

## Status på overgangen fra IBORs i Danmark og udlandet

Siden 2012 har der internationalt været arbejdet med overgangen fra Interbank Offered Rates (IBORs) og andre skønsbaserede renter til transaktionsbaserede referencerenter. Det skyldes et ønske om at gå væk fra referencerenter, der alene baseres på skøn (ekspertvurderinger fra visse markedsdeltagere), da disse er mere sårbare over for manipulation. I stedet ønskes, at referencerenten baseres på transaktioner i markeder med høj omsætning.

IBORs indgår mange steder i det finansielle system: Lån, finansielle instrumenter og derivater. Overgangen fra IBORs til transaktionsbaserede renter påvirker derfor bl.a. penge- og kreditinstitutter, pensions- og forsikringselskaber samt husholdninger og kan give anledning til en række risici for de berørte parter.

F.eks. har referencerenter stor betydning for låneomkostningerne hos husholdninger og virksomheder i Danmark, da danske referencerenter bruges som grundlagsrente for ca. 900 mia. kr. realkreditlån, hvilket er ca. 25 pct. af det samlede realkreditmarked<sup>1</sup>. Et andet eksempel på betydningen af referencerenter er, at danske gruppe 1-banker anslås at have haft bruttoeksponeringer mod referencerenter for ca. 35.500 mia. kr. fordelt på ca. 1,6 mio. kontrakter i 2. kvartal 2023. Det er derfor vigtigt, at referencerenter er robuste, at der er tillid til deres repræsentativitet, samt at tilhørende risici håndteres rettidigt.

Overgangen fra skønsbaserede internationale referencerenter er fremskredt. EONIA er udfaset og LIBORs i alle valutaer er ophørt i normal form. Berørte parter har derfor måttet omlægge kontrakter til alternative, transaktionsbaserede<sup>2</sup> referencerenter (f.eks. €STR i EUR, SONIA i GBP og SOFR i USD), så kontrakterne kan fortsætte efter ophørsdatoen. Omvendt er der ikke

<sup>1</sup> På basis af data fra Bloomberg og Nasdaq for realkreditobligationer noteret på Nasdaq Copenhagen.

<sup>2</sup> Transaktionsbaserede referencerenter beregnes på baggrund af *faktiske gennemførte transaktioner* i de markeder, som referencerenterne søger at afspejle. De transaktionsbaserede renter, der erstatter IBORs, er baseret på observerede renter i pengemarkedet (f.eks. lån mellem banker) for faktiske indlån med én dags varighed (dag-til-dag).

fastsat nogen udløbsdato for euroområdet EURIBOR, som er den eneste store fortsættende IBOR. I de nordiske ikke-eurolande benyttes også stadig IBORs uden ophørsdato (CIBOR i Danmark, STIBOR i Sverige og NIBOR i Norge). De fortsættende IBORs benytter dog forskellige metoder til fastsættelse af renten, hvoraf nogle de senere år er blevet styrket ved bl.a. øget forankring i transaktionsdata.

I kronemarkedet er forudsætningerne for en overgang rykket fremad i takt med, at DESTR (Denmark Short Term Rate) bliver mere integreret i de finansielle markeder efter lanceringen i april 2022. Opbygningen af markedet og infrastrukturen for DESTR, samt udformningen af tilbagefaldsklausuler for CIBOR baseret på DESTR, styrker forudsætningerne for en ordnet fremtidig overgang væk fra CIBOR.

Finanstilsynet opfordrer finansielle aktører til at sikre størst mulig brug af DESTR. Det er også vigtigt, at danske aktører er tilstrækkeligt forberedte på håndteringen af en mulig fremtidig udfasning af den skønsbaserede CIBOR (Copenhagen InterBank Offered Rate), herunder via fastsættelse af tilbagefaldsklausuler. (se boks 1 for forklaring af begreber).

Dette notat beskriver:

- status på den internationale udfasning af IBORs
- status på overgangen til transaktionsbaserede renter i kronemarkedet
- udvikling af terminsstruktur i DESTR og overgangen fra CIBOR
- sammenhængen mellem CIBOR og EURIBOR
- Finanstilsynets videre arbejde med referencerenter

Notatet er en opfølgning på Finanstilsynets tidligere udgivelser på området – se Finanstilsynets notater om risici for den danske finansielle sektor ved overgangen til alternative referencerenter og baggrunden for og status for overgangen til alternative referencerenter i Danmark og udlandet<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> <https://www.finanstilsynet.dk/nyheder-og-presse/pressemeddelelser/2019/risici-ved-overgangen-til-alternative-referencerenter-211119>

### **Boks 1: Ordforklaringer vedrørende referencerenter**

Referencerenter bruges til at fastsætte andre renter, f.eks. renten i et variabelt forrentet lån, og afspejler bestemte markeder, f.eks. interbankmarkedet.

Skønsbaserede referencerenter baseres på *ekspertvurderinger* fra udvalgte banker, som er aktive i det marked, som referencerenten søger at afspejle.

IBORs (InterBank Offered Rates) er en betegnelse for en gruppe af referencerenter, der traditionelt er skønsbaserede. Eksempler er LIBOR, EURIBOR og CIBOR. Renterne benytter forskellige beregningsmetoder, men skal generelt afspejle den rente, som banker opkræver hinanden for kortfristede lån uden sikkerhed på interbankmarkedet.

Transaktionsbaserede referencerenter beregnes på baggrund af *faktiske transaktioner* i markederne, som referencerenterne søger at afspejle.

Dag-til-dag-renter afspejler renten på et lån med én dags løbetid.

Compounded rente/akkumuleret rente er en akkumuleret rente for en given termin - f.eks. en måned. Den konstrueres ved at sammenregne de observerede dag-til-dag-renter for hver dag i terminsperioden – f.eks. den forgangne måned - inkl. renters rente.

Terminsrenter afspejler renten ved at låne over en given periode, f.eks. tre eller seks måneder. Et sæt af terminsrenter, der afspejler samme underliggende marked, men har forskellige terminer, kaldes en terminsstruktur. F.eks. er en-, tre- og seks måneders LIBOR alle en del af LIBOR's terminsstruktur. Terminsrenter kan enten være fremadskuende, dvs. baseret på markedets forventninger til bl.a. renteutviklingen, eller bagudskuende, dvs. beregnet på historiske observationer af dag-til-dag-renter.

Tilbagefaldsklausuler er kontraktlige bestemmelser om udpegningen af en ny referencerente (tilbagefaldsrente) til brug i en kontrakt, hvis dens primære referencerente ophører.

Legacy kontrakter er kontrakter, der udløber efter deres primære referencerenter ophører.

Tough legacy-kontrakter er legacy kontrakter med utilstrækkelige tilbagefaldsklausuler eller uden mulighed for på anden vis at ændre aftalen, hvilket gør det praktisk umuligt at omlægge til alternative referencerenter uden lovmæssig involvering.

DESTR: (Denmark Short Term Rate) er udpeget af en arbejdsgruppe under Nationalbanken med deltagelse fra den finansielle sektor som den foretrukne transaktionsbaserede referencerente i Danmark og administreres af Nationalbanken. DESTR afspejler dag-til-dag-indlånsrenter i det danske pengemarked og minder om €STR-renten i EUR.

CIBOR: (Copenhagen InterBank Offered Rate) er en referencerente for at låne ud på usikret basis til et kreditværdigt pengeinstitut. CIBOR beregnes for terminer fra 1 uge til 12 måneder og offentliggøres dagligt på baggrund af skønsbaserede satser kvoteret af fem stillerbanker, så de reflekterer et så realistisk renteniveau som muligt.

CITA: (Copenhagen Interbank Tomorrow/Next Average) er en swapbaseret rente, hvor den officielle T/N-rente (DESTR plus et tillæg på 19 basispunkter) udgør den variable del i CITA-renteswappen, mens stillerbankerne dagligt indberetter, hvilken fast rente, de vil bytte T/N-renten til over forskellige løbetider fra 1 til 12 måneder. Denne faste rente er CITA-renten.

## 1. International udfasning (LIBOR/EURIBOR)

Overgangen fra skønsbaserede referencerenter er nået langt internationalt. LIBOR er ophørt i alle valutaer, hvilket skete efter de resterende terminer af USD LIBOR ophørte med offentliggørelse den 30. juni 2023. LIBOR i GBP, JPY, EUR og CHF ophørte ved udgangen af 2021, hvor også nogle USD LIBOR-terminer blev udfaset. Samtidig blev mulighederne for at lave nye kontrakter på USD LIBOR reduceret. Selvom de normale LIBORs nu er udfaset, fortsætter enkelte LIBORs i en begrænset periode i en syntetisk form<sup>4</sup>. Formålet er at give ekstra tid til at genforhandle de sidste LIBOR-kontrakter, der ikke er blevet omlagt inden ophør. Denne syntetiske form er ikke et repræsentativt benchmark og må derfor ikke bruges i nye kontrakter.

Tidligere er den skønsbaserede dag-til-dag-rente EONIA udfaset i euroområdet og erstattet med den transaktionsbaserede €STR. Omvendt er der ikke fastsat nogen udløbsdato for euroområdet EURIBOR, som er den eneste store fortsættende IBOR. I de nordiske ikke-eurolande benyttes også stadig IBORs uden ophørsdato<sup>5</sup>. De fortsættende IBORs benytter dog forskellige metoder til fastsættelse af renten, hvoraf nogle de senere år er blevet styrket ved bl.a. øget forankring i transaktionsdata.

### 1.1. Internationale erfaringer med udfasning af LIBOR og EONIA

Den internationale udfasning af LIBOR er generelt forløbet positivt og uden større markedsforstyrrelser ifølge centrale myndigheder<sup>6</sup>. Overgangen har dog samtidig krævet et stort arbejde grundet det store omfang af kontrakter.

Arbejdet har løbet i ca. 10 år og har været understøttet af løbende udmeldinger fra bl.a. britiske og amerikanske myndigheder, der i 2017 annoncerede den forventede udfasning af LIBOR i 2021-23. Samtidig har aktører og brancheorganisationer på de finansielle markeder bidraget til udviklingen af nye transaktionsbaserede referencerenter og procedurer for at flytte eksisterende LIBOR-kontrakter over på de nye referencerenter (tilbagefaldsklausuler mv.). Dertil har såkaldte centrale modparter på derivatmarkeder sikret konvertering af cleared LIBOR-kontrakter, så de eksplicit refererer til den relevante transaktionsbaserede referencerente (f.eks. konvertering fra USD LIBOR til USD SOFR). Endelig har markedsdeltagerne gennemført en ressourcekrævende opgave med at håndtere legacy kontrakter, kundekontakt, omstille IT-systemer, udvikle produkter baseret på de nye renter mv.

<sup>4</sup> USD LIBOR 1M, 3M og 6M fortsætter syntetisk til september 2024. Syntetisk USD LIBOR beregnes på grundlag af en fremadskuende referencerente baseret på derivatmarkederne for den nye transaktionsbaserede rente SOFR (USD) tillagt et spread.

<sup>5</sup> De nordiske IBORs er CIBOR i Danmark, STIBOR i Sverige og NIBOR i Norge.

<sup>6</sup> Bank of England (2022): <https://www.bankofengland.co.uk/news/2022/february/sterling-risk-free-reference-rates-finalising-libor-transition>

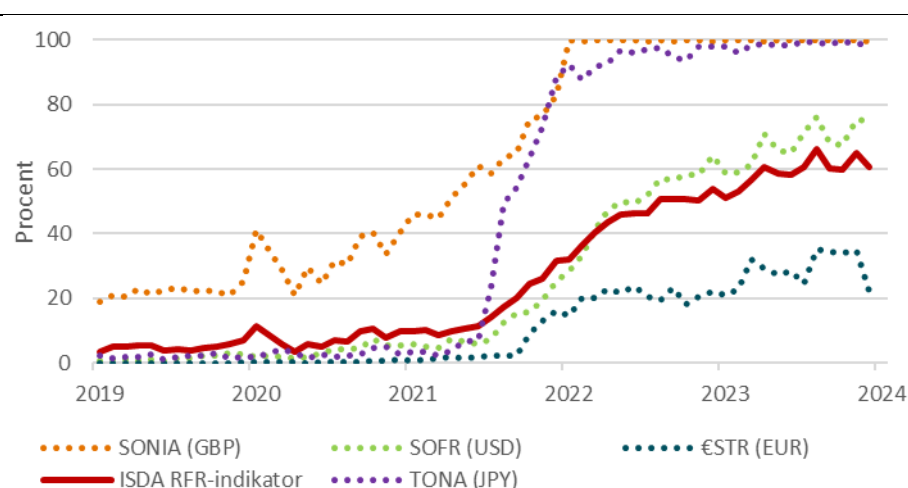
Financial Stability Board (2022): <https://www.fsb.org/2022/04/fsb-statement-welcoming-smooth-transition-away-from-libor/>

USA's Alternative Reference Rates Committee (2023): <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2023/arrc-press-release-closing-report.pdf>

## 1.2. Udviklingen i markederne for de transaktionsbaserede referencerenter

En succesfuld overgang væk fra IBORs forudsætter, at markederne begynder at handle med og udbyde produkter baseret på transaktionsbaserede referencerenter for at øge kendskabet til renterne og styrke markedslikviditeten. Brugen af transaktionsbaserede referencerenter er steget betydeligt i de store internationale valutaer, jf. figur 1.1. Aktiviteten i de transaktionsbaserede referencerenter i GBP, JPY og USD er særligt steget nær de respektive LIBORs' udløbsdatoer. Selvom euroområdet transaktionsbaserede €STR har en lavere markedsandel end de transaktionsbaserede renter i de andre store valutaer, er der opbygget et betydeligt €STR-marked parallelt med, at EURIBOR fortsætter, jf. den generelt opadgående tendens for €STR i figur 1.1. Det skal ses i lyset af, at der endnu ikke er annonceret en udfasning af den skønsbaserede EURIBOR, der er euroområdet dominerende rente.

**Figur 1.1: Andel af omsætning i clearede rentederivater, som er baseret på transaktionsbaserede referencerenter.**



Anm.: Figuren viser den månedlige omsætning i rentederivater baseret på alternative referencerenter i pct. af omsætningen i alle rentederivater i den givne valuta. Omsætningen er vægtet med DV01, der giver ændringen i markedsværdien af et rentederivat følgende en ændring i den effektive rente på 1 basispoint. Figuren kan derfor tolkes som andelen af renterisiko, der handles i den pågældende valuta. Tallene er baseret på OTC- såvel som børshandlede derivater.

Kilde: ClarusFT

Manglen på en forventningsbaseret, fremadskuende terminsstruktur tilsvarende IBORs kan have bidraget til tilbageholdenhed i markederne med frivilligt at overgå til transaktionsbaserede referencerenter. Fremadskuende terminsrenter, hvor renten fastsættes i starten af renteperioden, giver låntager vished om fremtidige rentebetalinger og derfor bedre mulighed for finansiel planlægning. Ikke-finansielle virksomheder og husholdninger foretrækker derfor typisk fremadskuende terminsrenter, når de optager variabelt forrentet kredit.

Flere udbydere af referencerenter har derfor udviklet fremadskuende terminsrenter baseret på bl.a. swap- og futuresmarkeder i de transaktionsbaserede referencerenter i EUR, GBP og USD. Robustheden af disse fremadskuende renter er dog afhængig af omsætningen i de bagvedliggende derivatmarkeder: Hvis derivatmarkederne har lav omsætning, er der en risiko for, at den fremadskuende rente fastsættes på basis af kun få aktørers handler og dermed ikke afspejler den økonomiske realitet. Udbredt brug af derivater baseret på fremadskuende terminsrenter risikerer derudover at reducere aktiviteten i de fremadskuende derivatmarkeder, som de fremadskuende terminsrenter bygger på, hvilket svækker beregningsgrundlaget for terminsrenterne yderligere og giver risiko for samme snævre datagrundlag og sårbarheder som LIBOR. Flere landes myndigheder har derfor understreget, at sektoren så vidt muligt bør benytte bagudskuende terminsrenter, f.eks. akkumulerede dag-til-dag-renter<sup>7</sup>. Fremadskuende terminsrenter bør baseres på likvide og dybe derivatmarkeder, og anvendelsen heraf bør forblive begrænset til kunde-vendte aktiviteter. I USA har myndighederne indført et egentligt forbud mod handel med derivater på fremadskuende terminsrenter mellem banker for at undgå, at dag-til-dag-markedet mister aktivitet til derivatmarkederne.

### 1.3. Håndtering af tough legacy-kontrakter i LIBOR

LIBOR har i vid udstrækning kunnet erstattes i udestående kontrakter af markedsdeltagere på basis af retningslinjer, der har været udstukket fra myndighederne, og de procedurer, som brancheorganisationer og centrale modparter har fastlagt. En andel af de øvrige kontrakter, som ikke er faldet ind under disse procedurer, har parterne i kontrakterne kunnet genforhandle individuelt.

Endelig resterer såkaldte "tough legacy"-kontrakter<sup>8</sup>, som ikke har kunnet genforhandles inden ophørsdatoerne. Det britiske finanstilsyn, FCA (Financial Conduct Authority), har valgt en løsning for kontrakter på GBP LIBOR, hvor der er blevet offentliggjort syntetiske udgaver af visse terminer. Disse syntetiske udgaver, som blev offentliggjort i en begrænset periode efter ophørsdatoen for GBP LIBOR, har haft til formål at sikre yderligere tid til transitionen, samt at flere kontrakter når at udløbe.

For USD LIBOR har FCA også valgt at fortsætte offentliggørelsen af udvalgte terminer i en syntetisk udgave i 15 måneder. Dertil har USA's Kongres vedtaget en lov, der erstatter referencer til USD LIBOR med et SOFR-baseret benchmark i alle kontrakter *indgået under amerikansk lov*, som ikke er blevet omlagt og ikke har en brugbar tilbagefaldsklausul. Europa-Kommissionen har foreløbigt afstået fra et lovindgreb for USD LIBOR-kontrakter under EU-lov, men har tidligere brugt sådanne lovindgreb i forbindelse med ophøret af EONIA og CHF LIBOR for at sikre juridisk klarhed for de kontrakter, der refererer til en ophørende referencerente.

<sup>7</sup> Altså en akkumuleret rente for f.eks. en måned, som konstrueres ved at sammenregne de observerede dag-til-dag-rente for hver dag i den forgangne måned inkl. renters rente.

<sup>8</sup> Se boks 1 for forklaring heraf.

#### 1.4. EURIBOR fortsætter indtil videre i reformeret udgave

Mens LIBOR er ophørt i normal form, og markederne i USD, GBP, JPY og CHF er gået væk fra skønsbaserede renter, er der ikke annonceret en udfasning af EURIBOR, som dominerer EUR-markedet. Der er dog gennemført tiltag, som skal gøre EURIBOR mere robust.

EURIBOR var tidligere baseret på indmeldinger fra et panel af stillerbanker, som oplyste et skøn for deres lånerenter på interbank-markedet. I 2019 ændrede administratoren af EURIBOR beregningsmetoden, så den nu er en hybridmetode, der som udgangspunkt bygger direkte på transaktionsdata fra de usikrede pengemarkeder i EUR. På tidspunkter, hvor der ikke er nok transaktioner i disse markeder, overgår metoden dog til proxy-markeder (f.eks. andre løbetider) og historiske data, og i sidste ende – hvis der heller ikke er nok historiske og proxymarkedstransaktioner – benyttes data fra andre markeder via panelbankers interne modeller<sup>9</sup>. Brugen af historiske data er dog blevet kritiseret af markedsdeltagere for at svække EURIBOR's reaktionshastighed overfor markedsbegivenheder, ligesom bankernes interne modeller fortsat indebærer et skønselement. Der pågår aktuelt arbejde med at videreudvikle EURIBOR med henblik på at reducere afhængigheden af skøn fra panelbanker. Ændringerne i EURIBOR-metoden har betydet, at forskellene mellem EURIBOR- og CIBOR-metoden er øget.

Der er også blevet udarbejdet anbefalinger om tilbagefaldsklausuler for EURIBOR, hvilket styrker grundlaget for en eventuel fremtidig udfasning af EURIBOR. Den anbefalede tilbagefaldsrente er baseret på €STR og den konkrete metode til fastsættelsen af renten afhænger af produkttype. For derivater anbefales bagudskuende terminsrenter baseret på €STR, mens fremadskuende terminsrenter baseret på €STR anbefales for bl.a. forbrugerrettede lån og lån til små og mellemstore virksomheder.

#### 1.5. Overgangen væk fra LIBOR i danske gruppe 1-banker<sup>10</sup>

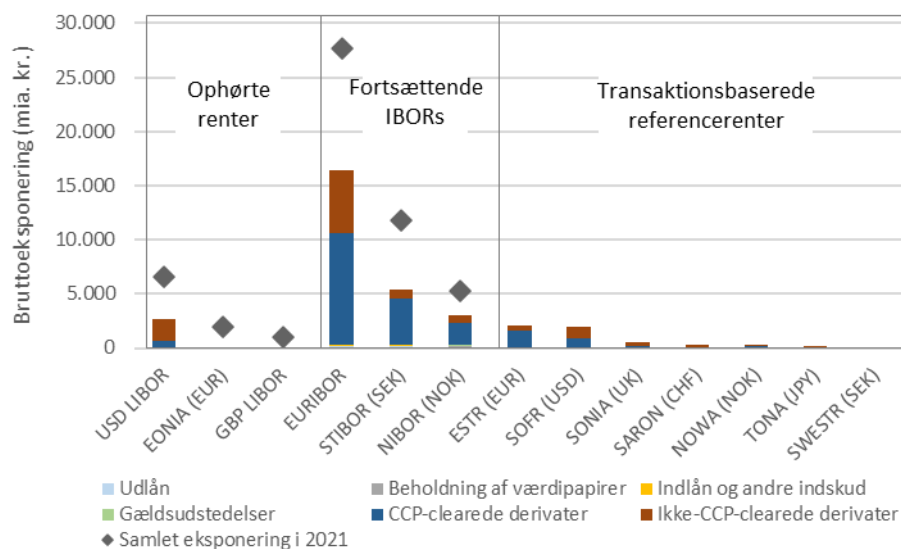
Finanstilsynet bad i 2. kvartal 2023 de danske gruppe 1-banker om at redegøre for deres eksponeringer og arbejde med transaktionsbaserede referencerenter.

Redegørelsen viste, at bankernes eksponeringer mod USD LIBOR generelt var få og af begrænset størrelse, jf. figur 1.2. Eksponeringerne mod USD LIBOR har dog været større op til ophørsdatoen, end det var tilfældet med GBP LIBOR og øvrige LIBORs.

<sup>9</sup> Uddybende forklaring af EURIBOR-metoden kan findes her: <https://www.emmi-benchmarks.eu/benchmarks/euribor/methodology/>

<sup>10</sup> Data for danske gruppe 1-banker i dette notat omfatter Danske Bank A/S, Jyske Bank A/S, Sydbank A/S, Nykredit Bank A/S og Spar Nord A/S, svarende til Finanstilsynets senest offentliggjorte størrelsesgruppering ved undersøgelsens start.

**Figur 1.2: Danske gruppe 1-bankers bruttoeksponeringer mod udenlandske IBORs og transaktionsbaserede renter, 2. kvartal 2023**



Anm.: Data er påvirket af bankernes tiltag til porteføljekompression, som medvirker til et generelt fald i bruttoeksponeringerne mellem 2021 og 2023. Det vurderes, at de underliggende nettopositioner har ændret sig langt mindre. Opgørelsen omfatter alene bankdelen af de respektive koncerner. F.eks. er Nykredit Realkredit ikke med for Nykredit Bank, ligesom Danica og Realkredit Danmark ikke er med for Danske Bank.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet

Bankernes bruttoeksponeringer mod USD LIBOR var på ca. 2.700 mia. kr. i 2. kvartal 2023 (knap 8 pct. af deres eksponeringer mod referencerenter), og de var dermed faldet knap 60 pct. siden Finanstilsynets undersøgelse i 2021. Det var fortsat derivatkontrakter, som udgjorde langt hovedparten af eksponeringen mod USD LIBOR og øvrige IBORs. Eksponeringen mod USD LIBOR fordelte sig på i alt 5.582 kontrakter (blot 0,3 pct. af bankernes kontrakter på referencerenter).

Hovedparten af bankernes eksponeringer mod *udenlandske IBORs* var fortsat mod de ikke-ophørende IBORs EURIBOR<sup>11</sup> (16.443 mia. kr. fordelt på godt 1 mio. kontrakter), STIBOR (5.366 mia. kr. fordelt på godt 200.000 kontrakter) og NIBOR (3.011 mia. kr. fordelt på 50.000 kontrakter). Til sammenligning var bankernes eksponering mod *danske referencerenter* (primært CIBOR) i alt 2.937 mia. kr. fordelt på ca. 310.000 kontrakter.

Danske gruppe 1-bankers brug af de nye udenlandske *transaktionsbaserede* renter var fortsat begrænset sammenlignet med brugen af IBORs. Euroområdet's €STR-rente og den amerikanske SOFR-rente har dog fundet nogen udbredelse.

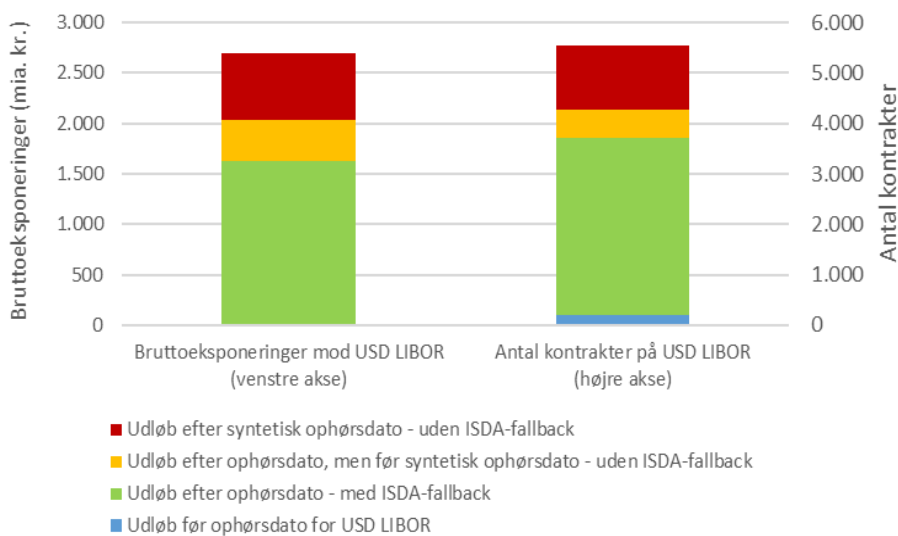
<sup>11</sup> EURIBOR bruges bl.a. ofte til at risikofædække CIBOR-positioner, jf. afsnit.4.



### 1.5.1. Tilbagefaldsklausuler for bankernes LIBOR-eksponeringer

Langt hovedparten af bankernes kontrakter på USD LIBOR stod på tidspunktet for undersøgelsen til at løbe længere end ophørsdatoen for USD LIBOR den 30. juni 2023, jf. figur 1.3.

**Figur 1.3: Danske gruppe 1-bankers kontrakter på USD LIBOR fordelt på udløb og tilbagefaldsklausuler, 2. kvartal 2023**



Anm.: Derivater med central clearing indgår i kategorien med ISDA-tilbagefaldsklausuler, da disse derivater automatisk ville blive omlagt til transaktionsbaserede referencerenter. ISDA-tilbagefaldsklausuler er relevante for derivater (som udgør hovedparten af eksponeringerne) – der kan også være andre tilbagefaldsklausuler tilknyttet de forskellige kontrakter/værdipapirer.

Opgørelsen omfatter alene bankdelen af de respektive koncerner

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet

En stor andel (45 pct.) af kontrakterne havde dog tilbagefaldsklausuler i henhold til de standarder, som International Swaps and Derivatives Association (ISDA) har fastlagt, hvilket indebærer tilbagefald til en compounded SOFR. Godt en tredjedel af eksponeringen mod USD LIBOR havde en udløbsdato, der ligger før udløbet af syntetisk USD LIBOR den 30. september 2024. Disse kontrakter kan i vid udstrækning overgå til syntetisk USD LIBOR indtil udløb. En rest på ca. 19 pct. af eksponeringerne havde på tidspunktet for undersøgelsen ingen ISDA-tilbagefaldsklausul og stod til at udløbe efter ophøret af den syntetiske USD LIBOR. Disse kontrakter er afhængige af en forhandlet løsning inden den 30. september 2024, hvis ikke de falder under det amerikanske lovindgreb for USD LIBOR-kontrakter indgået under amerikansk lov.

Gruppe 1-bankerne svarede i 2. kvartal 2023, at de generelt kun forventede at have få udestående USD LIBOR-kontrakter, der ikke ville blive omlagt inden den 30. juni 2023, og at disse udestående USD LIBOR-kontrakter kunne genforhandles frivilligt inden ophøret af syntetisk USD LIBOR. Der vurderes

derfor ikke at være nævneværdige udfordringer med tough legacy-kontrakter i USD.

Bankerne oplyste desuden, at alle GBP LIBOR-kontrakter var blevet omlagt. Langt de fleste blev omlagt før ophøret af GBP LIBOR, mens overgangsperioden med den syntetiske GBP LIBOR muliggjorde ordnet genforhandling eller udløb af de få resterende kontrakter.

### **1.5.2. Tilbagefaldsklausuler for danske bankers eksponeringer mod ikke-ophørende internationale referencerenter**

Gruppe 1-bankerne har angivet, at tilbagefaldsklausuler for deres eksponeringer mod fortsættende internationale IBORs (primært EURIBOR, STIBOR og NIBOR) afhænger af produkttypen.

For almindelige realkredit- og bankprodukter til privatkunder og erhvervskunder har bankerne normalt indskrevet en klausul i kontrakterne, der indebærer, at banken egenhændigt kan udpege et erstatningsbenchmark. Kontrakterne udspecificerer i varierende grad rammerne for udpegningen af erstatningsbenchmarket, som ofte vil skulle afspejle branchestandarder.

Syndikerede lån følger typisk standardaftaler fra brancheorganisationer, der ofte har meget overordnede vilkår om genforhandling for de ikke-ophørende renter, hvor der ikke er fastsat specifikke tilbagefaldsrenter.

Clearede derivatprodukter følger clearinghusenes standarder, som typisk svarer til ISDA-definitioner. Ifølge gruppe 1-bankernes indberetninger var ca. 70 pct. af deres derivater på internationale ikke-ophørende referencerenter<sup>12</sup> clearret.

For ikke-clearede derivater har gruppe 1-bankerne generelt tilsluttet sig ISDA's protokoller for tilbagefaldsrenter, der bliver indføjet i nye derivatkontrakter. Dertil pågår et arbejde med at flytte historiske kontrakter over på de nye ISDA-protokoller.

Finanstilsynet vurderer, at der er tilbagefaldsklausuler i flertallet af bankernes kontrakter, omend klausulerne varierer i detaljegrad, og tvivlsspørgsmål stadig vil kunne opstå, hvis tilbagefaldsklausuler bliver aktiveret.

### **1.5.3. Danske bankers erfaringer fra udfasningen af LIBOR og EONIA**

Eksponeringerne mod de ophørte LIBORs og EONIA har været relativt små i gruppe 1-bankerne. Der tegner sig generelt et billede af, at eksponeringerne mod de ophørte renter har fordelt sig på forholdsvis få kontrakter. De har samtidig været koncentreret i de største banker, som derfor har skullet

<sup>12</sup> De internationale ikke-ophørende renter omfatter i undersøgelsen EURIBOR, STIBOR og NIBOR.

gennemføre en mere omfattende og ressourcetrækkende omstilling. Bankerne fremhævede bl.a.:

- Det har været svært at begynde overgangen i god tid for nogle kunder. Det gjaldt bl.a. nogle erhvervskunder, der ønskede at udsætte overgangen længst muligt, da de ikke var klar til at bruge de nye transaktionsbaserede renter (bl.a. IT-mæssigt) og i nogle tilfælde havde undervurderet kompleksiteten af overgangen.
- Nogle banker fremhævede, at de har sat pris på klare udmeldinger fra myndighederne om udfasningen af LIBOR, som har understøttet, at bankerne har kunnet give entydige budskaber til rådgivere og kunder.
- Selvom bankerne anerkendte de transaktionsbaserede referencerenters øgede robusthed, beskrives de *bagudskuende* transaktionsbaserede renter (som i udgangspunktet skal bruges, hvor muligt) som mere krævende og komplekse at bruge. Det skyldes især, at disse renter først kan beregnes, når renteperioden er afsluttet, og derfor ikke giver forudsigelighed om kommende rentebetalinger.
- Overgangen har medført omkostninger til IT for at integrere de transaktionsbaserede renter i systemerne. Dette har været krævende, da bagudskuende renter er nødt til at blive integreret på en anden måde end de tidligere fremadskuende renter, ligesom der undervejs i overgangen har været forskellige standarder i spil for de nye renter.
- Der har været et stort omfang af kundekontakter, som til tider har været komplekse og tidskrævende. Der har dog været meget få kontrakter, som har været svære at finde en løsning på med kunderne.
- Bankerne gav generelt udtryk for, at de opnåede erfaringer forbundet med overgangen (juridiske, IT-mæssige, organisationsmæssige, kontraktforhandlingsmæssige mv.), er nyttige i tilfælde af ophør af andre referencerenter, herunder CIBOR. Dog er løsningerne for tidligere udfasninger ikke nødvendigvis direkte overførbare, ligesom arbejdet forbundet med at udfase CIBOR, som er større og mere indlejret i det danske marked, vil være betydeligt større.

## 2. Overgangen til transaktionsbaserede renter i kronemarkedet

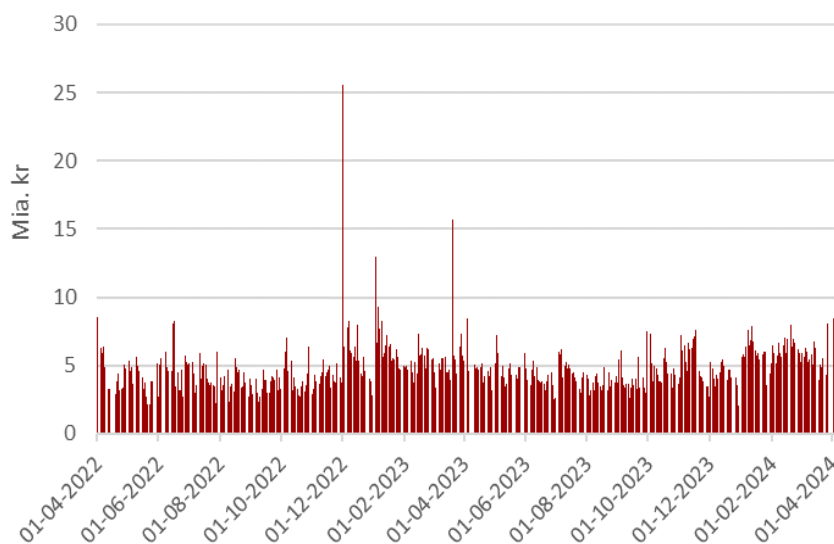
Overgangen fra skønsbaserede referencerenter til transaktionsbaserede referencerenter skrider frem i det danske kronemarked. Overgangen er aktuelt koncentreret om udfasningen af Tomorrow/Next-renten samt opbygningen af markedet for og infrastrukturen bag den transaktionsbaserede referencerente DESTR.

### 2.1. DESTR er den foretrukne danske transaktionsbaserede rente

Nationalbanken har offentliggjort DESTR siden den 1. april 2022. DESTR erstatter den tidligere Tomorrow/Next-rente, der byggede på en snæver og faldende del af pengemarkedet, og som i praksis primært bestod af skøn fra bankerne.

Omsætningen i de dele af pengemarkedet, som DESTR måler, har været stabil, siden DESTR blev introduceret, jf. figur 2.1. Samtidig er omsætningen ifølge Nationalbanken blevet mere diversificeret, så den i højere grad omfatter andre finansielle virksomheder i tillæg til interbanktransaktioner. DESTR bygger således på et robust datagrundlag, der bidrager til, at DESTR afspejler den økonomiske virkelighed.

**Figur 2.1: Daglig pengemarkedsomsætning bag DESTR**



Anm.: DESTR dækker usikrede, fastforrentede overnight-indlånstransaktioner i danske kroner for de banker, der er mest aktive i det danske pengemarked. Transaktionerne, der bruges til beregning af DESTR, skal være indgået af en bank med en finansiell modpart på uafhængig og konkurrenceudsat basis samt opfylde visse andre krav.

Kilde: Danmarks Statistik (DNRENTD)/Nationalbanken

### 2.2. DESTR integreres yderligere i de finansielle markeder

Erstatningen af Tomorrow/Next med DESTR sker via en indfasningsperiode, hvor Tomorrow/Next den 1. april 2022 blev låst til at udgøre DESTR plus et fast rentespænd på 19 basispoint. Tomorrow/Next vil sidenhen blive udfaset helt den 1. januar 2026. Derudover gennemføres en række andre tiltag, der fremmer DESTR's udbredelse og integration i det finansielle system.

#### *DESTR er blevet integreret i CITA*

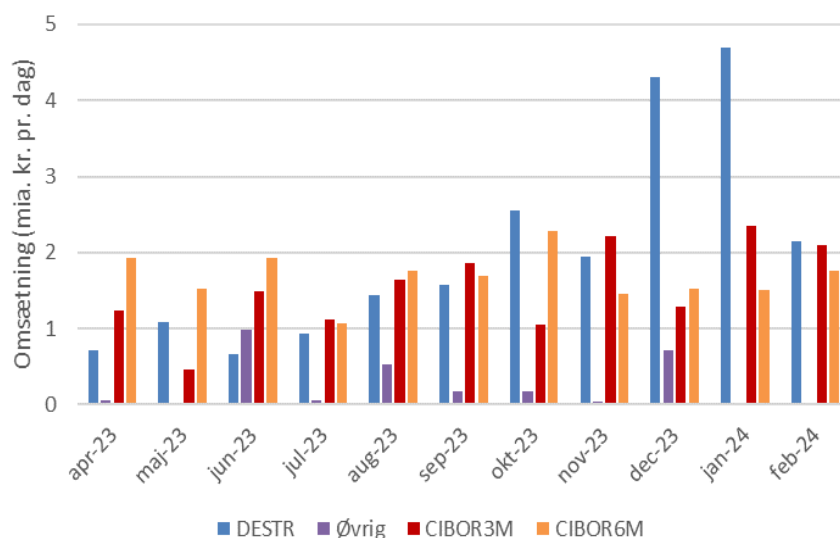
DESTR er konkret blevet integreret i swap-renten CITA. CITA er en kvoteret referencerente, der tidligere afspejlede hvilken fast rente, som bankerne ville bytte for Tomorrow/Next-renten. CITA er nu ændret til at udgøre den faste

rente, som bankerne vil bytte for DESTR plus et fast tillæg på 19 basispoint. I 2026 bliver tillægget på 19 basispoint fjernet, så CITA overgår til at være en swap baseret på den rene DESTR-rente. Integrationen af DESTR i CITA betyder, at CITA bliver baseret på en mere robust underliggende rente, der afspejler faktiske pengemarkedstransaktioner. CITA bygger på kvoteringer fra stillerbanker, som omfatter en forpligtelse for stillerbankerne til at skulle handle med øvrige stillerbanker til de indberettede priser. Det bidrager til at forankre CITA til det faktiske DESTR-swapmarked, hvis funktion samtidig understøttes af en market maker-ordning, jf. nedenfor. CIBOR skal derimod afspejle markedet for usikrede lån mellem pengeinstitutter, som efter finanskrisen stort set er faldet bort. Der er dermed begrænset mulighed for at teste CIBOR-rentens niveau mod faktiske handler, mens CITA omvendt bygger på et mere aktivt marked.

#### *Market maker-ordning er oprettet i DESTR-swaps*

Finans Danmark har indført en market maker-ordning for DESTR-swaps med deltagelse af de største danske pengeinstitutter. Dermed er deltagende banker forpligtet til at bidrage til likviditeten i swaps på DESTR. Det er desuden blevet anbefalet af arbejdsgruppen bag DESTR, at der ikke længere indgås kontrakter baseret på Tomorrow/Next-renten fra den 1. april 2023, men i stedet direkte på DESTR. Dette ventes ligeledes at have bidraget til at styrke omsætningen i DESTR-swaps ved at konsolidere det fragmenterede danske swapmarked, jf. figur 2.2.

**Figur 2.2: Likviditeten i det danske swapmarked fordelt på referencerenter**



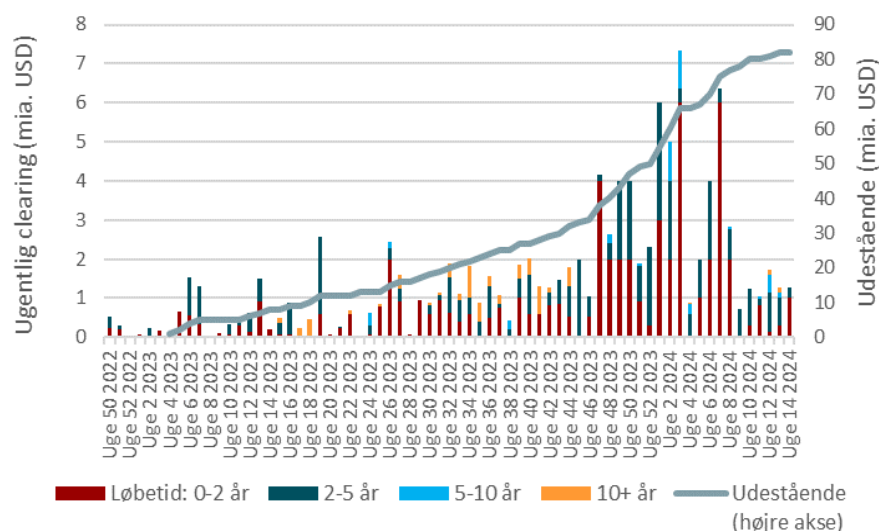
Anm.: Bruttoomsætning i renteswaps baseret på de respektive referencerenter, hvor der byttes en fast rente for en variabel referencerente. Der er ikke korrigeret for dobbelttælling ved indberetning af samme handel fra begge modparter. Bemærk at søjlen for DESTR-swaps kan dække over flere forskellige terminer.

Kilde: Nationalbankens statistikbank (DNIRS) og Nationalbankens analyse "DESTR er et robust anker for det danske kapitalmarked"

### Central clearing af DESTR-swaps

London Clearing House (LCH) begyndte i december 2022 at tilbyde central clearing af DESTR-swaps, og i november 2023 gav Eurex Clearing også mulighed for clearing af DESTR-swaps. Dette sikrer, at markedsdeltagerne kan handle DESTR-swaps med mindre modpartsrisiko. Figur 2.3 viser, hvordan omsætningen i DESTR-swaps over tid generelt er steget hos LCH. Nationalbanken angav desuden i en analyse i marts 2023<sup>13</sup>, at DESTR forventedes at komme til at erstatte CITA som den rente, LCH bruger til forrentning af sikkerhedsstillelse i kroner, og at en DESTR-swapkurve ville kunne blive indført til diskonteringsformål. Dette kan bidrage til, at DESTR vinder udbredelse som diskonteringsrente bredere set.

**Figur 2.3: Clearet omsætning og udestående beløb i DESTR-swaps<sup>14</sup> hos LCH**



Kilde: London Clearing House (LCH)

### 2.3. Danske gruppe 1-bankers anvendelse af DESTR

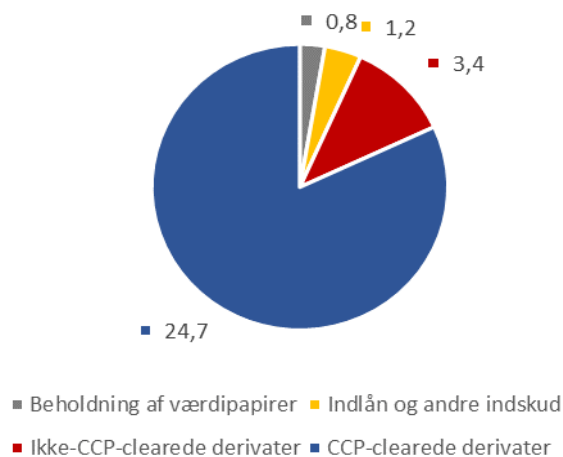
Finanstilsynets undersøgelse viser, at gruppe 1-bankerne i 2. kvartal 2023 havde DESTR-eksponeringer for ca. 30 mia. kr., som primært omfattede derivater, jf. figur 2.4. Det svarede til ca. 1 pct. af bankernes eksponeringer mod de danske referencerenter, der var domineret af CIBOR.

<sup>13</sup> Nationalbankens analyse "DESTR er et robust anker for det danske kapitalmarked" (<https://www.nationalbanken.dk/da/viden-og-nyheder/publikationer-og-taler/arkiv-publikationer/2023/destr-er-et-robust-anker-for-det-danske-kapitalmarked>)

<sup>14</sup> Tallene omfatter DESTR OIS (overnight index swap), som er swaps, hvor den variable dag-til-dag DESTR-rente byttes for en fast rente over en fastlagt periode.

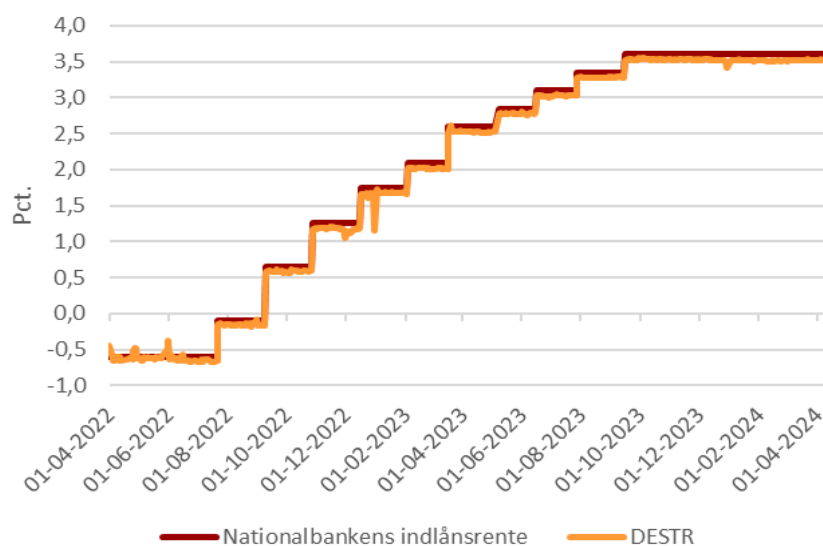
**Figur 2.4: Gruppe 1-bankernes eksponeringer mod DESTR**

Eksponering mod DESTR efter type (mia. kr).



Anm.: Opgørelsen omfatter alene bankdelen af de respektive koncerner  
 Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet

Bankerne har generelt et positivt syn på DESTR's robusthed og forventer stigende brug. Samtidig understregede de i deres svar i foråret 2023, at lav likviditet i markedet for DESTR-swaps til tider var en udfordring. Flere banker vurderede dog, at likviditeten ville stige efterhånden som Tomorrow/Next udfases helt, og markedet vænner sig til DESTR. Samtidig pegede flere på, at tidshorizonten for at skabe højere likviditet i DESTR også afhænger af €STR's markedsandel på euromarkedet relativt til EURIBOR (se også afsnit 4 om CIBOR og EURIBOR).

**Figur 2.5: Udviklingen i DESTR – daglige rentesatser**

Kilde: Nationalbankens statistikbank (DNRENTD)

Nogle banker oplevede på tidspunktet for undersøgelsen begrænset efterspørgsel fra deres kunder efter DESTR-produkter, hvilket gør bankerne tilbageholdende med at bruge ressourcer på at udbyde DESTR-produkter. Flere banker har fremhævet, at de ser væsentlige udfordringer ved at benytte en bagudskuende rente, såsom den rene DESTR, i produkter til privatkunder, herunder realkredit. Det skyldes, at kunderne har et ønske om at kende renten på forhånd, og forbrugere derudover har ret til at blive underrettet om renteændringer forud for den periode, hvor renten er gældende. Dertil finder bankerne fremadskuende renter nemmere at kommunikere, jf. afsnit 3.

En generel styrkelse af likviditeten i DESTR kan gøre det mere attraktivt at bruge og udbyde DESTR-produkter, hvilket kan øge likviditeten i markedet yderligere i en selvforstærkende spiral. Dertil har markedsdeltagere angivet, at vaner og traditioner også spiller en rolle i forhold til præferencer for skønsbaserede referencerenter, hvilket kræver tilvænning.

### **3. Udvikling af terminsstruktur i DESTR og overgangen fra CIBOR**

For at DESTR kan blive et anvendeligt alternativ til CIBOR på alle dele af de danske finansielle markeder, er det nødvendigt med en terminsstruktur på DESTR. Der bruges i vid udstrækning renter af længere terminer i danske kreditmarkeder, herunder realkredit, hvorfor en fuld overgang i disse markeder kræver, at der eksisterer terminsrenter baseret på DESTR, jf. også afsnit 1.3 om behovet for terminsrenter i LIBOR-valutaer.

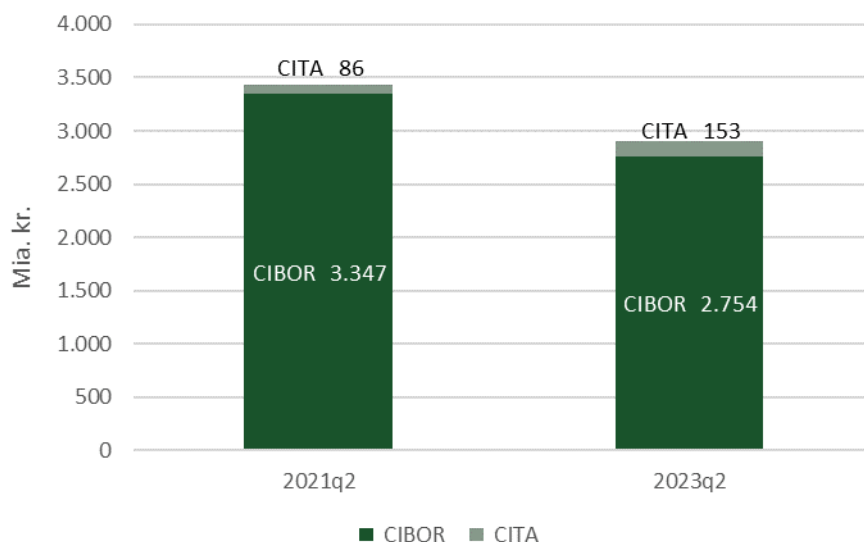
#### *Fortsat væsentlige eksponeringer mod CIBOR og CITA*

Behovet for terminsrenter baseret på DESTR illustreres bl.a. af væsentlige eksponeringer mod terminsrenter i form af CIBOR og CITA. Figur 3.1 viser danske gruppe 1-bankers nominelle bruttoeksponeringer mod disse to referencerenter i 2021 og 2023. Bankerne havde i 2023 således bruttoeksponeringer for ca. 2.900 mia. kr., hvoraf størstedelen var derivater på CIBOR, imens ca. 340 mia. kr. stammede fra ind- og udlån. Dertil følger, at den udestående værdi af realkreditobligationer forrentet med CIBOR eller CITA var ca. 840 mia. kr. i 2. kvartal 2023<sup>15</sup>.

<sup>15</sup> På basis af data fra Bloomberg og Nasdaq for realkreditobligationer noteret på Nasdaq Copenhagen.



**Figur 3.1: Bruttoværdien af eksponeringer mod CIBOR og CITA, 2. kvartal 2021 og 2. kvartal 2023.**



Anm.: Opgørelsen omfatter alene bankdelen af de respektive koncerner  
 Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet

Gruppe 1-bankerne havde nedbragt deres bruttoeksponeringer mod CITA og CIBOR med ca. 500 mia. kr. fra 2. kvartal 2021 til 2. kvartal 2023. Ændringen skyldes hovedsageligt, at nogle banker har nedbragt deres bruttoeksponeringer i CIBOR-derivater som følge af porteføljekomprimering<sup>16</sup>. På udlånssiden er bruttoeksponeringerne mod CIBOR og CITA steget med ca. 100 mia. kr.

#### *Den finansielle sektor ser fortsat behov for fremadskuende terminsrenter*

Finans Danmark har nedsat en arbejdsgruppe til dels at undersøge den fremtidige brug af terminsrenter baseret på DESTR i danske finansielle markeder og dels at anbefale en markedsstandard for tilbagefaldsklausuler for CIBOR.

Finans Danmarks arbejdsgruppe har vurderet, at der vil være behov for bagudskuende såvel som forventningsbaserede fremadskuende terminsrenter på det danske marked<sup>17</sup>. Konklusionen skal ses i lyset af kundernes behov for at kende deres rentebetalinger i god tid, samt at brugen af bagudskuende terminsrenter til at løse denne problemstilling vanskeliggør bankernes muligheder for at afdække den tilhørende renterisiko<sup>18</sup>. Samtidig fremhæver Finans Danmark også, at regler om varsling af låntagere om renteændringer i henhold til kreditaftaleloven kan udgøre en forhindring i forhold til brugen af bagudskuende terminsrenter.

<sup>16</sup> Porteføljekomprimering gør det muligt at udligne modgående eksponeringer i CCP-clearede derivater på en neutral måde så den samlede nominelle eksponering nedbringes og markedsrisikoen forbliver uændret.

<sup>17</sup> Jf. <https://finansdanmark.dk/media/47854/memo-on-the-potential-use-of-forward-and-backward-looking-reference-rates-in-the-danish-market-after-destr.pdf>

<sup>18</sup> Se bl.a. Lund-Thomsen og Hedegaard Rasmussen. 2020. 'Rentekurve til den nye referencerente'. Finans/Invest, 2020 Nr. 1, s 16-24, for en gennemgang og diskussion af en række modeller til at udvikle bagudskuende terminsrenter på baggrund af danske dag-til-dag-renter.

Finans Danmark peger på den reformerede CITA-rente som forventningsbaseret fremadskuende referencerente i det danske kronemarked<sup>19</sup>. Herved vil terminsstrukturen bygge på DESTR. Den faste rente i CITA er baseret på kvoteringer fra et panel af stillerbanker, men er underbygget af en forpligtelse for stillerbankerne til at skulle handle med øvrige stillerbanker til de indberettede priser, hvilket styrker forankringen i det faktiske marked. En forudsætning for en fuldt ud transaktionsbaseret fremadskuende terminsstruktur er tilstrækkelig omsætning i relevante derivatmarkeder på enhver dag. Samtidigt peger Finans Danmark på DESTR compounded indeks som bagudskuende terminsrente. DESTR compounded er et renteindeks baseret på en aggregering over tid af de daglige DESTR-renter, som Nationalbanken offentliggør.

Gruppe 1-bankerne udtrykte i Finanstilsynets undersøgelse et fortsat behov for fremadskuende referencerenter til at dække produktefterspørgslen og oplyste, at der generelt var lille efterspørgsel efter almindelige lånekontrakter, hvor renten er baseret på DESTR. Alt i alt ser sektoren et fremtidig dansk rentelandskab bestående af transaktionsbaserede bagudskuende terminsrenter (DESTR) og kvoteringsbaserede fremadskuende terminsrenter (CITA).

#### *Overgangen fra CIBOR er mere omfattende end LIBOR*

Danske gruppe 1-banker anser en mulig fremtidig overgang fra CIBOR som mere omfattende end udfasningen af LIBOR. Det skyldes omfanget af CIBOR-eksponeringer, et større antal kontrakter og den udbredte anvendelse i detailsegmentet. De største banker har fremhævet vigtigheden af, at overgangen til transaktionsbaserede renter i Danmark følger overgangen i euroområdet.

Fra bankernes side er det også blevet fremhævet, at der er en generel sammenkobling mellem de nordiske markeder, hvor der endnu ikke er fastsat en ophørsdato for NIBOR og STIBOR. Det giver en risiko for, at en fremtidig overgang i CIBOR potentielt kan ske samtidig med en overgang i EURIBOR (EUR), NIBOR (NOK) og STIBOR (SEK), hvilket ville give et væsentligt træk på bankernes ressourcer og kræve en passende lang tidsramme.

Flere af bankerne pegede desuden på, at erfaringer fra overgangen i LIBOR ikke kan overføres direkte til en overgang i CIBOR, da justeringer af IT-systemer kan være specifikke for den enkelte valuta.

Endelig opfordrede bankerne til, at en eventuel udfasning:

- følger modellen fra LIBOR, dvs. sker gradvist efter grundig planlægning og diskussion i sektoren
- får en udløbsdato, der meldes ud i god tid
- bygger på entydige anbefalinger fra myndigheder mv.
- koordineres med EURIBOR pga. sammenhæng hermed (jf. afsnit 4).

<sup>19</sup> Jf. <https://finansdanmark.dk/media/azdnzv4p/public-consultation-on-the-reformation-of-cita.pdf>

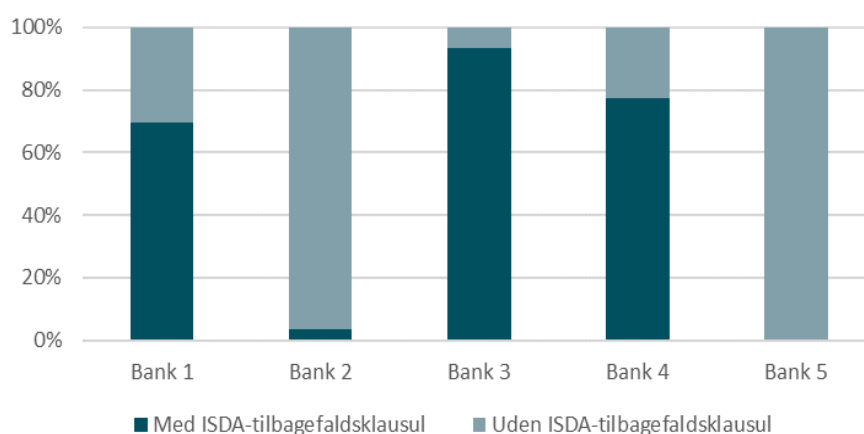
### *Fastsættelse af CIBOR-tilbagefaldsrente er vigtigt skridt i en overgang*

Bankerne har igangsat et arbejde med at fastsætte tilbagefaldsrenter i CIBOR-kontrakter. Et gennemgående tema er, at fastsættelsen af en tilbagefaldsrente afhænger af produkttype.

DESTR blev i 2022 inkluderet i ISDA's dokumentation for derivataftaler, som fastsætter standarder, der understøtter en stor del af den internationale derivathandel. DESTR er også udpeget som tilbagefaldsrente for ISDA-baserede derivatkontrakter på CIBOR, hvis CIBOR ophører. Dokumentationen fastsætter, hvordan den daglige DESTR-rente omregnes til en erstatningsrente for en given CIBOR-termin via metoden "compounding-in-arrears" og justeres med et historisk rentespænd mellem CIBOR og DESTR. Metoden indebærer en aggregering af dag-til-dag-renter over en bestemt bagudskuende periode og svarer generelt til tilgangen benyttet i tilbagefaldsklausuler for EURIBOR og LIBOR.

Figur 3.2 viser andelen af CIBOR-derivatkontrakter, som havde en ISDA-tilbagefaldsklausul (dækningsgraden), og bruttoværdien af udækkede CIBOR-kontrakter i andet kvartal 2023. Bankerne havde brutto ca. 2.300 mia. kr. i derivatkontrakter på CIBOR. I alt var ca. 29 pct. af disse kontrakter dækket af ISDA-tilbagefaldsklausuler, hvilket svarede til ca. 60 pct. af den samlede værdi af kontrakterne. For flere af bankerne gælder det, at nye CIBOR-derivatkontrakter følger ISDA-standarder, mens opgaven med at få indarbejdet standarden i eksisterende kontrakter var på forskellige stadier og stadig pågik på tidspunktet for undersøgelsen.

**Figur 3.2: Dækningsgrad af derivatkontrakter med CIBOR og bruttoværdien af udækkede kontrakter, 2. kvartal 2023**



Note: Figuren viser andelen af danske gruppe 1-bankers bruttoeksponeringer i CIBOR-derivater, der er dækket af ISDA-tilbagefaldsklausuler.

Opgørelsen omfatter alene bankdelen af de respektive koncerner

Det bemærkes, at den reelle dækningsgrad kan være højere, idet flere banker og modparter kan have tilsluttet sig de relevante ISDA-protokoller siden undersøgelsen, og CCP-clearede derivater ofte vil have ISDA-lignende tilbagefaldsklausuler. Dertil kan derivatkontrakter også være dækket af andre typer tilbagefaldsklausuler.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet

For realkredit og bankprodukter er der generelt ikke udpeget en alternativ rente. I stedet har bankerne i de fleste tilfælde mulighed for unilateralt at udpege en erstatningsrente, hvis den oprindelige rente ophører. Flere banker fremhævede, at arbejdet med at definere tilbagefaldsrenter startes i forlængelse af Finans Danmarks høring om anbefalinger til tilbagefaldsklausuler for CIBOR<sup>20</sup>. Finans Danmark har foreslået compounded DESTR som generel tilbagefaldsrente for CIBOR, mens CITA er foreslået som tilbagefaldsrente for CIBOR-baserede realkreditlån, realkreditobligationer samt visse banklån og bankprodukter.

#### *Risici ved fortsat brug og ophør af CIBOR*

En voksende og mere diversificeret anvendelse af transaktionsbaserede referencerenter i internationale markeder lægger pres på danske aktører for at harmonisere brugen af referencerenter i Danmark og udlandet.

CIBOR er dog ikke på nuværende tidspunkt planlagt til at ophøre, og generelt forventer branchen, at CIBOR vil fortsætte på mellemlangt sigt. Det skyldes bl.a., at EURIBOR ikke forventes at ophøre inden for den nærmeste fremtid, samt forbindelsen mellem krone- og euromarkederne, jf. afsnit 4.

I det omfang danske aktører fortsætter med at anvende CIBOR uden at være tilstrækkeligt forberedte på at overgå herfra, kan det medføre risici for de danske finansielle markeder.

Brugen af danske referencerenter er i dag domineret af CIBOR, og CIBOR-markederne har derfor ofte mere likviditet og lavere handelsomkostninger end markederne for andre danske referencerenter, f.eks. CITA. Hvis lavere handelsomkostninger og præferencer for at bruge CIBOR afholder aktivitet fra at blive omlagt til DESTR, selv i tilfældet hvor CIBOR's ophør er annonceret, stiger risikoen for, at markedsaktører ikke har de nødvendige kompetencer og produktudbud til at anvende DESTR, når CIBOR faktisk ophører.

Høj afhængighed af CIBOR og manglende evne til at anvende DESTR effektivt øger risikoen for en uordentlig overgang. Det gælder bl.a. i det omfang systemer og modeller ikke kan anvende DESTR, mulighederne for at styre finansielle risici reduceres pga. manglende instrumenter og kompetencer, eller kunder får væsentligt højere omkostninger eller lavere produktudbud.

CIBOR's dominans kan derfor blive selv bærende, hvis den giver markedet incitament til på kort sigt at bibeholde aktiviteten heri grundet manglende forberedelse på en udfasning af CIBOR, hvilket igen kan medføre, at markedsaktører fortsætter med at nedprioritere at udfase brugen af CIBOR.

Fortsat brug af CIBOR, mens øvrige IBORs udfases, risikerer samtidigt at svække tilliden til de danske finansielle markeder. Særligt må der ventes en

---

<sup>20</sup> <https://finansdanmark.dk/media/mv2nrwna/recommendation-regarding-a-fallback-rate-for-cibor.pdf>

negativ påvirkning af tilliden til CIBOR og funktionen af danske finansielle markeder, hvis EURIBOR ophører, mens CIBOR fortsat bruges, i kraft af at begge er IBORs (dog med forskelle i beregningsmetoder), og at der er en forbindelse mellem de to markeder.

Aftagende tillid til CIBOR kan desuden være selvforstærkende, hvis det får én eller flere CIBOR-stillere til at opgive rollen som stiller, hvilket vil svække repræsentativiteten af og tilliden til CIBOR yderligere. Træder flere panelbanker ud, kan det føre til, at CIBOR ophører før end ventet eller fortsætter i et såkaldt 'zombie-scenarie' med lav repræsentativitet, lav troværdighed og alene med det formål at holde hånden under udestående CIBOR-kontrakter.

Det er i udgangspunktet ikke Finanstilsynets forventning, at en eventuel overgang fra CIBOR vil give anledning til væsentlig kontraktfrustration blandt lånekontrakter, dvs. usikkerhed eller uenighed blandt kontraktparterne om, hvad kontraktvilkårene giver mulighed for. Det skal bl.a. ses i lyset af, at en række banker påpegede, at de i lånekontrakter ofte har beføjelse til unilateralt at udpege et erstatningsbenchmark, hvis den primære referencerente ophører eller ikke længere er repræsentativ. Herved minimeres de juridiske risici, omend det i udgangspunktet ikke afhjælper omdømmerisici samt finansielle og operationelle risici. En anden væsentlig faktor er sektorens arbejde med at få fastsat og implementeret tilbagefaldsklausuler for CIBOR, der styrker grundlaget for en ordnet overgang fra CIBOR, idet det medvirker til at skabe en ensartet anvendelse af tilbagefaldsklausuler og reducerer usikkerheden om, hvad en eventuel overgang i CIBOR vil have af konsekvenser for eksisterende kontrakter.

Hertil kommer, at erfaringer fra overgangen fra EONIA og LIBOR forventes i nogen grad at kunne lette en tilsvarende overgang fra CIBOR. Selvom erfaringerne ifølge sektoren ikke direkte kan overføres til CIBOR, har det dog givet sektoren erfaring med at indføre systemer for bagudskuede renter.

#### **4. Sammenhængen mellem CIBOR- og EURIBOR-markedet**

De danske gruppe 1-banker ser en tæt kobling mellem det danske marked for CIBOR og det europæiske marked for EURIBOR. Det kan have betydning for overgangen fra skønsmåsbaserede til transaktionsbaserede renter i Danmark.

Markederne for CIBOR og EURIBOR er særligt koblet sammen via den finansielle sektors risikoafdækning, hvor danske aktører benytter EURIBOR til at afdække deres eksponeringer mod CIBOR. Det kan for eksempel være relevant, hvis en bank modtager CIBOR-baserede rentebetaling på et udlån, eller hvis en bank har indgået derivataftaler på CIBOR med kunder. Boks 4.1 viser et konkret eksempel på samspillet mellem CIBOR-markedet og EURIBOR-markedet.

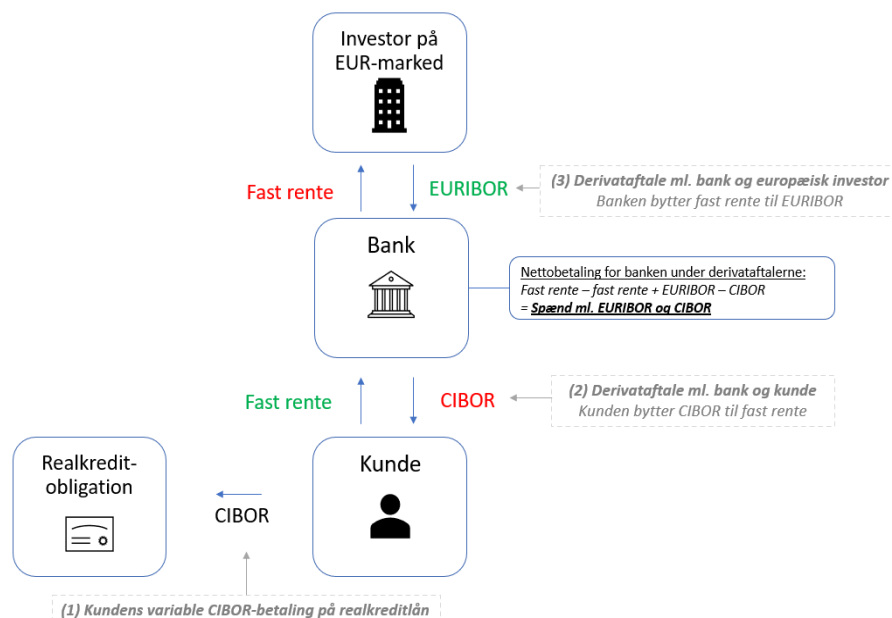
#### 4.1. Hvorfor benyttes EURIBOR til risikoafdækning af CIBOR?

Bankerne angav flere årsager til, at risikoafdækning af CIBOR-eksponeringer via EURIBOR er attraktiv. Årsagerne er særligt:

- **Bedre likviditet:** Euromarkedet er mere likvidt end kronemarkedet. Det giver lettere adgang til risikoafdækning og lavere omkostninger.
- **Stabilt valutaspænd:** Fastkurspolitikken overfor euroen knytter krone- og euromarkedene tæt sammen og indebærer, at der er lav valutarisiko og et forholdsvis stabilt spænd imellem CIBOR og EURIBOR.
- **Modsattede risikoafdækningsbehov:** Danske banker har ofte et behov for risikoafdækning af deres CIBOR-eksponeringer, der "vender samme vej" som andre danske bankers behov. Det kan gøre det sværere for bankerne at finde afdækningsmuligheder mod danske modparter på det danske CIBOR-marked fremfor via det større EURIBOR-marked.
- **Ensartede egenskaber:** EURIBOR har nogle af de samme egenskaber som CIBOR, da begge er IBORs. Herunder er de begge to fremadskuende renter og følsomme overfor kreditrisiko. Dertil gør kreditfølsomheden, at de to renter normalt vil reagere i samme retning, hvis kreditrisikoen i den finansielle sektor ændres, hvilket bidrager til samvariation. Hvis man i stedet for at afdække én IBOR med en anden IBOR benyttede en "blandet" risikoafdækning via en transaktionsbaseret rente, ville det omvendt skabe et mismatch mellem betalingsstrømmene (en fremadskuende IBOR vs. en bagudskuende transaktionsbaseret rente samt en kreditfølsom IBOR vs. en ikke-kreditfølsom transaktionsbaseret rente). Det skal dog bemærkes, at reformer af EURIBOR har øget metodeforskellene mellem CIBOR og EURIBOR, jf. afsnit 1.4.
- **Regulatorisk diskonteringsrente er baseret på EURIBOR:** Diskonteringsrenten under Solvens II for forsikrings- og pensionssektors forpligtelser i danske kroner er fastlagt ud fra EURIBOR. EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) vil foreløbigt fastholde dette, indtil der er mere likviditet i €STR. Reglerne om diskontering med EURIBOR kan være medvirkende til, at aktører holder fast i risikoafdækning via EURIBOR.

### Boks 4.1: Handelsscenarie med risikoafdækning af CIBOR-kontrakt via EURIBOR-markedet

Nedenstående figur viser et forsimplet eksempel, hvor en bank har en eksponering i CIBOR, som risikoafdækkes via EURIBOR.



Kilde: Egen tilvirkning ud fra Finanstilsynets undersøgelse blandt gruppe 1-bankerne

- 1) Kunden har et variabelt forrentet realkreditlån, hvor kunden betaler renter baseret på CIBOR til ejerne af realkreditobligationen.
- 2) Kunden ønsker nu en fast rente på lånet. Banken tilbyder derfor en swaftale, hvor kunden betaler en fast rente til banken, som til gengæld betaler CIBOR til kunden. Det fjerner kundens eksponering mod CIBOR, idet kunden både modtager og betaler CIBOR. Banken modtager under swaftalen en fast rente og betaler CIBOR, hvorved banken er eksponeret mod udsving i CIBOR.
- 3) Banken vælger at afdække sin eksponering mod CIBOR ved at indgå endnu en swaftale med en modpart på det europæiske EURIBOR-marked. Her betaler banken en fast rente og modtager EURIBOR.
- 4) Bankens betalingsstrømme: Banken *modtager* en *fast rente* under swaftalen med kunden og *betaler* en *fast rente* under swaftalen på det europæiske marked – disse betalinger udligner omtrent hinanden. Dertil betaler banken CIBOR på kundeswappen og modtager EURIBOR på den europæiske swap. Banken står dermed tilbage med en nettoeksponering mod spændet mellem CIBOR og EURIBOR, som er en forholdsvis beskeden risiko, idet forskellen mellem de to renter typisk er relativt stabil og begrænset grundet den danske fastkurspolitik overfor euroen.

#### 4.2. Status for EURIBOR

Det Europæiske Værdipapir- og Markedstilsyn, ESMA, der fører tilsyn med EURIBOR's administrator, har offentligt tilkendegivet, at EURIBOR ikke forventes at ophøre inden for en overskuelig fremtid. EURIBOR står dermed aktuelt til at fortsætte. En proces for CIBOR, der er koordineret med EURIBOR – som fremhævet i nogle bankers svar – vil således i givet fald skulle afvente en nærmere beslutning i euroområdet.

### 5. Konklusion og Finanstilsynets videre tilgang

Overgangen fra skønsbaserede internationale referencerenter er fremskredt. EONIA er udfaset og LIBORs i alle valutaer er ophørt i normal form. Det er Finanstilsynets vurdering, at danske gruppe-1 banker har igangsat tilstrækkelige tiltag og processer til at håndtere de tilhørende risici. Der er også gjort vigtige fremskridt i Danmark med overgangen til transaktionsbaserede referencerenter. Det gælder bl.a. opbygningen af markedet og infrastrukturen for DESTR samt udformningen af tilbagefaldsklausuler, som styrker forudsætningerne for at kunne udfase den skønsbaserede CIBOR-rente.

Samtidig er DESTR-markedet stadig begrænset, og sektoren er ikke begyndt at nedbringe sine eksponeringer overfor CIBOR nævneværdigt. Endelig hænger en overgang fra CIBOR sammen med den videre proces for udfasningen af EURIBOR, som der aktuelt ikke foreligger nogen planer om. En succesfuld overgang fra CIBOR forudsætter samtidig, at aktiviteten og likviditeten i DESTR-baserede produkter opbygges og udvikles yderligere.

Finanstilsynet finder det vigtigt, at de danske aktører er tilstrækkeligt forbedrede på håndteringen af en potentiel udfasning af CIBOR (herunder fastsættelse af tilbagefaldsklausuler i kontrakter) og fortsætter arbejdet med dette.

Finanstilsynet støtter de gennemførte og igangværende tiltag til at opbygge DESTR-markedet, at integrere DESTR i CITA-renten og udpege DESTR som tilbagefaldsklausul for en række CIBOR-produkter. Det er centralt, at den finansielle sektor fortsætter dette arbejde med at øge anvendeligheden og brugen af DESTR.

Finanstilsynet vil fortsat følge brugen af danske referencerenter og arbejdet med at udvikle DESTR, bl.a. gennem fortsat dialog med aktører i sektoren og overvågning af data for brugen af referencerenter. Formålet vil bl.a. være at identificere og håndtere praktiske udfordringer ved at anvende DESTR, herunder udvikling og brug af terminsrenter baseret på DESTR og anvendelse af DESTR som tilbagefaldsrente.

Endelig vil overgangen til transaktionsbaserede renter internationalt fortsat bidrage med erfaringer, der kan informere kommende beslutninger i Danmark i forhold til tidsrammer, tilbagefaldsklausuler, kommunikation mv. Det gælder



ikke mindst euroområdet beslutninger om EURIBOR, herunder arbejdet med tilbagefaldsklausuler, hensyn til samspillet med CIBOR, og udviklingen i likviditeten i €STR-markedet, som alternativ til EURIBOR.