

Risici for den danske finansielle sektor ved overgangen til alternative referencerenter

Overgangen væk fra IBORs og andre skønsbaserede referencerenter (herfter blot benævnt IBORs) og over mod alternative transaktionsbaserede referencerenter er i gang i de fleste valutaer¹. Det påvirker i høj grad den finansielle sektor i hele verden, også den danske.

Brugen af IBORs og andre skønsbaserede referencerenter er særdeles udbredt i den finansielle sektor. IBORs bruges bl.a. til at fastsætte renten i visse typer af forbrugs-, erhvervs- og realkreditån m.fl., ligesom de ofte indgår i derivataftaler. Renterne er også et væsentligt input til de finansielle virksomheders operationelle drift, såsom opgørelse af markedsrisiko, værdiansættelse af aktiver samt likviditets- og risikostyring mv.

Der er betydelig forskel på, hvordan de danske finansielle virksomheder bliver påvirket af overgangen væk fra IBORs. Det afspejler, at der er stor forskel på, hvordan de er eksponerede mod de pågældende renter. De største banker er f.eks. part i derivataftaler for mange mia. kr., mens mange mindre banker kun har nogle udlån eller kapitaludstedelser, hvor renten er baseret på CIBOR. Blandt forsikrings- og pensionsselskaber består eksponeringen mest i derivataftaler baseret på EURIBOR, ligesom selskaberne ejer en betydelig del af de danske realkreditobligationer baseret på CIBOR og CITA. For investeringsforeninger udspringer eksponeringer tilsvarende fra brugen af derivater samt beholdninger af virksomheds- og realkreditobligationer forrentet med IBORs.

Dette notat gennemgår en række af de udfordringer og risici, som de danske finansielle aktører kan stå overfor i takt med overgangen til de alternative referencerenter i ind- og udland.

¹ Baggrunden og status på dette arbejde, både internationalt og i Danmark, er beskrevet i Finanstilsynet (2019), 'Udfasningen af IBORs og andre skønsbaserede referencerenter i Danmark og udlandet' (<https://finansstilsynet.dk/~media/Nyhedscenter/2019/Udfasningen-af-IBORs-og-andre-sknsbasrede-referencerenter-i-Danmark-og-udlandet-pdf>). Notatet 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 og potentielle udfordringer ved overgangen.

Det er en svær og krævende opgave at overgå til nye referencerenter, da de er så integreret en del af det finansielle system. Overgangen kan dermed få både finansielle, operationelle og juridiske konsekvenser for de finansielle virksomheder. Overgangen er derfor forbundet med en del risici, som det er vigtigt at få håndteret rigtigt.

Finanstilsynet vurderer derfor, at det er vigtigt, at de danske finansielle virksomheder i god tid forbereder sig på overgangen. Det indebærer bl.a., at de hver især identificerer deres risici ved en overgang og igangsætter tiltag til at reducere disse. Virksomhederne bør også sikre sig, at de rettidigt og uden problemer kan tage de nye referencerenter i brug, og i øvrigt tæt følge udviklingen i overgangen fra IBORs i både ind- og udland, da der p.t. er mange ubekendte faktorer.

Den danske finansielle sektor bør også sikre, at det danske marked er klar til at overgå fra de danske (helt eller delvist) skønsmæssige referencerenter, heriblandt CIBOR og CITA, til alternative transaktionsbaserede referencerenter. Dette arbejde er forudsætningen for en ordentlig og stabil overgang fra IBORs på det danske marked. Arbejdet forudsætter bl.a. videreudvikling af den foretrukne danske alternative referencerente. Et vigtigt element er her, at sektoren snarest muligt udvikler en terminsstruktur herfor, så der kan blive handlet finansielle produkter baseret på den nye referencerente,

Ikkefinansielle virksomheder og husholdninger vil også blive påvirket af en overgang væk fra IBOR. Det gælder f.eks., hvis de har lån baseret på IBOR, ligesom nogle virksomheder også bruger derivater til eksempelvis at afdække valutarisici. De kan derfor med fordel være opmærksomme på, at der ved IBOR-kontrakter er en sandsynlighed for, at IBOR-renten inden aftalens udløb skal skiftes ud med en anden rente. Det kan give dem anledning til at overveje, om de finder IBOR-aftaler hensigtsmæssige eller vil foretrække andre aftaler.

1. Markederne er ikke på plads

Der er opnået enighed om det foretrukne alternativ til den relevante IBOR i de fleste valutaer. Der udestår dog fortsat et stort arbejde med at udvikle markederne for de forskellige produkter, der skal erstatte de IBOR-baserede produkter. Desuden er det usikkert, hvornår overgangen vil ske for de forskellige IBORs, og hvordan markedet vil fungere på det givne tidspunkt.

De forskellige markeder afviger på en række parametre som størrelse, likviditet, funktion, deltagersammensætning mv. Det vil derfor formentligt være forskellige løsninger, som implementeres på tværs af markeder. Det øger kompleksiteten ved overgangen yderligere.

Der er altså mange ubekendte forhold, som virksomhederne skal forholde sig til, når de forbereder sig på at overgå fra IBORs til en alternativ reference-rente. Det bidrager til kompleksiteten og kan hindre udviklingen af de nye rentemarkeder og derved fremdriften af overgangen.

Det vil dog omvendt være risikabelt for virksomhederne at "vente og se", fordi overgangen medfører et stort og tidskrævende arbejde. Det øger risikoen for, at det ikke kan nås rettidigt, og at virksomhederne skal tage stilling til mange komplekse problemstillinger indenfor en kort tidsramme med tilhørende risici.

1.1 De udenlandske markeder

Flere forhold skal være opfyldt, for at det er muligt at overgå fra IBORs til de alternative referencerenter på en ordentlig og stabil måde.

Arbejdsgrupper i forskellige IBOR-valutaer ser bl.a. på mulighederne for at udvikle en terminsstruktur på de alternative referencerenter, som er dag-til-dag-renter, så de kan erstatte IBORs i en række produkter med længere løbetider. Andre arbejdsgrupper ser på mulighederne for at opnå en markedsstandard for, hvordan man gennem implementering af fallbackrenter skal håndtere eksisterende kontrakter og instrumenter (herefter blot benævnt kontrakter), der refererer til en IBOR, og hvor det er uklart, hvad der skal ske, hvis den pågældende IBOR ophører.

De danske finansielle virksomheder er eksponerede i udenlandske IBORs, som eksempelvis EURIBOR og LIBOR. Det er dog kun få af dem, der aktivt deltager i det internationale arbejde med at sikre, at forholdene er til stede for en ordentlig overgang. Som konsekvens har danske finansielle virksomheder begrænset indflydelse på dette arbejde. De må derfor basere deres egne tiltag på de løsninger, som de udenlandske aktører når frem til. Det er derfor vigtigt, at de danske virksomheder aktivt følger den seneste internationale udvikling tæt, så de har en forståelse for denne og hurtigt kan tilpasse sig den.

1.2 Det danske marked

De danske finansielle virksomheder har ansvar for at sikre, at omstændighederne i det danske pengemarked er til en ordentlig og stabil overgang til den foretrukne alternative referencerente, som Finans Danmark og Pengemarkedskomiteen² har besluttet at arbejde videre med. Det indebærer bl.a., at den danske finansielle sektor skal beslutte, hvordan den nye referencerente skal implementeres, og om og hvordan den hidtil anvendte Tomorrow-Next-referencerente skal udfases. Sektoren skal også overveje fremtiden for CIBOR og CITA og eventuelt forberede en overgang væk fra disse.

² 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".

Det danske pengemarked er tæt knyttet til det europæiske pengemarked, bl.a. som følge af fastkurspolitikken. Der kan derfor være en række fordele ved at lægge sig tæt op af de løsninger, som kommer i det europæiske pengemarked i forbindelse med overgangen til alternative referencerenter. Det er dog ikke sikkert, at de europæiske løsninger også er optimale eller mulige for det danske marked. Eksempelvis er det danske pengemarked meget mindre end det europæiske. Det kan betyde mindre likviditet i de forskellige referenteprodukter, eller at der er for få derivattransaktioner til at kunne udvikle en robust, fremadskuende terminsstruktur. En måde at minimere disse risici på er at igangsætte det relevante arbejde i Danmark på et tidligt tidspunkt.

2. IBOR-overgangen kan komme snart

De danske finansielle virksomheder skal forberede sig på, at en overgang fra IBORs kan komme relativt hurtigt, og at tidspunktet for overgangen vil være forskelligt fra IBOR til IBOR.

Det britiske finanstilsyn har f.eks. meget klar angivet, at det forventer, at LIBOR ophører efter 2021, da det derefter ikke vil tvinge LIBOR-panelbankerne til at deltage i LIBOR-stillelsen. For andre IBORs, herunder EURIBOR, forventer markedet, at de fortsat vil eksistere de nærmeste kommende år.

EURIBOR, og også andre IBORs, kan dog blive udfordret i takt med, at de nye, alternative referencerenter vinder udbredelse. Det kan bl.a. skyldes aftagende likviditet i IBOR-tilknyttede produkter. En succesfuld overgang fra LIBOR til de transaktionsbaserede referencerenter kan desuden øge muligheden for, at aktørerne i europengemarkedet er mere villige til at forlade EURIBOR (som også i sin reformerede form til dels afhænger af skøn) og i stedet overgå til €STR, som er en ren transaktionsbaseret referencerente.

En overgang fra EURIBOR vil påvirke de danske finansielle virksomheder betydeligt, da de har mange og store eksponeringer i EURIBOR. Desuden må en overgang fra EURIBOR forventes at have en afledt effekt på CIBOR, da der formentligt vil opstå et pres i markedet for også at overgå fra CIBOR, så brugen af danske referencerenter lægger sig op ad den europæiske. Behovet for en overgang fra CIBOR kan derfor potentielt udløses på et tidligere tidspunkt, end markedet p.t. forventer.

3. Overgangen til nye referencerenter giver risici hos de enkelte virksomheder

De finansielle virksomheder bruger IBORs i forskelligt omfang afhængigt af deres forretningsmodel og størrelse. Det kan f.eks. være ved handel med og udbud af finansielle produkter eller operationelt i en række IT-systemer og modeller, eksempelvis til at vurdere priser og risici.

Overgangen fra IBORs og andre referencerenter giver derfor anledning til en række konkrete risici i den enkelte virksomhed, hvis kompleksitet må forventes at blive forstærket, jo flere eksponeringer den enkelte virksomhed har. Nogle af disse risici er uddybet nedenfor.

3.1. Finansiell risiko

I forbindelse med overgangen vil finansielle virksomheder stå overfor øget finansiell risiko, dvs. risiko for tab som følge af ændringer i værdien af finansielle kontrakter eller tilhørende betalingsstrømme. Finansielle risici vil være til stede både under og efter overgangen til de alternative referencerenter.

Den finansielle risiko er især en konsekvens af, at de alternative referencerenter har andre karakteristika end de respektive IBORs, som de skal erstatte. Det betyder, at der er forskel i niveauerne mellem de gamle og nye referencerenter, ligesom de ikke udvikler sig ens over tid. Dette vil påvirke de fremtidige indtægter og omkostninger hos de finansielle virksomheder, hvilket kan resultere i en række utilsigtede tab.

Under selve overgangen opstår den finansielle risiko primært ved, at virksomhederne har både IBOR-kontrakter og kontrakter baseret på en alternativ referencerente, bl.a. fordi IBOR-kontrakterne løbende udløber, eller fallbackrenterne aktiveres. Virksomhederne får dermed et mismatch mellem de indtægter, som de har på nogle kontrakter, og de tilhørende udgifter. De er dermed også løbende følsomme overfor, hvordan forskellen mellem IBOR og den alternative referencerente udvikler sig.

Mismatchet i betalingsstrømme kan også få konsekvenser for virksomhedernes bogføring af tab og gevinster og dermed deres finansielle rapportering. Der pågår et arbejde i internationale organer for at håndtere denne problemstilling.

Værdierne af virksomhedernes aktiver og passiver vil også blive påvirket under en overgang. Det skyldes, at en udskiftning af referencerenten eller aktivering af fallbackrenten, eller blot forventningen om dette, vil påvirke de forventede betalingsstrømme af en given kontrakt og derved dens markedsværdi. Det kan have betydning for virksomhedernes likviditets- og kapitalbehov afhængigt af, hvordan værdien af aktiverne udvikler sig i forhold til passiverne.

Også efter overgangen vil der være finansielle risici. Det skal ses i lyset af, at markedsdeltagerne kun har begrænset erfaring med de alternative referencerenter, især i perioder med stress. Det giver risiko for, at de alternative referencerenter kan udvise en adfærd, der ikke er forventet af markedssaktørerne, og som de dermed kommer til at tabe penge på.

3.2. Operationel risiko

I takt med at brugen af alternative referencerenter vinder frem, får de finansielle virksomheder behov for at vide, hvilke eksponeringer og kontrakter de har mod de forskellige IBORs og andre referencerenter.

Dette arbejde indebærer bl.a., at IT-systemer og risiko- og værdiansættelsesmodeller m.fl. skal efterses for at afdække, hvordan de afhænger af IBORs, og hvordan de kan tilpasses, så de i stedet benytter de alternative referencerenter. Hvis dette ikke er håndteret inden en IBOR-overgang, kan det bl.a. hæmme virksomhedernes risiko- og likviditetsstyring. Rent teknisk skal arbejdet også sikre, at virksomhederne kan prisfastsætte, handle og internt håndtere de nye produkter baseret på alternative referencerenter.

Virksomhederne skal også gennemgå samtlige relevante kontrakter og vurdere dem med henblik på, om det er nødvendigt med en genforhandling. Dette danner også udgangspunkt for, at virksomhederne kan identificere, hvilke modparter de skal varsle og uddanne inden en eventuel kontraktgenforhandling.

Tilsvarende kræver overgangen, at virksomhederne gennemgår deres forretningsgange, standarddokumenter og processer mv. for at vurdere, om de skal opdateres for at reflektere overgangen.

For at reducere eventuelle finansielle risici som følge af f.eks. brug af forskellige referencerenter, jf. ovenfor, er det en fordel, hvis de forskellige forretningsenheder har en harmoniseret tilgang til bl.a. at genforhandle åbne kontrakter og bruge de alternative referencerenter i forbindelse med bl.a. afdækning, spekulation, produktudvikling mv. Dette kræver i givet fald en høj grad af intern koordinering.

3.3. Håndtering af virksomhedsspecifikke risici kræver god tid

Erfaringerne fra store internationale banker tilsiger, at der ligger en stor, kompleks og tidsmæssigt krævende opgave i at identificere og dernæst håndtere de operationelle forhold, som er knyttet til brugen af IBORs. Det er især tilfældet i forbindelse med kontraktgenforhandling grundet de mange modparter og kontrakttyper.

Det store arbejde giver virksomhederne en vigtig anledning til at overveje, hvordan de løbende kan nedbringe deres operationelle risici. Risiciene kan nedbringes ved f.eks. i god tid at sikre, at veldefinerede og gennemskuelige fallbackrenter er indskrevet i kontrakter og prospekter, og at disse og andre kontraktændringer følger reglerne for investorbekyttelse og god skik. Herved nedbringes risikoen for, at fallbackrenten anfægtes af modparterne efter en aktivering som følge af en IBORs ophør.

De finansielle virksomheder skal før eventuelle kontraktændringer oplyse kunderne tilstrækkeligt om, hvordan de kan blive påvirket af overgangen. Dermed kan nye kunder undgå et produkt, som de måske ikke ønsker. På samme måde kan virksomhederne i tide tage hånd om eksisterende kunder, hvis de finder ud af, at de reelt ikke ønsker produktet længere. Samtidigt undgår virksomhederne at skulle håndtere de tilhørende kontrakter ved ophøret af den anvendte IBOR. I den forbindelse er det relevant, at virksomhederne løbende overvejer, hvor længe endnu det giver mening at udbyde IBOR-produkter, i takt med at sandsynligheden stiger for, at den pågældende IBOR ophører.

Ved løbende at nedbringe de operationelle risici positionerer virksomhederne sig desuden bedre i forhold til at håndtere sine finansielle risici. En forudsætning for dette er, at virksomhederne har udviklet og opbygget kompetencer til bl.a. at modellere, analysere og handle de alternative referencerenter og tilknyttede produkter, ligesom de har indskrevet de alternative referencerenter som fallbackrenter i de relevante kontrakter.

De mange og betydelige usikkerheder omkring overgangen til alternative referencerenter understreger, hvor vigtigt det er, at virksomhederne i god tid planlægger og forbereder sig på denne. Det giver tid til at kortlægge og tage stilling til alle relevante problemstillinger på tværs af organisationen og på den baggrund mindske risiciene.