



BANK OG FINANS Q&A: LIBOR - ENDEN ER NÆR?

December 2017

PLESNER



Introduktion

Side 1

Q&A: LIBOR - enden er nær

Side 2

Kontakt

Side 5

BANK OG FINANS Q&A

LIBOR - enden er nær?

Q&A

Plesners Bank og Finans Q&A sætter fokus på aktuelle emner inden for bank- og finansiering i form af Q&A.

Dette "Bank og Finans Q&A" sætter fokus på referencerenten LIBOR, som ser ud til at gå en usikker fremtid i møde. Afsættet er en tale, som Andrew Bailey, Chief Executive for det britiske finanstilsyn (Financial Conduct Authority), gav den 27. juli 2017 med titlen *The future of LIBOR* ([se talen på FCA's hjemmeside](#)). Med talen blev der sat fornyet fokus på LIBORs fremtid, eller rettere, mangel på samme, idet talen kan vise sig at blive den endelige "dødsdom" over LIBOR, som vi kender den i dag.

Usikkerheden omkring LIBORs fremtid rejser mange spørgsmål, ikke mindst i relation til de praktiske konsekvenser for både eksisterende og fremtidige låneaftaler, obligationsvilkår, derivater og andre finansielle kontrakter, der anvender LIBOR som referencerente. Hertil kommer, at EU's nye benchmarkforordning fra 1. januar 2018 vil stille krav til banker og andre tilsynsbelagte enheder, som benytter LIBOR, om at have robuste skriftlige planer i tilfælde af væsentlige ændringer eller ophør af LIBOR samt sørge for, at disse planer afspejles i deres kontraktforhold med klienter.

Plesners Bank og Finans team søger at besvare nogle af de centrale og kommercielt afgørende spørgsmål om LIBORs fremtid i dette Q&A.

Alle er meget velkomne til at kontakte os, hvis I har yderligere spørgsmål eller har brug for rådgivning vedrørende LIBOR.

Anne Cathrine (AC) Ingerslev
ac@plesner.com

Thomas Maaberg Hansen
tmh@plesner.com

Q&A: LIBOR - ENDEN ER NÆR?

Hvad er LIBOR?

LIBOR står for "London Interbank Offered Rate" og er en referencerente, der indikerer den gennemsnitlige rente, som banker skal betale for usikret funding i Londons interbankmarked. LIBOR anvendes som referencerente i finansielle kontrakter på global basis, herunder derivater, obligationer, syndikerede lån, ejendoms lån, forbrugslån m.v. LIBOR er også skrevet ind i standarddokumenter, herunder derivatdokumentation produceret af ISDA og lånedokumentation produceret af LMA. LIBORs udbredelse er svær at overvurdere - det anslås, at den nominelle værdi af udestående finansielle kontrakter med LIBOR som referencerente er på flere hundrede billioner US dollars.

Hvordan fastsættes LIBOR?

LIBOR administreres af ICE Benchmark Administration (IBA). IBA producerer LIBOR for fem valutaer (CHF, EUR, GBP, JPY og USD) og med syv løbetider for hver, dvs. at der hver handelsdag produceres i alt 35 LIBOR renter. For hver valuta har IBA et panel af banker, som afgiver quotes på den rente, de mener at kunne låne til i Londons interbankmarked i relation til den givne valuta og løbetid. IBA beregner de endelige LIBOR renter som et "trimmet" aritmetisk gennemsnit af panelbankernes quotes, idet der ses bort fra de 25% højeste og de 25% laveste quotes ([se IBA's hjemmeside for nærmere oplysninger om beregningen af LIBOR](#))

Hvad sagde FCA i talen om LIBORS fremtid?

Budskaberne i Andrew Baileys tale kan sammenfattes i tre hovedpunkter:

1. FCA finder, at LIBOR i sin nuværende form ikke er levedygtig;
2. FCA vil derfor stoppe med at understøtte LIBOR ved udgangen af 2021; og
3. FCA opfordrer markedets aktører til allerede nu at udvikle og planlægge overgangen til alternative referencerenter til afløsning af LIBOR.

Brugen af LIBOR kom under pres i kølvandet på finanskrisen og afsløringerne af omfattende manipulation med referencerenten. Et uafhængigt review nedsat af den britiske regering afgav i 2012 en rapport (*The Wheatley Review of LIBOR: final report*), som konkluderede, at LIBOR skulle bibeholdes, men at der var behov for reformtiltag. Med afsæt i rapportens anbefalinger er der sidenhen gennemført en række reformer for at forbedre kvaliteten og genskabe tilliden til LIBOR. I februar 2014 blev administrationen af LIBOR således flyttet fra brancheorganisationen British Bankers' Association til en uafhængig administrator, IBA. Siden april 2013 har FCA reguleret LIBOR og ført tilsyn med både LIBORs administrator og panelbankerne.

Et centralt ønske i reformerne har været i højere grad at basere LIBOR på aktuelle transaktioner. Men det har vist sig vanskeligt i praksis som følge af en generel og vedblivende mangel på aktivitet i det marked for usikret långivning mellem banker, som LIBOR søger at måle prisen på. Til illustration nævnte Andrew Bailey i talen, at for en given kombination af valuta og løbetid, som panelbanker afgav LIBOR quotes på hver eneste handelsdag i 2016, var der imellem de pågældende banker kun 15 aktuelle transaktioner i hele 2016, som de potentielt kunne basere deres quotes på.

Den sparsomme aktivitet i Londons interbankmarked betyder, at panelbankerne til dels er nødt til at basere deres quotes på skøn. Det rejser ifølge FCA et alvorligt spørgsmål om LIBORs levedygtighed: Hvis der ikke findes et aktivt underliggende marked, hvordan kan LIBOR da på meningsfuld vis måle prisen på transaktioner i dette marked?

Hertil kommer, at panelbankerne i stigende grad er ukomfortable med at afgive quotes, når de ikke har reelle handler, hvorpå de kan basere (og retfærdiggøre) deres quotes. Risikoen for, at en eller flere banker trækker sig fra LIBOR-panelerne er i sig selv en trussel mod LIBORs levedygtighed.

Andrew Bailey påpeger i talen, at FCA i de seneste år har brugt meget tid på at overtale panelbanker til at fortsætte med at afgive quotes for dermed at understøtte LIBORs robusthed. FCA har også under gældende regulering mulighed for at "tvinge" banker til at deltage i LIBOR-paneler, hvis det skulle blive nødvendigt.

FCA finder, at det er både uholdbart og uhen-sigtsmæssigt for markedets aktører at benytte en referencerente, som ikke hviler på et aktivt underliggende marked. FCA ønsker derfor ikke at blive ved med at understøtte LIBOR for evigt. I erkendelse af, at en overgang til alternative referencerenter vil tage tid, sætter FCA en "udløbsdato" mod udgangen af 2021. Ved at sætte en klar udløbsdato ønsker FCA at tilskynde markedets aktører til allerede nu at på-begynde arbejdet med at udvikle og planlægge overgangen til alternative referencerenter, som til forskel fra LIBOR er solidt baseret på faktiske transaktioner frem for skøn.

Efter talen bekendtgjorde FCA den 24. november 2017, at FCA har indgået aftale med alle de nuværende panelbanker, hvorefter de vil fortsætte med at afgive LIBOR quotes indtil udgangen af 2021 ([se pressemeddelelse her](#)).

Er talen med sikkerhed en "dødsdom" over LIBOR?

Det korte svar er nej. Selvom FCA ikke vil understøtte LIBOR efter 2021, er der i princippet ikke noget til hinder for, at IBA kan fortsætte med at producere LIBOR. Det vil imidlertid kræve, at panelbankerne er, og vedbliver med at være, villige til at afgive quotes på frivillig basis. Markedets aktører vil således ikke længere have en "garanti" for, at LIBOR produceres.

Hvad er alternativet til LIBOR?

Det er det store spørgsmål til flere hundrede milliarder US dollars!

Der findes ikke ét klart alternativ til LIBOR. På området for finansielle derivater er der dog allerede påbegyndt en udvikling af "risikofrie" renter, som kan afløse LIBOR. De væsentligste er for USD den såkaldte Broad Treasuries Repo Financing Rate (**BTRFR**) og for GBP den såkaldte Sterling Over-Night Index Average Rate (**SONIA**).

I USA har Alternative Reference Rates Committee anbefalet BTRFR som det foretrukne alternativ til LIBOR for USD derivater og andre finansielle kontrakter ([se pressemeddelelse her](#)). BTRFR udtrykker prisen på "overnight" lån mod sikkerhed i amerikanske statsobligationer. Til forskel fra LIBOR er BTRFR robust baseret på transaktioner, idet der er tale om et underliggende marked med en gennemsnitlig daglig handelsvolumen på flere hundrede milliarder US dollars. BTRFR er dog muligvis ikke et brugbart alternativ for alle typer af finansielle transaktioner, herunder fx obligationer og syndikerede lån. Et af de potentielle problemer er, at BTRFR er en "overnight" rente, som derfor må omregnes for at generere fx en tre-måneders rente. En "bagudskuende" omregnet BTRFR er muligvis ikke et ideelt alternativ til den "fremadskuende" LIBOR. Dertil kommer, at BTRFR er en "risikofri" rente og derfor lavere end den nuværende LIBOR, som baseres på usikret långivning mellem banker med den konsekvens, at LIBOR også inkluderer en præmie for kreditrisiko.

I Storbritannien har Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates tilsvarende anbefalet SONIA som det foretrukne alternativ til LIBOR for GBP derivater og andre finansielle kontrakter ([se pressemeddelelse her](#)). Som BTRFR er SONIA en "overnight" rente, men modsat BTRFR baseret på usikrede transaktioner.

Hvordan skal henvisninger til LIBOR i eksisterende finansielle kontrakter forstås efter 2021, hvis LIBOR forsvinder?

Det er ikke muligt at besvare dette spørgsmål generelt, da det vil bero på en konkret fortolkning af den enkelte kontrakt, hvor lovvalget og andre omstændigheder også kan spille ind på fortolkningen.

Det er dog værd at bemærke, at kontrakter baseret på fx ISDA eller LMA standarddokumentation ofte vil indeholde visse "fallbacks" for det tilfælde, at LIBOR ikke er tilgængelig. LMAs standard låneaftaler giver således mulighed for at anvende bl.a. historiske LIBOR renter, en rente baseret på quotes fra visse referencebanker og/eller de långivende bankers rapporterede fundingomkostninger. Fælles for disse fallbacks er imidlertid, at de er udformet med henblik på en situation, hvor LIBOR midlertidigt ikke er tilgængelig. De er derimod næppe holdbare løsninger, hvor LIBOR fuldstændigt forsvinder.

Bør der tages højde for LIBORS usikre fremtid i nye finansielle kontrakter?

Selvom det kan være vanskeligt at pege på et brugbart alternativ til LIBOR på nuværende tidspunkt, kan der være god grund til at adressere det mulige ophør af LIBOR i finansielle kontrakter fremadrettet, i hvert fald hvor løbetiden rækker ud over 2021. Det kan herunder bl.a. overvejes, på hvilke vilkår kontrakten skal kunne ændres med henblik på at substituere LIBOR med en anden referencerente. Spørgsmålet bør overvejes set i lyset af den konkrete transaktion og parternes kommercielle ønsker. Banker og andre tilsynsbelagte enheder bør endvidere overveje betydningen af EU's nye benchmarkforordning, se herom nedenfor.

Hvilken betydning har EU's benchmarkforordning?

Den 1. januar 2018 træder EU's nye benchmarkforordning i kraft ([Europa-Parlamentets og Rådets forordning \(EU\) 2016/1011 af 8. juni 2016](#)). Forordningen regulerer primært administratorer af, og bidragsydere til, benchmarks, herunder bl.a. LIBOR. Enkelte af forordningens bestemmelser finder endvidere anvendelse på brugere af benchmarks. Særligt bestemmelserne i forordningens artikel 28 påkalder sig opmærksomhed i relation til LIBORs potentielle ophør.

Benchmarkforordningens artikel 28 regulerer ændring og ophør af et benchmark. Mens artikel 28(1) regulerer administratorer af benchmarks, stiller artikel 28(2) krav til banker og andre tilsynsbelagte enheder, som benytter benchmarks. Bestemmelsen kræver, at de udarbejder og vedligeholder "robuste skriftlige planer", der beskriver de foranstaltninger, de træffer, hvis et benchmark ændres væsentligt eller ikke længere leveres. Såfremt det er muligt og hensigtsmæssigt, skal sådanne planer udpege et eller flere alternative benchmarks, der kan bruges som reference i stedet for benchmarks, der ikke længere leveres, og angive, hvorfor sådanne benchmarks ville være egnede alternativer.

Der stilles endvidere krav om, at disse planer og eventuelle ajourføringer på anmodning fremlægges for den relevante kompetente myndighed, og at de afspejles i kontraktforhold med klienter.

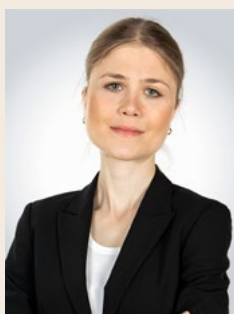
Banker og andre tilsynsbelagte enheder bør således overveje, om de i den konkrete situation "benytter" et benchmark i benchmarkforordningens forstand med den konsekvens, at artikel 28(2) finder anvendelse. Et eksempel kunne efter omstændighederne være udstedelse af en variabelt forrentet obligation baseret på LIBOR eller en anden referencerente, hvor obligationsdokumentationen i fornødent omfang vil skulle adressere et potentielt ophør eller væsentlig ændring af den pågældende referencerente.

KONTAKT

Alle er meget velkommen til at kontakte os, hvis I har yderligere spørgsmål eller har brug for rådgivning vedrørende LIBOR.

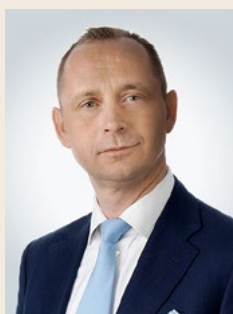


Læs mere om Plesners
Bank og Finans team på
Plesners hjemmeside



Anne Cathrine (AC)
Ingerslev
advokat, partner

ac@plesner.com
D: +45 36 94 11 49
M: +45 30 68 01 56



Thomas Maaberg
Hansen
advokat, partner

tmh@plesner.com
D: +45 36 94 13 42
M: +45 30 93 71 14

