

Rapport om fastsættelsen af CIBOR-renten i 2009-2012

Sammenfatning og konklusion

Finanstilsynet har gennemført en undersøgelse af fastsættelse af CIBOR-renten i perioden fra den 1. januar 2009 til den 31. december 2012. Undersøgelsen er baseret på internt materiale rekvireret hos de danske CIBOR-stillende institutter.

Det gennemgåede materiale kan overordnet inddeles i tre kategorier:

1. Dokumentation vedrørende institutternes governance-struktur i relation til CIBOR-renten, herunder forretningsgange, egenkontrol og bonus-incitamenter.
2. Data og følsomhedsberegninger af institutternes eksponering i CIBOR-relaterede produkter.
3. Intern og ekstern korrespondance, herunder breve, e-mails, chatbeskeder og bandede telefonsamtaler vedrørende CIBOR-indberetninger og kvoteringer.

Finanstilsynet har i gennemgangen af institutternes interne materiale omkring fastsættelsen af CIBOR-renten ikke fundet dokumentation for lovovertrædelser, herunder hverken beviser for individuelle eller koordinerede aktiviteter af manipulerende karakter. Finanstilsynet finder således, at der på baggrund af undersøgelsen ikke er grundlag for at overdrage sager vedr. overtrædelser af konkurrenceloven eller straffeloven til henholdsvis Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen eller Statsadvokaten for Særlig Økonomisk og International Kriminalitet.

Det gennemgåede materiale fra institutterne viser, at der er korrespondance, der indikerer at enkelte institutter var opmærksomme på, at der var en fælles interesse i at holde renterne oppe. Se afsnittet om korrespondance. Beregningerne på den potentielle gevinst, beregnet af Finanstilsynet baseret på institutternes egne opgørelser, har dog vist sig at være begrænset for institutterne set i forhold til deres øvrige forretningsområder. Således ville en

ændring i CIBOR-renten med ét basispoint og en konstant position i et år have medført en gevinst på omkring DKK 25 mio. på årlig basis, hvis der tages udgangspunkt i det institut, der i en udvalgt periode i løbet af 2009-2012 har været højest eksponeret. For de øvrige institutter har den tilsvarende potentielle gevinst været betydeligt mindre. På dealerniveau har der været et incitament til at manipulere CIBOR-renten, idet de enkelte CIBOR-indberettende medarbejderes bonusudbetalinger indirekte har været afhængige af CIBOR-renten. Størrelsen af dette incitament varierer mellem institutterne og er ikke nødvendigvis sammenfaldende med den samlede finansielle koncerns CIBOR-eksponering.

Mulighederne for at manipulere CIBOR-renten har været til stede i form af svage governance-forhold, især i perioden før 2012, hvor LIBOR-skandalen blev kendt. Finanstilsynets gennemgang af institutternes interne materiale har vist, at institutterne har haft upræcise forretningsgange vedrørende CIBOR-stillelsen, samt at CIBOR-indberetterne samtidig har haft mandat til at handle CIBOR-relaterede produkter. Indberetterne har endvidere i den undersøgte periode haft, og har til stadighed, tætte organisatoriske relationer til øvrige dealere, som også har handlet med CIBOR-relaterede produkter. Yderligere har der været en manglende funktionsadskillelse mellem indberetterne og kontrolfunktionen, og der har manglet egenkontrol og revision af området. Kun CIBOR-komiteen og senere Pengemarkedskomiteen har stået for en kontrol af systemet, og en væsentlig svaghed ved disse kontrolkomiteers sammensætning har været, at de i den undersøgte periode primært har bestået af CIBOR-indberetternes egne chefer.

Institutterne har ikke løbende foretaget beregninger af deres eksponering over for CIBOR-renten, og institutterne har derfor måttet beregne disse tal til brug for Finanstilsynets undersøgelse. Dette indikerer, at institutterne overordnet set ikke har haft en løbende viden om, hvordan de skulle positionere sig over for CIBOR-renten for at opnå en økonomisk gevinst ved en ændring i CIBOR-renten. Alligevel har Finanstilsynet fundet, at der for enkelte institutter er en sammenhæng mellem *eksponering* over for CIBOR-renten på koncernniveau og *CIBOR-indberetning*. Finanstilsynet har derimod ikke fundet en sammenhæng mellem CIBOR-indberetning og CIBOR-indberetternes egne positioner.

Et institut har endvidere indberettet en usædvanlig CIBOR-kurve. Kurven havde i to perioder på henholdsvis ca. 4 og 3 måneder et knæk i den 3-månedlige CIBOR-rente. I samme periode havde instituttet været højt eksponeret over for netop den 3-månedlige CIBOR-rente. Finanstilsynet finder dette usædvanligt, idet ingen andre institutter har indberettet en CIBOR-kurve med samme form i samme perioder.

Finanstilsynet har ikke i gennemgangen af CIBOR-institutternes korrespondance omkring CIBOR-fastsættelse fundet beviser for, at indberetterne på

tværs af institutterne har samarbejdet om prisfastsættelsen. Finanstilsynet har imidlertid fundet en telefonsamtale mellem medarbejdere i to institutter, hvoraf det ene var et CIBOR-stillende institut, der handler om, at CIBOR-niveauet nødtigt skulle gå imod nul, da dette ville mindske indtjeningen hos institutterne, og at disse overvejelser indgik i begge institutters overvejelser, herunder også det CIBOR-stillende instituts overvejelser i relation til CIBOR-indberetningen.

Et enkelt institut har delt Nationalbankens opfattelse af, at pengemarkedsspændet var for højt, og konsekvent indberettet lavere end de øvrige stillere. Denne opfattelse har instituttet ved flere lejligheder kommunikeret til de øvrige CIBOR-institutter, herunder blandt andet i CIBOR-komiteen.

Samlet set har Finanstilsynet ikke fundet dokumentation for manipulation af CIBOR i form af aftaler om fastsættelse af CIBOR-indberetning internt eller mellem institutterne. Finanstilsynet har som nævnt ovenfor i et enkelt tilfælde fundet en telefonsamtale, der indikerer at man blandt to institutter har været opmærksom på, at der var en fælles interesse i at holde renterne oppe. Det er dog tilsynets opfattelse, at hvis flere medarbejdere i institutterne hyppigt havde været sammen om at udøve manipulation af CIBOR, ville Finanstilsynet have fundet tegn herpå i den gennemgåede korrespondance.

Baggrund

I foråret 2011 trådte Nationalbanken ud af arbejdet med indsamling, beregning og offentliggørelse af CIBOR-renten. Nationalbanken var kritisk over for det høje spænd mellem CIBOR-renten og CITA-renten i forhold til de tilsvarende pengemarkedsspænd i EU, Storbritannien og USA. Nationalbanken havde op til udtrædelsen af samarbejdet ikke modtaget en tilfredsstillende forklaring herpå. Nationalbanken orienterede på et møde den 30. marts 2011 Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen om, at en forklaring på spændet mellem CIBOR-renten og CITA-renten kunne være et brud på konkurrencereglerne¹.

Nationalbanken havde ingen adgang til de enkelte institutters metodiske tilgang til CIBOR-kvoteringen og havde derfor ingen mulighed for at vurdere kvaliteten af CIBOR. Samtidig kunne CIBOR-indberetningerne ikke verificeres, idet handler på det underliggende interbank-lånemarked stort set ophørte under den finansielle krise.

I sommeren 2012 opstod der mistillid til CIBOR-renten. Det skete blandt andet efter, at den britiske bank Barclays i juni 2012 fik en bøde for at have manipuleret LIBOR i en periode, hvor Barclays også var aktiv i CIBOR-samarbejdet.

¹Redegørelse om Nationalbankens deltagelse i CIBOR-fastsættelsen. Nationalbanken (2012).

I Danmark var der stor mediedækning og kritik af CIBOR-samarbejdet i kølvandet på LIBOR-skandalen, og der blev rejst spørgsmål om, hvorvidt CIBOR havde været fastsat for højt. Da CIBOR-renten udover at fungere som en rente for usikrede lån pengeinstitutter imellem, også fungerer som en referencerente til finansielle produkter, som udbydes til erhvervsvirksomheder og husholdninger, gjorde dette mistilliden til CIBOR-renten til en samfundsmæssig problemstilling.

I september 2012 redegjorde Erhvervs- og Vækstministeriet for CIBOR-problematikken og fandt i lighed med Nationalbanken ikke en entydig forklaring på det høje pengemarkedsspænd². Erhvervs- og Vækstministeriets redegørelse pegede også på svagheder i CIBOR-samarbejdet i form af manglende forretningsgange for indberetninger og utilstrækkelig egenkontrol. Erhvervs- og Vækstministeriet ønskede endvidere en yderligere afklaring af forholdene, og i redegørelsen blev det slået fast, at der var behov for et offentligt tilsyn med danske referencerenter samt igangsættelse af en gennemgang af CIBOR-institutternes interne materialer omkring CIBOR-fastsættelsen.

Med lov nr. 1287 af 19. december 2012 om ændring af lov om finansiel virksomhed, lov om værdipapirhandel m.v., lov om betalingstjenester og elektroniske penge og forskellige andre love, blev der indført hjemmel til tilsyn med fastsættelse af referencerenter af de danske stillere. Loven trådte i kraft den 1. januar 2013 og giver hjemmel til at indsamle materiale vedrørende fastsættelse af referencerenter, herunder CIBOR, som vedrører forhold, der ligger tilbage i tiden, dvs. i perioden før 1. januar 2013. Finanstilsynet har med udgangspunkt i denne lovhjemmel indsamlet materiale fra de danske CIBOR-stilleres historiske håndtering af CIBOR-fastsættelsen i perioden fra den 1. januar 2009 til den 31. december 2012. For materiale, der omfatter korrespondance angående CIBOR, er perioden dog 1. januar 2006 - 31. december 2012. Formålet med denne rapport er således at redegøre for, i hvor høj grad det har været muligt at manipulere med CIBOR-renten, i hvor høj grad der har været incitament til at manipulere med CIBOR-renten, samt om der har været manipuleret med CIBOR-renten.

Som grundlag for undersøgelsen har Finanstilsynet indhentet data og forhold, som afdækker hvordan arbejdet med CIBOR er blevet håndteret hos de danske CIBOR-stillende institutter. Se tekstboks 1. Finanstilsynet har efterfølgende indhentet supplerende og uddybende materiale. Institutternes indsamling af materialet har for visse dele – særligt korrespondancen – været tidskrævende, så Finanstilsynet har først modtaget det sidste materiale angående korrespondance i november 2013. Det indsamlede materiale spænder bredt over CIBOR-stillernes fastsættelse af CIBOR, herunder hvordan de har organiseret den daglige indberetning, kommunikeret internt

² Redegørelse om CIBOR. Erhvervs- og Vækstministeriet (2012)

og eksternt og positioneret sig i pengemarkederne over for CIBOR-renterne. Undersøgelsen har omfattet alle de danske CIBOR-stillere, dvs. Danske Bank, Jyske Bank, Nordea Bank Danmark, Nykredit Bank, Spar Nord Bank og Sydbank. Disse institutter er de aktuelle stillere af CIBOR og har alle, bortset fra Spar Nord Bank, været stillere af CIBOR i hele den periode, Finanstilsynet har undersøgt.

Tekstboks 1: CIBOR-relateret materiale indhentet hos institutterne

- Organisationsbeskrivelse og organisationsdiagram, hvor navn og placering på den/de i instituttet, som har været involveret i arbejdet med fastsættelse af CIBOR er fremhævet, herunder eventuelle deltagere i hhv. CIBOR-komiteen/Pengemarkedskomiteen.
- Stillingsbeskrivelser, instrukser og fuldmagter for ovennævnte personer, herunder hvilket mandat, positioner og handler de evt. har haft i forhold til produkter baseret på CIBOR-renten.
- Oplysning om hvorvidt de nævnte personer har været aflønnet efter eller haft bonusordninger, som var afhængige af CIBOR-stillelsen eller CIBOR-rentens udvikling.
- De relevante dele af interne retningslinjer, forretningsgange eller anden form for instruks, som omhandler eller berører arbejdet med fastsættelsen af CIBOR.
- En detaljeret redegørelse for hvilken metode, der har ligget til grund for den indberettede rente, herunder hvilke specifikke objektive og subjektive faktorer, der har indgået heri.
- Dokumentation for hvilke overvejelser, der har ligget bag de enkelte indberetninger i hele perioden.
- Al korrespondance, internt i instituttet eller mellem CIBOR-stillerne, der har været i relation til konkrete indberetninger eller kvoteringer af CIBOR. Finanstilsynet har anmodet om oplysninger og dokumentation om korrespondance og kontakt internt i instituttet eller mellem CIBOR-stillende institutter, der har været i relation til konkrete indberetninger eller kvoteringer af CIBOR. Finanstilsynet har ønsket at modtage:
 - E-mails
 - Beskeder fra chatfora herunder fra Bloomberg
 - Telefonsamtaler
 - Breve
 - Fax
 - Lignende
- En redegørelse for hvorvidt der er sket afrapportering fra de personer, der har været involveret i arbejdet med fastsættelse af CIBOR, til andre afdelinger eller til andre ledelsesniveauer og i givet fald dokumentation for de enkelte afrapporteringer.
- En redegørelse for hvorvidt der er tilgået information eller instrukser, der kunne have betydning for CIBOR-stillelsen, til de personer, der har været involveret i arbejdet med fastsættelse af CIBOR fra andre afdelinger eller ledelsesniveauer og i givet fald den konkrete dokumentation herfor.

- Dokumentation for instituttets egenkontrolprocedurer, herunder oplysninger om hhv. CIBOR-komiteens/Pengemarkedskomiteens rolle samt referater fra disses møder.
- Oplysning om og dokumentation for hvilken rolle compliance samt henholdsvis intern og ekstern revisor har haft, herunder eksempelvis rapporter eller anden rapportering fra intern og ekstern revision.
- Oplysning om hvorvidt institutterne har foretaget følsomhedsberegninger over CIBOR-eksponeringen på indtjeningssiden og i givet fald dokumentation herfor.
- Institutternes egne overvejelser i forhold til Nationalbankens redegørelse om CIBOR-fastsættelsen hvori spændet mellem CIBOR og sikrede renter kritiseres.
- Dokumentation for eventuelle bonusudbetalinger til personer, der arbejder med CIBOR-fastsættelse, herunder med angivelse af begrundelse for de enkelte engangsudbetalinger.

I forbindelse med LIBOR-sagen påbød Commodity Futures Trading Commission (CFTC) de implicerede LIBOR-banker at undersøge e-mails, telefonsamtaler samt chatbeskeder. Undersøgelserne viste, at manipulation med LIBOR i visse institutter var systematisk, og der blev fundet tusindvis af e-mails, der indeholdt beskeder om at ændre LIBOR. En række store institutter blev pålagt bøder. Instrukserne kunne komme fra ledelsesniveau til indberetteren eller fra en dealer med LIBOR-afhængige papirer på sin bog. Finanstilsynet valgte med baggrund i bevismaterialet fra LIBOR-skandalen derfor at udvide undersøgelsen af CIBOR med hensyn til korrespondance. For korrespondancens vedkommende udvidede Finanstilsynet sin undersøgelse til at dække perioden 1. januar 2006 til 31. december 2012 for at dække samme periode, hvor manipulation af LIBOR forekom hyppigst. På baggrund af et personsammenfald mellem CIBOR-indberettere i Danske Bank og de involverede i en nylig sag om mulig kursmanipulation i Danske Bank og Realkredit Danmark, er undersøgelsen af korrespondance yderligere udvidet for Danske Bank.

Redegørelser af andre referencerenter har været foretaget i andre lande herunder STIBOR i Sverige og NIBOR i Norge. I Sverige har Riksbanken udført en analyse af STIBOR. Riksbankens analyse af STIBOR³ var en teknisk analyse af historiske data, som ikke involverede undersøgelser af e-mails, chatbeskeder og aflytning af telefonsamtaler. Redegørelsen af NIBOR blev foretaget af det norske Finanstilsynet og Norges Nationalbank⁴ og koncentrerede sig om at identificere svagheder og producere reformforslag vedrørende principper til fastsættelse af referencerenter. Redegørelsen omfattede ikke en systematisk gennemgang af korrespondance mellem stillerne af NIBOR. Hverken i redegørelsen af STIBOR eller NIBOR er der hidtil fundet beviser på manipulation.

³ *The Riksbanks' review of Stibor*. Riksbank Studies (2012)

⁴ *Fastsettelsen av NIBOR*. Finanstilsynet, Norge (2013)

Reguleringen af referencerenter forventes at blive harmoniseret inden for EU, når det igangværende arbejde i EU med benchmarkforordningen træder i kraft.

Governance

I dette afsnit følger Finanstilsynets gennemgang af institutternes organisatoriske tilrettelæggelse af CIBOR-stillelsen.

Stillingsbetegnelser og risikomandater

De medarbejdere, der har stået for den løbende CIBOR-indberetning i den forespurgte periode (indberetterne), har været personer med stor viden inden for pengemarkedet, og som har haft mandat til at handle en lang række af CIBOR-relaterede finansielle produkter. Dette medfører, at CIBOR-indberetterne som udgangspunkt må vurderes at være kompetente og fagligt dygtige personer, der har været i stand til at sætte en realistisk CIBOR-rente. Til gengæld er det personer, som har været dybt involveret i handlen med CIBOR-afhængige instrumenter, og som derfor på vegne af virksomheden og som følge af egne bonusordninger har haft et indirekte økonomisk incitament til at manipulere med CIBOR-renten.

Bonusordninger

Samtlige CIBOR-indberettere har haft mulighed for at modtage bonusudbetalinger. Bonusudbetalingerne er ikke blevet givet i direkte relation til fastsættelsen af og udviklingen i CIBOR-renten, men tildeles på baggrund af en helhedsvurdering af den enkelte medarbejder. Det samlede resultat for instituttet og afdelingen, som indberetteren har været ansat i, har også haft stor betydning. Bonusstørrelserne har varieret mellem institutterne og over tid, fra 5-cifrede til 7-cifrede beløb. To institutter har konsekvent tildelt de største bonusbeløb. At indtjeningen for de pågældende markets-afdelinger eller en nærmere organisatorisk enhed har været en af faktorerne i bonustildelingene har medført, at CIBOR-indberetterne har haft et indirekte økonomisk incitament til at påvirke CIBOR-renten.

Organisation

De medarbejdere i CIBOR-institutterne, som har foretaget de daglige indberetninger, har typisk været organisatorisk placeret i markets-afdelingerne. Her har de siddet i enheder, som er specialiserede inden for pengemarkedet og arbejdet side om side med afdelingens øvrige dealere. Finanstilsynet anser denne manglende fysiske adskillelse mellem CIBOR-indberettere og institutternes øvrige dealere relateret til pengemarkedet som en svaghed i CIBOR-institutternes governance. Idet CIBOR-indberetterne har siddet fysisk og organisatorisk sammen med andre dealere i institutterne, har der været risiko for, at indberetterne kan have oplevet et pres mod at trække CIBOR-renten i en bestemt retning.

Ligeledes har der været en tæt organisatorisk relation mellem CIBOR-indberetterne og institutternes repræsentanter i CIBOR-komiteén. I de fleste tilfælde har repræsentanterne i komitéerne været indberetternes direkte ledere. I to tilfælde før 2011 sad indberetteren selv i CIBOR-komiteen. Denne tilstand er ikke blevet ændret betydeligt ved overgangen til Pengemarkedskomiteen og frem til 2013, og den har i Finanstilsynets optik været uhenigtsmæssig. Da formålet med komitéerne er at sikre egenkontrol af og kvalitet i de daglige indberetninger, har den manglende uvildighed i komiteernes kontrolarbejde derfor udgjort et problem. Den manglende uvildighed i kontrolorganet har været med til at øge mulighederne for at manipulere CIBOR-renten.

I dag består medlemmerne af Pengemarkedskomiteén stadig udelukkende af personer fra CIBOR-institutterne, men repræsentanterne sidder nu organisatorisk længere fra indberetterne, hvilket alt andet lige begrænser muligheden for manipulation.

Forretningsgange

De fleste danske CIBOR-stillende institutter har ikke haft en forretningsgang angående CIBOR-renten før sommeren 2012. For perioden før sommeren 2012 henvises der til Finansrådets vejledning⁵, som har været forholdsvis vagt defineret.

De forretningsgange, som institutterne introducerede i 2012, består, med undtagelse af et enkelt institut, af en række faktorer, der er nævnt, men ikke nærmere defineret og vægtet. Eksempelvis er udviklingen i repo-markedet, udenlandske referencerenter, FX-swap markedet og forventninger til Nationalbankens ledende renter med i overvejelserne. Det efterlader et indtryk af, at CIBOR-stillerne har brugt fingerspidsfornemmelser for, hvad der rør sig i markedet, når de har indberettet. Udgangspunktet har været gårsdagens kvotering, som er blevet tilpasset op eller ned, afhængig af ændringerne i markedet. Institutterne har i deres svar til Finanstilsynet redegjort for årsagen til manglen på forretningsgange ved at henvise til Finansrådets vejledning, der har eksisteret i hele den undersøgte periode. I Finanstilsynets optik har faktorerne været for bredt defineret og indeholdt store muligheder for fortolkning, og dermed har mulighederne for manipulation været forøget.

Egenkontrol

De danske CIBOR-stillere har generelt set manglet egenkontrol af CIBOR-indberetningerne i undersøgelsesperioden. I lighed med de manglende forretningsgange iværksatte CIBOR-institutterne først egenkontrol med CIBOR-indberetningerne i 2012. Egenkontrollen har blandt andet omfattet

⁵ <http://www.finansraadet.dk/Tal--Fakta/Pages/satser/regler-for-fastlaeggelse-af-cibor/vejledning-til-fastsaettelse-af-cibor.aspx>

tjek af logbøger, fire øjne-princippet samt korrekt brug af forretningsgange-
ne.

Institutterne har i den undersøgte periode opfattet hhv. CIBOR-komiteén og Pengemarkedskomiteén som den kontrollerende enhed og har derfor ikke igangsat egenkontrol. De har ikke anset CIBOR-renten som et væsentligt risikoområde i forhold til deres øvrige forretningsområder. Den svage egenkontrol med CIBOR-renten har i Finanstilsynets optik været med til at øge mulighederne for manipulation.

Interne rapporter i institutterne

CIBOR-institutterne har i perioden efter Nationalbankens udtræden af CIBOR-samarbejdet og afsløringen af LIBOR-skandalen haft et større fokus på revision af deres håndtering af CIBOR-arbejdet. Alle danske CIBOR-stillere på nær én har siden 2012 udarbejdet rapporter om instituttets egne CIBOR-indberetninger. Tre af institutterne har udarbejdet revisionsrapporter internt, mens to af institutterne har fået udarbejdet eksterne revisionsrapporter af revisionsvirksomheder.

Rapporternes indhold og tilgang til revision af CIBOR-arbejdet har varieret mellem institutterne. Nogle af undersøgelserne har omfattet en gennemgang af medarbejdernes korrespondance, herunder mailkonti, chatbeskeder og telefonsamtaler. Andre har foretaget kvantitative analyser af institutternes indberetninger for at afklare, hvordan institutterne har handlet i finansielle produkter relateret til CIBOR-renten.

Alle rapporterne frifinder institutterne for at have manipuleret med CIBOR. Rapporterne påpeger dog nogle af de governance-svagheder, som Finanstilsynets undersøgelse også har identificeret. Enkelte af rapporterne peger eksempelvis på den interessekonflikt, som kan opstå, når medlemmerne af Pengemarkedskomiteén, som står for kontrol af CIBOR-renten, er tæt organisatorisk relateret til indberetteren. Denne manglende funktionsadskillelse kan i Finanstilsynets optik have været med til at understøtte mulighederne for at manipulere med CIBOR-renten.

Institutternes forklaring på det forhøjede pengemarkedsspænd

Finanstilsynet har spurgt institutterne om deres egne forklaringer på det høje pengemarkedsspænd i perioden 2009 til 2010. Fire institutter har henvist til Finansrådets redegørelse fra august 2012, mens to institutter er kommet med yderligere forklaringer.

Det ene institut gentager Finansrådets forklaring om, at volatile markeder i forbindelse med finanskrisen har været årsagen til det høje pengemarkedsspænd. Instituttet uddyber forklaringen med en anderledes pengepolitisk ageren i Danmark i forhold til Europa, hvilket har medført forskelle i kredit- og likviditetsrelaterede risikopræmier. Instituttet skriver endvidere, at institut-

terne i 2010 har indberettet CIBOR, som om Bankpakke 1 ikke har eksisteret.

Det andet institut deler Nationalbankens opfattelse af, at pengemarkeds-spændet har været for højt i Danmark og har i perioden forsøgt at normalisere spændet ved at indberette konsekvent lavere renter samt låne ud til institutter til tilsvarende lavere renter. Det følgende tekstuddrag er fra en intern e-mail i det pågældende institut.

Tekstboks 2. Intern e-mail omhandlende uenigheden om niveauet af CIBOR.

Uddrag af intern e-mail i et institut der forsøger at sænke CIBOR-niveauet.	15. juni 2009
<i>"På Cibar-mødet i starten af januar kritiserede Nationalbankens repræsentant - der den pågældende dag var [NAVN] - det forhold, at Cibar efter Nationalbankens vurdering var alt for høj. De sammenlignede med andre finansielle instrumenter og officielle rentesatser i DKK og EUR. I [Instituttet navn] var vi enige i Nationalbankens betragtninger, og havde også i en periode stillet den laveste sats blandt alle 12 Cibar-stillere. [Instituttet navn]s bidrag til Cibar har siden midten af december 2008 ligget 10 - 40 bp under den officielle Cibar i de fleste perioder (1 uge til 12 måneder). De øvrige 11 stillere stillede nogenlunde ens satser, og lod sig ikke umiddelbart påvirke af at [Instituttet navn] stillede langt under dem. Da højeste og laveste sats (i den enkelte periode) fjernes før beregningen af Cibar, har vores lave satser ikke kunne "trække" Cibar ned.</i> <i>Vi har i Cibar-stiller kredsen haft flere møder hvor de høje Cibar satser har været diskuteret. Vi har også haft nedsat en arbejdsgruppe blandt Cibar-stillere med det formål at kigge nærmere på Cibar. I udvalget har følgende haft sæde: [navne på institutter]. Arbejdet har resulteret i at Cibar stiller kredsen har udarbejdet en vejledning til hvordan Cibar skal stilles. Så vidt jeg husker har emnet været på dagsorden i Finansrådets bestyrelse for nyligt.</i> <i>Status omkring Cibar på nuværende tidspunkt er, at satserne er blevet noget mere "normale", og at rentespændet til EUR er kommet en del ind. [Instituttet navn] stiller stadig den laveste Cibar, men billedet blandt de øvrige stillere er nu mere nuanceret. Således ligger to af de øvrige stillede tættere på vores bidrag, medens de øvrige stillere stadig ligger nogenlunde samlet.</i> <i>[NAVN] har ved flere lejligheder ytret stor tilfredshed med [Instituttet navn] ageren omkring Cibar. Dels til vores lave satser, dels til vores indsats for at normalisere det danske pengemarked, omsætningen og likviditeten i markedet.</i> <i>Når Nationalbanken derfor på mødet i går - som jeg forstår på dig - kritiserer den store forskel der er på [Instituttet navn]s bidrag til Cibar, må kritikken alene være møntet på [Instituttet navn]."</i>	

Af ovenstående e-mail fremgår det, at der har været uenighed om niveauet af CIBOR-renten i CIBOR-komiteen. Denne uenighed har eksisteret i den samme periode, som Nationalbanken har kritiseret for at have et for højt spænd mellem usikrede og sikrede renter i pengemarkedet.

Kvantitative analyser

De svage governance-forhold hos de danske CIBOR-stillere har været med til at øge muligheden for at manipulere CIBOR-satserne. Rent økonomisk har institutterne kunnet profitere ved at indberette CIBOR således, at fastsættelsen er blevet skubbet i en retning, som ville give en merindtjening på de CIBOR-relaterede produkter, institutterne har handlet med. Dette incitament har i varierende grad været til stede både på *institutniveau* og på *indberetterniveau*, da de medarbejdere, som har foretaget den daglige CIBOR-indberetning, samtidig har handlet i relaterede produkter på pengemarkedet.

Finanstilsynet har i forbindelse med indhentningen af internt materiale adspurgt institutterne om opgørelser over deres historiske beholdninger af CIBOR-relaterede produkter, samt følsomhedsanalyser udarbejdet i forhold til CIBOR-eksponeringen. Formålet har været at undersøge, hvorvidt der har eksisteret et økonomisk incitament til at påvirke CIBOR-renten, og hvorvidt der har været en sammenhæng mellem indberetninger og eksponering.

De fleste institutter oplyser, at de ikke systematisk har opgjort deres præcise samlede eksponering over for CIBOR-renten. De har derfor måttet beregne disse tal for perioden 2009 til 2012 specifikt til Finanstilsynets undersøgelse. Eksponeringen har til dette formål været en sammensat nettoværdi, som omfatter alle de forskellige produkter, som institutterne har haft positioner i, herunder eksempelvis indlån, udlån, obligationer, forward rate agreements, renteswaps og valutaswaps.

Institutterne har forklaret, at beregningerne har krævet involvering fra mange forskellige medarbejdere, idet mange forskellige produktkategorier med forskellige løbetider, herunder obligationer og en række afledte instrumenter, på tværs af forskellige afdelinger har indgået i opgørelserne. Eksponeringstallene var som følge af forskelle på tværs af institutternes produktporteføljer og tilgængelige datagrundlag ikke fuldt ud sammenlignelige.

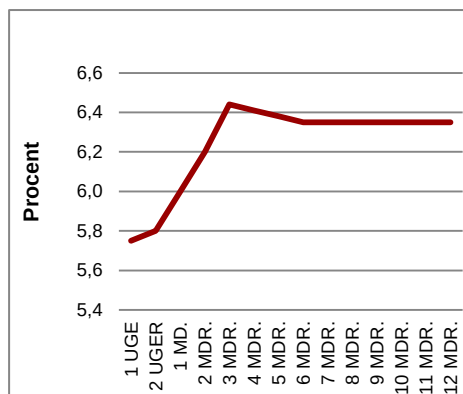
To institutter har gennemført følsomhedsanalyser af deres CIBOR-eksponering i løbet af undersøgelsesperioden. Finanstilsynet har opgjort følsomheden over for ændringer i CIBOR for de resterende fire institutter, baseret på de indleverede eksponeringstal. Følsomhedsanalyserne viser, at nettoeffekten for institutterne ved en ændring af CIBOR med ét basispoint har været begrænset set i forhold til institutternes samlede størrelse. Således ville en stigning i CIBOR-renten med ét basispoint og en konstant position i et år have medført en gevinst på omkring DKK 25 mio. på årlig basis, hvis der tages udgangspunkt i det institut, der har været højest positivt eksponeret og på et tidspunkt hvor eksponeringen er høj. Endvidere vil et fald i CIBOR-renten have medført en gevinst for nogle institutter. Et fald i CIBOR-renten på et basispoint har maksimalt medført en gevinst på DKK 15 mio. på årlig basis for et enkelt institut. Forskellen mellem de to institutters nettoek-

sponering har primært bestået af udstedte obligationer og indlånsprodukter, hvilket har betydet, at det ene institut på det givne tidspunkt var højt negativt eksponeret over for CIBOR-renten. For de øvrige institutter har den tilsvarende potentielle gevinst været betydeligt mindre.

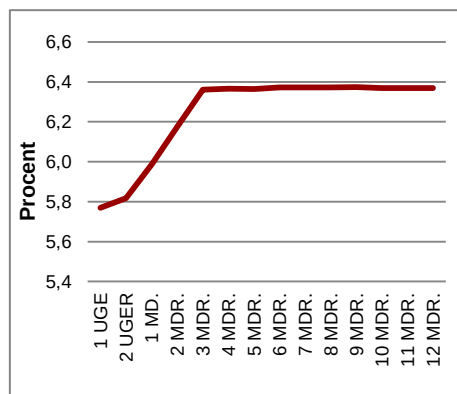
Finanstilsynet har undersøgt, om der har været en sammenhæng mellem institutternes eksponering og deres indberetninger. For henholdsvis 3-månedlige og 6-månedlige data har det vist sig, at der for enkelte CIBOR-stillere eksisterer en sammenhæng mellem perioder, hvor der på *institutniveau* har været en høj eksponering og perioder, hvor der er blevet indberettet højere CIBOR-rente end CIBOR-fixingen. Som beskrevet i afsnittet, *bonusordninger*, har indberetterne haft et indirekte økonomisk incitament til at påvirke CIBOR-renten. Finanstilsynet har ikke kunnet finde en sammenhæng mellem indberetning og eksponering på indberetterniveau.

Analysen af sammenhængen mellem eksponering og CIBOR-indberetninger viser for ét institut en markant sammenhæng for den 3-månedlige CIBOR. Finanstilsynet har for dette institut undersøgt perioderne, hvor instituttet har indberettet en høj CIBOR i forhold til CIBOR-fixingen og samtidig har været højt eksponeret over for finansielle produkter, hvis værdi afhang af den 3-månedlige CIBOR. I to perioder, der dækker det meste af 2008, har Finanstilsynet fundet, at instituttet har indberettet en usædvanlig CIBOR-kurve. I det pågældende instituts tilfælde er der i de nævnte perioder blevet indberettet en CIBOR-kurve med knæk i det 3-månedlige punkt, således at netop den 3-månedlige rentesats er den højeste på kurven. Det pågældende institut er i de to perioder alene om at indberette en CIBOR-kurve med knæk i det 3-månedlige punkt. Figur 1 viser et eksempel på en CIBOR-kurve, der knækker i det 3-månedlige punkt. I en økonomisk forståelse betyder det, at instituttet forventer at renteniveauet vil stige de næste tre måneder og herefter falde igen. Figur 2 viser CIBOR-fixingen fra den samme dag.

Uagtet at institutterne efter eget udsagn ikke har foretaget beregninger af deres eksponering over for CIBOR-renten og derfor ikke har været bevidst om deres eksponering, kan Finanstilsynet konstatere, at eksponering og CIBOR-indberetninger for et enkelt institut igennem to perioder i 2008 til starten af 2009 har været sammenfaldende.



Figur 1. En indberettet CIBOR-kurve fra november 2008 med knæk i det 3-månedlige punkt.



Figur 2. CIBOR-fixingen fra samme dag i november 2008 som figur 1.

Finanstilsynet har foretaget en analyse af, hvor meget CIBOR-fixingen hypotetisk har kunnet ændres af et enkelt institut, såfremt dette har forsøgt at påvirke den med de faktiske indberetninger. Dette afhænger i høj grad af antallet af CIBOR-stillere, hvor den største ændring kan opnås, når der er få øvrige stillere. Denne analyse er foretaget for henholdsvis 2007 og 2011 og er udregnet ved at tage instituttet, der har stillet lavest og hypotetisk ændre dette instituts indberetning til at være den højeste. Ved 8 stillere, som i 2011, viser analysen, at den maksimale ændring i gennemsnit var ca. 1 basispoint. Ved 12 stillere viser analysen, at CIBOR-fixingen i gennemsnit maksimalt kan ændres med 0,35 basispoint. Sammenholdes disse tal med institutternes forholdsvis små eksponeringer, har den mulige gevinst på institutniveau med manipulation af CIBOR foretaget af et enkelt institut været begrænset.

Korrespondance

I forbindelse med undersøgelsen har Finanstilsynet indhentet CIBOR-stillernes interne og eksterne korrespondance omhandlende konkrete CIBOR-indberetninger og kvoteringer i perioden fra den 1. januar 2006 til den 31. december 2012.

Finanstilsynet har gennemgået materialet for at belyse, hvordan arbejdet med fastsættelse af CIBOR-renten er foregået, og for at undersøge forhold, som kunne give anledning til mistanke om overtrædelse af konkurrencelovgivningen eller straffeloven. Sådanne forhold kan eksempelvis involvere aftalte prisfastsættelser eller udveksling af fortrolig information, som kan have hindret konkurrencen på markedet.

Finanstilsynet har efterspurgt korrespondancen i alle tilgængelige medier, herunder breve, e-mails, chatbeskeder samt bandede telefonsamtaler. For at opnå en risikobaseret afgrænsning af undersøgelsen har Finanstilsynet rekvireret korrespondance for et udvalg af dage i løbet af undersøgelsesperioden. Udvælgelsen af dage er blevet baseret på fire udvælgelseskriterier med det formål at sikre, at de dage, som er medtaget i stikprøven, er væsentlige i forhold til, hvordan CIBOR-institutternes indberetninger har udviklet sig, og hvordan fixingen har udviklet sig. Se tekstboks 3. De fire kriterier har haft til formål at udvælge datoer, hvor et instituts CIBOR-indberetning har været mistænkelig eller virket koordineret med et andet instituts CIBOR-indberetning. På baggrund af en sag om kursmanipulation, som i februar 2014 ledte til, at Statsadvokaten for Særlig Økonomisk og International Kriminalitet sigtede Danske Bank og Realkredit Danmark samt flere medarbejdere i de to institutter, har Finanstilsynet valgt at udvide stikprøven for Danske Bank, da der er opstået personsammenfald i forhold til nærværende undersøgelse.

Tekstboks 3. Kriterier for udvælgelse af dage for hvilke korrespondance er blevet undersøgt

1. Såfremt et instituts CIBOR-indberetning følger et bestemt mønster i tre på hinanden følgende dage, har dagene skullet gennemgås for al korrespondance og kontakt vedrørende CIBOR-kvoterings eller konkrete indberetninger. Eksempelvis kan en CIBOR-stillers indberetning følge et mønster, hvor den på dag 1 ligger relativt højt i forhold til de øvrige stillere, hvorefter den på dag 2 ligger relativt lavt, efterfulgt af en relativ høj indberetning på dag 3. Et sådan mønster kan indikere, at instituttet forsøger at trække CIBOR i en bestemt retning, og derfor er de pågældende dage blevet tjekket for korrespondance relateret til CIBOR.
2. Såfremt et instituts CIBOR-indberetning har været korreleret med fixingen eller andre institutters indberetninger på en bestemt måde, har dagen skullet gennemgås for al korrespondance og kontakt vedrørende CIBOR-kvoterings eller konkrete indberetninger. Eksempelvis kan en CIBOR-stillers indberetning have været relativt lavt korreleret med selve fixingen over en periode på 2, 6 eller 12 måneder, hvilket kan indikere, at instituttet har forsøgt at trække CIBOR i en bestemt retning.
3. Såfremt et instituts CIBOR-indberetning har ændret sig asymmetrisk, har dagen skullet gennemgås for al korrespondance og kontakt vedrørende CIBOR-kvoterings eller konkrete indberetninger. En CIBOR-stillers indberetning af rentekurven kan ændre sig asymmetrisk, eksempelvis ved at den 1-månedlige CIBOR sættes op, den 2-månedlige CIBOR sættes ned, og den 3-månedlige sættes op på en given dag. Et sådan mønster kan indikere at instituttet har været interesseret i at påvirke specifikke løbetiders fixing, og derfor er de pågældende dage blevet tjekket for korrespondance relevant for CIBOR-indberetningen.
4. Såfremt spændet mellem et instituts CIBOR-indberetning og fixingen har udviklet sig bemærkelsesværdigt, har dagen skullet gennemgås for al korrespondance og kontakt vedrørende CIBOR-kvoterings eller konkrete indberetninger. Eksempelvis kan en CIBOR-stillers indberetning over en periode have udviklet sig fra at være relativt langt under fixingen til langt over fixingen. Et sådan mønster kan indikere, at instituttet har forsøgt at trække CIBOR i en bestemt retning, og derfor er de pågældende dage blevet tjekket for korrespondance.

Baseret på de fire kriterier har CIBOR-institutternes compliance-afdelinger udleveret al korrespondance i form af e-mails, chatbeskeder og bandede telefonsamtaler angående konkrete CIBOR-indberetninger. Nogle institutter har haft begrænsninger af teknisk art, hvilket har medført, at dele af det forespurgte datamateriale ikke har kunnet fremskaffes.

Ved Finanstilsynets gennemgang af korrespondancen er der ikke fundet tegn på manipulation af CIBOR-renten, hverken internt i institutterne eller som aftaler mellem institutterne.

Finanstilsynet kan imidlertid ikke endegyldigt afvise, at manipulation af CIBOR-renten kan have fundet sted, idet korrespondance kan have fundet sted mellem medarbejdere i to eller flere CIBOR-stillere udenom e-mails, chatbeskeder og telefonsamtaler. Det er dog Finanstilsynets opfattelse, at hvis medarbejdere i flere institutter hyppigt har været sammen om at udøve manipulation af CIBOR-renten, ville Finanstilsynet have fundet tegn herpå i den gennemgåede korrespondance. Dette er blandt andet baseret på erfaringerne fra undersøgelser af manipulation med LIBOR-renten.

Selvom gennemgangen af korrespondancematerialet ikke har resulteret i, at Finanstilsynet har fundet tegn på manipulation af CIBOR, viser materialet eksempler på, at institutterne i nogen grad har vidst, hvorvidt deres indberetning har været profitabel for dem i forhold til deres eksponering i pengemarkedet overfor CIBOR. En telefonsamtale mellem en CIBOR-indberetter og en dealer fra et ikke CIBOR-stillende institut omhandler en konkret fastsættelse af CIBOR, hvor en gensidig forståelse af fordelene ved en træg og dermed højere CIBOR i dette tilfælde diskuteres. Samtalen er fra den 11. maj 2009, hvor Nationalbanken sænker sine toneangivende renter.

Følgende transskribering er et uddrag fra en længere samtale mellem de to personer. I samtalen aftales det ikke specifikt, hvordan CIBOR-renten skal indberettes, men samtalen viser efter Finanstilsynets opfattelse en implicit forståelse af fordelene ved en høj CIBOR-rente for de to implicerede institutter.

Tekstboks 4. Telefonsamtale omkring en konkret CIBOR-fixing

Transskriberet telefonsamtale		11. maj 2009
Indberetter	<i>Til gengæld er jeg overrasket over at fixingerne ikke faldt mere i dag. Jeg synes fandme ikke, det var meget de faldt. 12 øre det var fandme sgu ikke meget.</i>	
Dealer	<i>Vi kender det jo. Vi kender det.</i>	
Indberetter	<i>Det er sgu trægt at få de fixinger ind. Det er uanset om man forsøger at skubbe den ene eller anden vej.</i>	
Dealer	<i>Ja</i>	
Indberetter	<i>Det er noget trægt noget. Men altså alle, hele banksektoren, alle der har variable obligationer på bøjerne ønsker selvfølgelig heller ikke at fixingen ryger ned i nul.</i>	
Dealer	<i>Ej altså. Vi har jo alle sammen vores tanker omkring det, og der er jo ikke nogen, der går ud og skriger stort op omkring det. Man går vel omkring den varme grød og så håber man på, at man kan få dysset ned hver gang der er optræk til et eller andet. Læg låg på en gang mere og så lad der gå 6 måneder inden det</i>	

	<i>kommer op igen. Det er vel det man gør. Herre Gud. Jeg kan jo godt bruge penge. Det kan i jo også.</i>
Indberetter	<i>Ja, lige netop.</i>
Dealer	<i>Så, hehe.</i>
Indberetter	<i>Nå det er godt nok [navn].</i>

En del af den fremsendte korrespondance består af e-mails sendt rundt til alle danske medlemmer af henholdsvis CIBOR-komiteen og senere Penge-markedskomiteen. Medlemmerne af komiteen skriver i enkelte tilfælde e-mails, når CIBOR-indberetningen ændres, uden at der foreligger en umiddelbar forklaring. På denne måde udtrykkes utilfredsheden med indberetninger fra de udenlandske stillere, hvilke enten er mangelfulde eller bærer præg af, at indberetteren ikke har et tilfredsstillende kendskab til det danske pengemarked. I enkelte andre tilfælde udtrykkes også kritik af indberetninger fra danske stillere.

Tekstboks 7 indeholder en chat mellem et udenlandsk CIBOR-stillende institut og en dansk CIBOR-indberetter, hvori den udenlandske dealer spørger til, hvad CIBOR-renten skal stilles til den pågældende dag.

Tekstboks 5. En af mange e-mails der viser utilfredsheden med de udenlandske CIBOR-stillere hos medlemmerne af komiteen.

E-mail sendt til medlemmerne af CIBOR-komiteen	februar 2011
<i>Hej Har I bemærket [Udenlandsk institut]s CIBOR i dag; de lægger deres 1mth og 2 mth ned med hhv. 15 og 23 bp, 3-6 mth bliver også lagt noget ned, Det ser mildest talt skævt ud.. med mindre Nalen (Nationalbanken) har fejlopdateret.</i>	

Tekstboks 6. E-mail der dels viser utilfredsheden med de udenlandske stillere samt at der tages kontakt til disse. Samtidig ses en forventning om at kunne påvirke en dansk stiller.

E-mail i fra et dansk institut til Nationalbanken	22. januar 2009
<i>Vi havde et relativt fornuftigt telefonmøde i CIBOR 1 gruppen i dag. Vi aftalte bl.a. at [Instituttet] og vi tog fat i de udenlandske stillere, og fortalte dem hvor sagerne stod. [Navn] har i dag talt med [Udenlandske CIBOR-stillere]. Jeg har også her til formiddag snakket bilateralt med én af de danske stillere, der efterfølgende har rettet ned med 10 bps. Jeg har tiltro til at vi i morgen ser udviklingen mod en lavere CIBOR fortsætte, og med lidt mere styrke end i dag. Således har jeg også tiltro til, at den udvikling vil fortsætte resten af måneden.</i>	

Tekstboks 7. En udenlandsk dealer spørger en dansk dealer om, hvad CIBOR skal indberettes til en given dag.

Chat besked fra udenlandsk dealer til dansk dealer	28. september 2008
--	--------------------


```

CIBORS WHAT
#
#INTERRUPT#
ARE YOU GOING PLEASE FRDS?
# U MEAN WHAT I AM GOING TO QUOTE?
YES PLEASE I'D LIKE TO KNOW, MY BROKER HAS NO IDEA? CAN YOU
TELL NEEE ME 1WK - 1YEAR?
# OK FRD, WELL I WUD SAY EXPECTED EURIBOR FIXING +35 BPS
# APPROXIAMTELY
#
# 1+2W 4.77 1MTH 4.88
# REST EURBOR +35 BPS
OKAY I'LL ASK OUR EURO TRADER FOR EURIBORS
#
#INTERRUPT#
THKS FOR YOUR HELP
# U R WELCOME FRDS BIBIBI
# #END LOCAL#
#

```

Finanstilsynet har i en analyse undersøgt antallet af ikke-parallele skift i institutternes CIBOR-indberetning og fundet, at de udenlandske stillere har haft et markant højere antal ikke-parallele skift af CIBOR-kurven fra en dag til den næste dag over undersøgelsesperioden. Sådanne skift kan forekomme på grund af reelle udviklinger i de relaterede finansielle markeder. Det er på baggrund af denne analyse og gennemgangen af korrespondancen med de udenlandske indberettere Finanstilsynets opfattelse, at de udenlandske institutter i nogle tilfælde ikke har kunnet stille en realistisk CIBOR-rente.

Med e-mail korrespondancen mellem alle komiteens danske medlemmer, den udbredte mangel på funktionsadskillelse i CIBOR-institutterne og en forventning om at institutterne har kunnet påvirke hinandens CIBOR-indberetning, kan uafhængigheden af CIBOR-kvoteringerne være til diskussion. Finanstilsynet har eksplicit spurgt til korrespondancen mellem ledere og indberettere for at undersøge, om der er givet instrukser. Sådant korrespondance er ikke blevet fundet ud over et par diskussioner af faglig karakter.

