den pågældende valuta. Der er imidlertid den strukturelle udfordring, at der er meget få transaktioner på interbankmarkederne. Især efter finanskrisen sås en stigende tendens til, at bankerne holdt op med at låne til hinanden, bl.a. som følge af den større opmærksomhed på kreditrisiko i sektoren, den lempelige pengepolitik og øget regulering. Udviklingen er illustreret i figur 4, der viser interbanklån i USA. Samme tendens gør sig gældende i de øvrige interbankmarkeder.

Figur 4: Interbanklån på det amerikanske pengemarked



Note: Den stiplede linje markerer datoen for Lehman Brothers' kollaps. Figuren angiver beholdningen af alle interbanklån på forskellige løbetider og altså ikke den daglige omsætning.

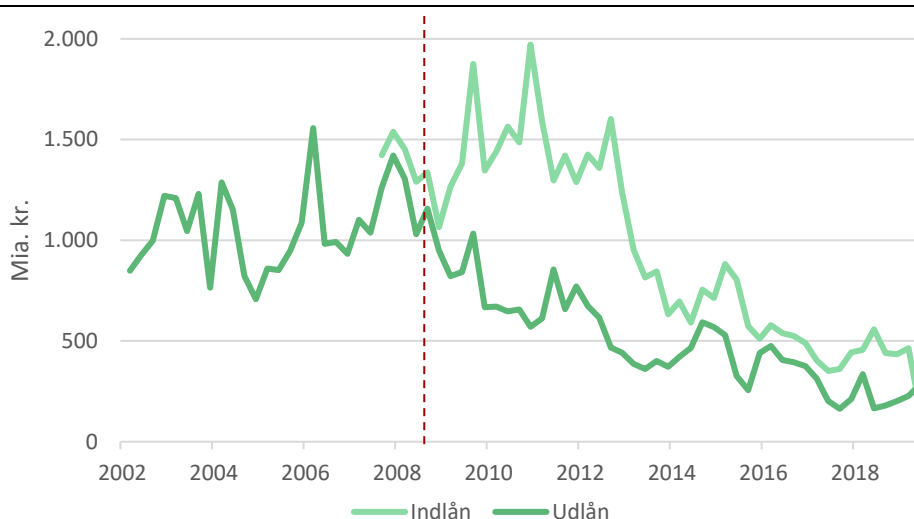
Kilde: Board of Governors of the Federal Reserve System.

De få transaktioner betyder dels, at IBORs i høj grad baseres på ekspertvurderinger, dvs. skøn, dels at man kan stille spørgsmålstejn ved, om det giver mening at bruge en rente for et marked, der i praksis ikke findes. Spørgsmålet er da, hvor pålidelige og robuste de pågældende IBORs er.

2.2 Samme problem for de danske referencerenter

Ligesom i udlandet er ind- og udlån på det danske pengemarked faldet betydeligt siden finanskrisen, jf. figur 5. Den internationale problemstilling med referencerenter, der kun i begrænset omfang er transaktionsbaseret, er altså også en dansk problemstilling.

Figur 5: Pengeinstitutters usikrede korte ind- og udlån på det danske pengemarked



Note: Figuren viser danske pengeinstitutters usikrede kronelån med løbetider fra 1 dag til 12 måneder. Den stiplede linje markerer datoen for Lehman Brothers' kollaps.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

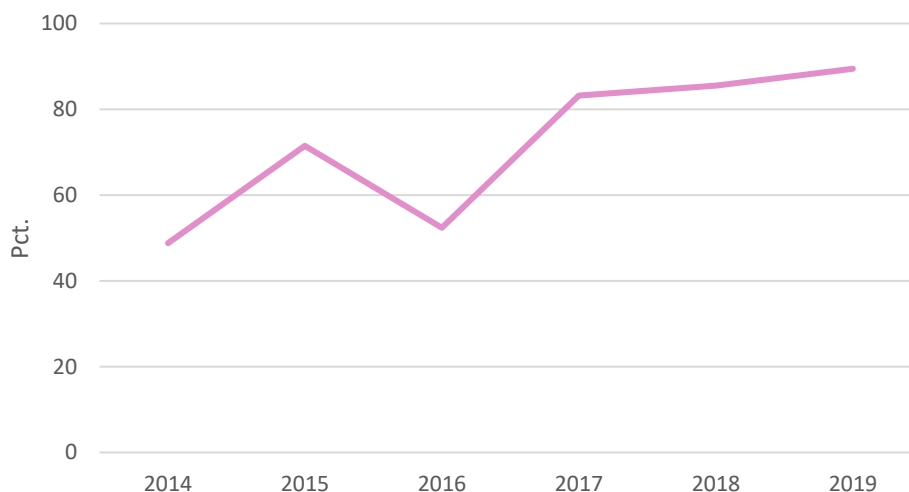
I Danmark blev CITA-renten introduceret i 2013 med det formål at være et transaktionsbaseret alternativ til CIBOR⁶.

CITA-renten er en swaprente, hvor en fast rente (CITA-renten) byttes med den såkaldte Tomorrow/Next-rente, der er en variabel rente. Tomorrow/Next-renten fastsættes af en beregningsagent ud fra indberetninger fra panelbankerne om den gennemsnitlige rente for deres dag-til-dag-udlån den foregående bankdag. Hvis udlånene er under 3 mia. kr., suppleres fastsættelsen af Tomorrow/Next-renten med skøn fra panelbankerne.

Omsætningen bag Tomorrow/Next-renten er dog faldet støt siden CITA-renten blev indført i 2013. Langt de fleste fikseringer af Tomorrow/Next-renten suppleres derfor i dag med skøn. Det fremgår af figur 6, der viser andelen af handelsdage på et år, hvor der blev brugt kvoteringer til at stille Tomorrow/Next-renten. I de første knap ni måneder af 2019 blev der således anvendt skøn til at stille Tomorrow/Next-renten ca. 90 pct. af dagene.

⁶ Se bl.a. Erhvervs- og Vækstministeriet. 2012. "Redegørelse om CIBOR".

Figur 6: Andel af dage, hvor Tomorrow/Next-renten var helt eller delvist skønsbaseret



Note: Data for 2019 løber til og med den 23. september. Fastsættelsen af Tomorrow/Next-renten suppleres med skøn, når omsætningen er mindre end 3 mia. kr.

Kilde: Finans Danmark.

3. Valg af alternative referencerenter

Manipulationen i visse referencerenter og den faldende aktivitet i interbankmarkederne underminerede den grundlæggende tillid til pålideligheden og robustheden af IBORs.

På den baggrund udgav Financial Stability Board i 2014 efter anmodning fra G20-landene en række anbefalinger til det videre arbejde med referencerenter. Anbefalingerne drejede sig bl.a. om bedre governance ved bidrag fra stillere, at IBORs skulle gøres mere transaktionsbaserede, hvis det var muligt, og at der skulle identificeres alternative, transaktionsbaserede (næsten) risikofrie referencerenter⁷.

Med afsæt heri har arbejdsgrupper for en række valutaer identificeret de foretrukne alternative transaktionsbaserede referencerenter til at supplere eller erstatte eksisterende skønsbaserede referencerenter. Det har også været tilfældet i Danmark, hvor en arbejdsgruppe under Finans Danmark er i gang med at undersøge mulighederne for at indføre en ny referencerente baseret på de såkaldte overnight-indlån i bankerne (dvs. indlån med én dags løbetid, som går fra dagen, hvor aftalen herom indgås, til den næste bankdag)⁸.

⁷ Se FSB. 2014. "Reforming Major Interest Rate Benchmarks", hvor der især henvises til IOSCO. 2013. "Principles for Financial Benchmarks"

⁸ Jf. Finans Danmark. 2019. "Public consultation on the assessment of possible candidates to a Danish kroner risk-free reference rate" og Finans Danmark. 2019. "Opfølgning på høring om mulige kandidater til en ny risikofri referencerente for det danske kronemarked".

De identificerede alternative referencerenter er angivet i tabel 1. Deres fordel er, at de bygger på pengemarkedssegmenterne med størst omsætning og flest transaktioner. De vurderes derfor mere robuste end andre alternativer.

Fælles for de valgte alternative referencerenter er, at de er baseret på pengemarkedslån med én dags løbetid, såkaldte dag-til-dag-lån. I de fleste tilfælde medtager de også wholesale transaktioner, dvs. transaktioner foretaget med andre finansielle selskaber end banker.

De alternative referencerenter afviger dog fra hinanden på en række punkter, herunder brugen af sikkerhed i det underliggende marked. På dette punkt er IBORs mere harmoniserede, da de alle måler den usikrede rente på interbankmarkedet i den respektive valuta.

Tabel 1: Oversigt over udvalgte alternative referencerenter

<i>Valuta</i>	<i>Nuværende referencerenter</i>	<i>Alternativ referencerente</i>	<i>Underliggende marked</i>
USD	LIBOR (USD)	SOFR (Secured Overnight Funding Rate)	<ul style="list-style-type: none"> • Sikrede ud- og indlån • Dag-til-dag • Wholesale
EUR	EURIBOR EONIA	€STR (Euro Short Term Rate)	<ul style="list-style-type: none"> • Usikrede indlån • Dag-til-dag • Wholesale
GBP	LIBOR (GBP)	SONIA (Sterling Overnight Index Average)	<ul style="list-style-type: none"> • Usikrede indlån • Dag-til-dag • Wholesale
CHF	LIBOR (CHF)	SARON (Swiss Average Rate Overnight)	<ul style="list-style-type: none"> • Sikrede ud- og indlån • Dag-til-dag • Interbank
JPY	LIBOR (JPY)	TONAR (Tokyo Overnight Average Rate)	<ul style="list-style-type: none"> • Usikrede ud- og indlån • Dag-til-dag • Wholesale
SEK	STIBOR	P.t. unavngiven	<ul style="list-style-type: none"> • Usikrede indlån • Dag-til-dag • Wholesale
DKK	CIBOR CITA	P.t. unavngiven	<ul style="list-style-type: none"> • Usikrede indlån • Dag-til-dag • Wholesale

Note: I et sikret pengemarkedslån har låntageren stillet sikkerhed for lånet, ofte med let omsættelige aktiver som f.eks. statsobligationer. Dag-til-dag-lån har én dags løbetid og skal altså betales tilbage den efterfølgende bankdag. Wholesale betyder, at der medtages transaktioner foretaget med banker og institutionelle investorer, eksempelvis forsikrings- og pensionselskaber, som modpart. Wholesale-transaktioner er altså mere omfattende end interbanktransaktioner

4. Overgang væk fra IBORs

Især overgangen væk fra LIBOR har været i fokus de senere år. Det skal bl.a. ses i lyset af LIBORs store udbredelse, jf. figur 2, men også fordi det britiske finanstilsyn, Financial Conduct Authority (FCA), der fører tilsyn med administrationen af LIBOR på tværs af valutaer, har tilkendegivet, at de ikke vil tvinge panelbankerne til at deltage i LIBOR-stillelsen efter 2021.

FCA finder det sandsynligt, at der er nogle panelbanker, som vil forlade LIBOR-panelet umiddelbart efter 2021, da der er høje omkostninger og operationelle såvel som juridiske risici ved at være LIBOR-stiller. Hvis alle eller næsten alle stillere går fra LIBOR-panelet, vil det bevirke, at der er for få stillelser at beregne LIBOR på, og den kan dermed ikke leveres. Selv hvis nogle få panelbanker forlader LIBOR-panelet, kan det bevirke, at LIBOR ikke bliver stillet af en tilstrækkelig repræsentativ gruppe af panelbanker. Det kan dels betyde, at markedet ikke ønsker at anvende LIBOR, dels at FCA (i sin egenskab som kompetent myndighed) vurderer, at LIBOR dermed ikke opfylder kravene i Benchmarkforordningen om et repræsentativt stillerpanel, hvorved LIBOR ikke mere må bruges i EU. FCA har derfor meget klart kommunikeret, at sektoren skal være klar til, at LIBOR ophører kort efter 2021. Forventningen om dette har bidraget til at fremskynde overgangen i USD og GBP.

For andre IBORs, herunder EURIBOR, der er meget anvendt af danske aktører, forventer markedet, at de fortsat vil eksistere de nærmest kommende år. Det skal bl.a. ses i lyset af, at de forventes reformeret, så stillelsen i højere grad er baseret på faktiske transaktioner, og at panelbankerne bl.a. derfor har mindre incitament til at ikke at deltage i stillelsen.

4.1. Markedets brug af de alternative referencerenter

En stabil overgang fra IBORs til de alternative referencerenter forudsætter, at der er et likvidt marked for de nye produkter, som skal referere til den alternative referencerente i stedet for en IBOR.

Det kan dog være vanskeligt at få gang i likviditeten i sådan et marked, da det kræver aktive markedsaktører. Aktørerne vil som udgangspunkt kun være aktive, hvis markedet er likvidt, da det gør priserne mere attraktive. Der kan således være en 'first mover-disadvantage' for de aktører, der først går ind i markedet og forsøger at få det i gang.

Hvis der ikke er efterspørgsel i markedet, har bankerne heller ikke samme incitament til at udvikle og udbyde produkter baseret på de alternative referencerenter, men vil i stedet fortsætte med at anvende IBORs. Det hæmmer mulighederne for at opbygge markederne for de alternative referencerenter.

Udfordringerne afspejler sig også i brugen af de alternative referencerenter, som er planlagt til at erstatte LIBOR i USD, CHF og JPY. F.eks. anslås den nominelle omsætning i renteswaps med SOFR i det variable ben at udgøre under 1 pct. af den tilsvarende omsætning i USD LIBOR-swaps⁹.

⁹ Jf. ISDA SwapsInfo

Omvendt tyder den udbredte brug af SONIA, der skal erstatte LIBOR i GBP, at det er muligt at få gang i markedet¹⁰. Den større brug af SONIA end de andre alternative referencerenter skal bl.a. ses i lyset af, SONIA har eksisteret siden 1997, om end den først blev reformeret til sin nuværende form i april 2018. Desuden har den klare kommunikation fra FCA om, at de forventer, at LIBOR ophører kort efter 2021, og det tætte samarbejde mellem FCA, centralbanken og sektoren faciliteret større fremdrift i at få gang i markedet.

I euroområdet begyndte publiceringen af det foretrukne alternativ i europen-gemarkedet, €STR (Euro Short Term Rate), den 2. oktober 2019. Markedet har derfor kun haft kort tid til at handle og udvikle nye produkter baseret herpå. EONIA ophører imidlertid efter 2021. Det må forventes at give behov for nye produkter baseret på €STR. Handlen og udviklingen af €STR-produkter med længere løbetider er dog hæmmet af, at EURIBOR ikke har en forventet fast udløbsdato som LIBOR, jf. ovenfor. Aktører har derfor mindre incitament til at overgå fra EURIBOR.

Implementeringen af den danske alternative referencerente er stadig 'work-in-progress'. Finans Danmark publicerer daglige satser én gang om måneden for derved at give markedsaktørerne mulighed for at vurdere rentens bevægelser og egenskaber. Renten publiceres på nuværende tidspunkt altså ikke dagligt, ligesom den heller ikke har en administrator. Renten må derfor ikke anvendes i finansielle kontrakter.

5. Vigtige udeståender for en ordentlig overgang væk fra IBORs

Identifikationen af de foretrukne alternativer til IBORs på tværs af valutaer er blot det første skridt i forhold til at overgå til de alternative referencerenter.

Særligt to forhold er i fokus i det internationale arbejde og anses som kritiske for at sikre en stabil overgang til de nye referencerenter: terminsstrukturer og fallbackrenter. I Danmark vil der også skulle tages stilling til disse, i takt med at implementeringen af det danske alternativ skrider frem.

5.1. Udvikling af nye terminsstrukturer

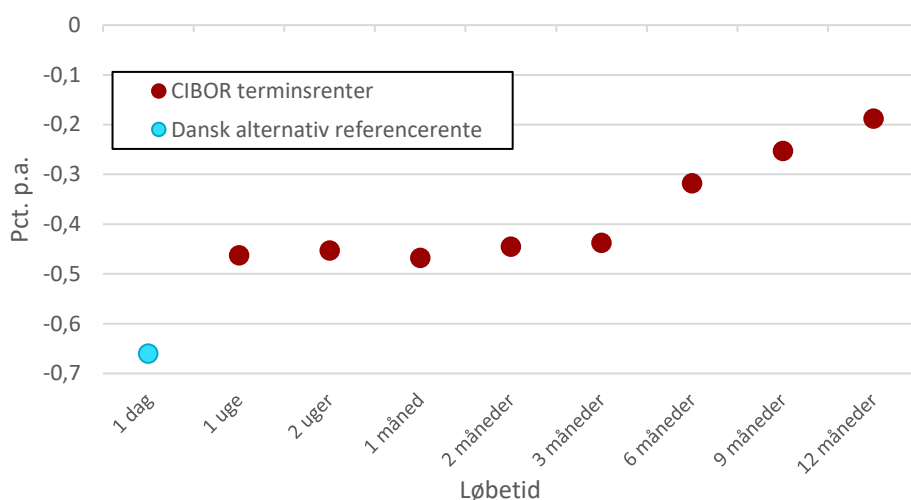
De alternative referencerenter angivet i tabel 1 er alle dag-til-dag-renter. IBORs kvoterer omvendt på flere terminer, jf. afsnit 2.

Hver bankdag former de kvoterede IBOR-renter med forskellige løbetider en såkaldt terminsstruktur, der angiver, hvor meget det koster at låne over en given periode. Som eksempel er CIBORs terminsstruktur på en tilfældig dato afbildet i figur 7 sammen med dagens sats for den alternative referencerente.

¹⁰ Bl.a. anslår FCA, at omsætningen i SONIA- og LIBOR (GBP)-swaps var omtrent lige store i første halvår 2019, jf. tale af Andrew Bailey, direktør for FCA, givet d. 15. juli 2019 i New York under titlen '*LIBOR: preparing for the end*'.

Variabelt forrentede lån, herunder erhvervs- og realkreditlån, anvender typisk tre- eller seksmåneders renter, og altså ikke dag-til-dag-renter. Det letter den administrative byrde for låntagere ved, at de ikke behøver betale deres renter dagligt, men i stedet kan samle rentebetalingerne. Finansielle virksomheder har i mindre grad dette behov, da de er vant til at udveksle daglige rentebetalinger, eksempelvis via renteswaps. IBORs bliver kvoteret på flere terminer og giver dermed mulighed for at samle rentebetalingerne.

Figur 7: CIBORs terminsstruktur den 26. august 2019



Note: CIBOR og den danske alternative referencerente bør som udgangspunkt ikke sammenlignes, da de udtrykker renten på forskellige pengemarkedslån. Figuren har alene til formål at illustrere, at udpegningen af en alternativ referencerente en del af et større arbejde, hvor også en terminsstruktur skal bygges op.

Kilde: Nasdaq OMX og Finans Danmark.

IBORs har desuden den attraktive egenskab, at de er fremadskuende. Det betyder, at de angiver, hvad det i dag koster at låne i en kommende periode. Det giver låntagerne mulighed for at fastlåse renten i begyndelsen af renteperioden og derved vide, hvad de skal betale ved periodens udgang, f.eks. om tre måneder. Det giver låntager bedre mulighed for at styre sin likviditet.

Udviklingen af en terminsstruktur for de alternative referencerenter er en essentiel komponent i at kunne udbyde produkter, der kan erstatte IBOR-baserede produkter. Det er derfor også et vigtigt skridt i forhold til at sikre en ordentlig overgang fra IBORs til de alternative referencerenter.

Der er i udgangspunktet to måder at udvikle en terminsstruktur med afsæt i dag-til-dag-renter på, nemlig ved at:

- udlede markedets forventninger til fremtidige renter på baggrund af derivatmarkeder – en fremadskuende terminsstruktur
- beregne den gennemsnitlige rente ud fra historiske observationer på dag-til-dag-renten – en bagudskuende terminsstruktur.

Markedsdeltagere på tværs af arbejdsgrupper og markeder har udtrykt en klar præference for at udvikle en fremadskuende terminsstruktur på de alternative referencerenter, da den minder mest om IBORs terminsstruktur.

Fremadskuende terminsrenter kræver imidlertid, at de relevante derivatmarkeder har høj omsætning og mange transaktioner og markedsdeltagere. Uden dette vil en ny fremadskuende terminsstruktur være sårbar overfor de samme forhold, som har bevirket, at man vil gå væk fra IBORs, herunder manglende robusthed og pålidelighed af de udledte terminsrenter. Bl.a. har den nationale arbejdsgruppe i Schweiz vurderet, at deres derivatmarkeder er for små til at bygge en fremadskuende terminsstruktur.

Omvendt vil det være nemt at bygge en bagudskuende terminsstruktur, da den vil basere sig på de daglige observationer af den alternative referencerente indenfor den samme renteperiode. Ulempen er, at renten dermed først endeligt kan fastslås i slutningen af renteperioden og dermed ikke giver låntager vished om sin fremtidige rentebetaling¹¹.

5.2. Indførelse af fallbackrenter

En ordentlig og stabil overgang væk fra en IBOR forudsætter, at det i kontrakterne er angivet, hvilken rente, der tages i brug, hvis den hidtidigt benyttede IBOR ændres væsentligt eller ophører – en såkaldt fallbackrente. Fallbackrenten (eller metoden til at bestemme den) fastsættes, når kontrakten indgås.

Først med den europæiske benchmarkforordning, der trådte i kraft den 1. januar 2018, kom der et regulatorisk krav om, at europæiske enheder under tilsyn skal udpege en eller flere alternativer til den anvendte referencerente, såfremt det er muligt og hensigtsmæssigt. En del finansielle kontrakter indgået før 2018 indeholder derfor ikke klausuler til at håndtere et permanent bortfald af referencerenten. Der er dermed en betydelig mængde IBOR-kontrakter, hvor det ikke er aftalt, hvad der sker med renten, hvis den benyttede IBOR ændres væsentligt eller ophører.

Det er de enkelte parters ansvar at genforhandle og opdatere kontraktvilkår og fallbackrenter. Der er dog mange millioner kontrakter baseret på IBORs, hvilket vil give et enormt arbejde, hvis de alle skal genforhandles individuelt.

Derudover vil eventuel aktivering af fallbackrenter ændre kontraktens egenskaber. Det skyldes, at fallbackrenten vil være forskellig fra den bortfaldne IBOR. Ved at aktivere fallbackrenten ændres rentebetalingerne altså, og den ene part i kontrakten får dermed en gevinst på bekostning af den anden. Det er derfor ikke trivielt for den enkelte virksomhed, hvordan kontrakter genforhandles.

¹¹ Der er dog fremlagt en række løsninger til at tilpasse en bagudskuende terminsrente, så rentebetalingerne kendes inden forfald, jf. bl.a. FSB (2019). "Overnight Risk-Free Rates – A User's Guide".