



BAHR

Bortfall av LIBOR som referanserente i låneforhold

– hvilke endringer gjøres nå, og hvorfor?

BAHR

Advokatfirmaet BAHR AS

Versjon 1

Publisert 30.04.2021

1. Innledning

I dette bakgrunnsnotatet ser vi på konsekvensene av det besluttede bortfallet av LIBOR som referanserente i låneavtaler. Dette vil medføre endringer i regulering av bankers innlånskostnader (den såkalte «funding»-kostnaden) i låneavtaler, hvor partene heretter må gå bort fra å bruke terminrenten LIBOR som grunnlag for bankens lånekostnader, og erstatte denne med en antatt tilnærmet risikofri døgnlånsrente. Overgangen starter nå med bortfallet av LIBOR, og kommer til å medføre et stort skifte i markedspraksis for finansnæringen internasjonalt. Selv om det ikke er tatt noen tilsvarende beslutning om bortfall av andre terminrenter som for eksempel EURIBOR for EUR og NIBOR for NOK, må også dette forventes å følge etter. Finansnæringen er dermed på vei inn i en overgangsperiode som kommer til å strekke seg over flere år. Målsetningen fra regulatoriske myndigheter er at aktørene i fremmedkapitalmarkedene skal basere fremtidige låneavtaler på en referanserente for bankers innlånskostnader som både gir et mer pålitelig måltall for faktiske innlånskostnader, og som samtidig sikrer en bedre kapitalflyt mellom långivere i kapitalmarkedet.

2. Bakgrunnen for endringen

Banker har som forretningsmodell å låne ut penger som de i hovedsak først har lånt inn fra andre. Sammensetningen av finansieringskildene for kapitalen som lånes ut vil derfor variere fra bank til bank, basert på andel innskudd fra kunder, egenkapital, ansvarlig lånekapital og annen, innlånt kapital. Sistnevnte kategori vil ofte utgjøre bankenes marginale innlånsrente for nye utlån, og blir således sentral for prissetting av nye utlån. Bankenes viktigste kapitalkilde for ordinære innlån er det såkalte interbank eller IBOR-markedet (av *Inter Bank Offered Rate*). Interbank-markedet for ulike valutaer fungerer slik at banker som har likviditet til overs, kan låne ut penger til andre banker som trenger mer penger for å dekke sine løpende kapitalbehov. IBOR-rentene er dermed den prisen bankene i det aktuelle markedet tar for å låne ut penger til andre banker for ulike valutaer i det samme markedet. De største av disse markedene er London-markedet (LIBOR). I de ulike IBOR-markedene lånes pengene ut på termin, med ulik pris for ulike løpetider som kan være opp til ett år frem tid. De vanligst løpetidene er imidlertid tre- og seks måneders rente.

Det er viktig å merke seg at IBOR-renter har alltid vært et gjennomsnitt av antatte, og ikke faktiske, innlånskostnader fra et utvalg av panelbanker for den aktuelle valutaen. De ulike IBOR-rentene har således aldri vært faktiske, observerte renter. Med tilbudte renter menes at panelbankene melder inn hvilke renter de tror at de kan finansiere sitt innlån til fra andre banker i ulike valutaer og med forskjellige løpetider. At det ikke har vært reelle transaksjoner som ligger til grunn for rentene, har skapt problemer tidligere.

For eksempel avdekket den såkalte «LIBOR-skandalen» for noen år tilbake at enkelte panelbanker hadde meldt inn en – for dem selv – gunstig LIBOR-rente til panelet på strategiske tidspunkt hvor bankene hadde posisjoner som gjorde at de kunne tjene på om renten gikk opp eller ned. Om man skal unngå lignende problemer i fremtiden, bør således funding-rentene baseres på observerte transaksjoner i et ekte marked. Et annet problem så man under finanskrisen i 2008–09, hvor interbankmarkedet rett og slett «tørket ut». Dette skjedde fordi banker ikke lenger stolte på hverandres kredittverdighet, og derfor ikke ville gi løpende lån med kredittrisiko til hverandre. En løsning på dette er å basere seg på en referanserente som er tilnærmet risikofri, slik at renten bare påvirkes av tilbud og etterspørsel etter likviditet og ikke med store risikopåslag basert på frykt for konkurser i banksektoren.

3. Det nye systemet – overgang til observerte, risikofrie referanserenter

Et nytt og fremtidsrettet referanserentesystem for finansielle kontrakter, bør altså sikre at referanserentene både er tilnærmet risikofrie samt observerbare i et faktisk marked slik at man får et robust mål for den virkelige fundingkostnaden i interbank-markedet. De risikofrie rentene som banker måles på må av denne grunn være helt kortsiktige overnattrenter, slik at risikoen for at banken går konkurs nærmest kan ses bort fra (om ikke annet fra et praktisk perspektiv). Risikofrie overnattrenter mellom banker blir derfor også benevnt som *Risk Free Rates* (RFR).

Det er allerede etablert slike risikofrie referanserenter til de største valutaene, basert på observerte overnattrenter i ulike valutaer for utlån mellom banker. Alle disse markedene fungerer litt ulikt, vi skal ikke gå i detaljer på hvordan dette rent faktisk er løst ut over å referere de ulike rentene kort nedenfor:

- RFR for GBP blir **SONIA** (Sterling OverNight Index Average) som kvoterer av Bank of England.
- RFR for USD blir **SOFR** (Secured Overnight Financing Rate) som kvoterer av Federal Reserve Bank of New York (én av de 12 medlemsbankene i det amerikanske Federal Reserve-systemet, hvor hver medlemsbank er regulator for bankene i sitt distrikt). Merk at dette er en sikret overnattrente, hvor man må deponere amerikanske statsobligasjoner som sikkerhet for å kunne låne penger i interbank-markedet.
- RFR for EUR blir **€STR** (Euro Short-Term Rate) som kvoterer av den Europeiske Sentralbanken (ECB).
- RFR for NOK blir **NOWA** (Norwegian Overnight Weighted Average) som kvoterer av Norges Bank. NOWA er en usikret overnattrente, på linje med SONIA og €STR (men til forskjell fra SOFR og også sveitsiske SARON (Swiss Average Rate Overnight) som begge er sikrede renter).

Regulatoriske myndigheter har jobbet med en overgang fra IBOR-baserte renter til RFR i flere år allerede, og Storbritannias Financial Conduct Authority (FCA) varslet den 5. mars 2021 endelig sluttdato for kvotering av 35 ulike LIBOR-referanserenter som i dag administreres av ICE Benchmark Administration som regulator under tilsyn av FCA. For EURIBOR og NIBOR har man som tidligere nevnt ennå ikke konkludert med om disse faktisk kommer til å bortfalle. Det er imidlertid nærliggende å tro at en beslutning om at også disse IBOR-rentene vil følge etter LIBOR, og gradvis gå over til RFR vil bli tatt om ikke altfor lenge.

4. Hvilke IBOR-renter er det fastslått at bortfaller og når skjer dette?

De viktigste LIBOR-rentene som det nå er varslet at kommer til å falle bort er:

- Alle EUR-renter kvotert i LIBOR (men ikke EURIBOR) bortfaller etter 31. desember 2021
- Alle CHF-renter kvotert i LIBOR bortfaller etter 31. desember 2021
- GBP-renter kvotert i LIBOR må forutsettes bortfalt etter 31. desember 2021, selv om det arbeides med å fortsette en «syntetisk» kvotering for noen gjenværende GBP-løpetider (blant annet 3 mnd. LIBOR for GBP)
- Overnatt og 12 mnd. USD-renter kvotert i LIBOR bortfaller etter 30. juni 2023
- Det må forventes at øvrige terminer for USD-renter kvotert i LIBOR også vil bortfalle, selv om «syntetiske» kvoterings vil fortsette også etter 30. juni 2023

Alle markedsaktører med låneavtaler hvor LIBOR benyttes som referanserente må således allerede nå begynne å forberede seg på hvilke tilpasninger som må gjøres dersom låneavtalen gjelder beløp denominert i GBP og har en løpetid ut over 31. desember 2021, eller er denominert i USD og har en løpetid ut over 30. juni 2023.

5. Hvordan justerer man fra IBOR til RFR i låneavtaler?

RFR er som vi har sett risikofrie overnattrenter for lån mellom banker, mens IBOR er renten for mer langsiktige lån mellom banker (hvor 3 og 6 måneder er de vanligste IBOR-løpetidene). Ettersom en banks finansielle stilling kan endre seg vesentlig på 3 til 6 måneder, vil IBOR-rentene alltid inneholde et kredittrisikopåslag over risikofrie renter. I skrivende stund er for eksempel 3-måneders NIBOR 0,30%, mens NOWA er 0,00%, altså helt identisk med Norges Banks styringsrente som også er 0%.

Alle låneavtaler med flytende rente i det syndikerte bankmarkedet og obligasjonsmarkedet bruker i dag IBOR som referanserente, som skal representere långiverens innlånskostnad. På toppen av dette legges det på en fremforhandlet margin, som vil være bankens fortjeneste ut over referanserenten. Marginen er som oftest fast i lånets løpetid, mens den underliggende referanserenten vil variere.

Når man nå skal gjennomføre en overgang fra IBOR til RFR, som er risikofri og uten kredittrisikopåslag, må man finne en måte å justere for dette i låneavtalene slik at den opprinnelig avtalte økonomiske risikofordelingen mellom partene blir så lite påvirket som mulig. RFR må derfor justeres med en såkalt *Credit Adjustment Spread*, eller CAS, og partene må bli enige om en ny renteberegning hvor begge er noenlunde tilfredse med at:

IBOR + Margin

=

RFR + Credit Adjustment Spread (CAS) + Margin

Et sentralt kommersielt spørsmål i overgangen fra låneavtaler med IBOR som referanserente til RFR, blir derfor hvordan man finner justeringselementet – Credit Adjustment Spread – som skal kompensere långiverne for bortfallet av kredittrisikopåslag i fundingrenten.

6. Hvordan enes om «riktig» *Credit Adjustment Spread*?

Det finnes naturligvis ingen fasit på dette, bortsett fra det åpenbare utgangspunktet om at partene må forsøke å videreføre den økonomiske fordelingen som opprinnelig lå i den IBOR-baserte låneavtalen også etter at man har gått over til RFR. Dette er naturligvis lettere sagt enn gjort, men den metoden som ser ut til å få størst aksept i markedet er å basere seg på en eller annen form for observerbare differanser i markedsverdier mellom de to rentene som den beste tilnærmingen til en Credit Adjustment Spread. FCA har sagt det slik:

Substantial consensus has been established across multiple jurisdictions that a fair way to approximate the expected future difference between LIBOR and risk-free rates (RFRs) such as SONIA, from the point that LIBOR can no longer be published on a representative basis or ceases, is to take a historical median of that difference. The median will sometimes be below or above the actual market prices on any given day prior to LIBOR ceasing. (...) As set out previously, LIBOR transition should not be used to move customers with continuing contracts to replacement rates that are expected to be higher than LIBOR would have been.

Ved å bruke enten medianverdien eller et gjennomsnitt for et langt tidsrom tilbake i tid, for eksempel 5 år tilbakeskuende, så unngår man altså at ekstreme utslag i differansen mellom de to rentene påvirker observasjonen altfor mye i den ene eller

andre retningen (ref. for eksempel bevegelsene i markedet ved utbruddet av Covid-19).

Ettersom derivatmarkedet er verdens største finansmarked med LIBOR-linkede kredittprodukter, har International Swap Dealers' Association (ISDA) brukt mye tid på spørsmålet om hva som vil utgjøre riktig Credit Adjustment Spread. Historisk median tilbakeskuende for de siste 5 årene er én av tilnærmingene som er foreslått av ISDA, og den som virker å ha fått mest gjennomslag så langt. Bloomberg har startet kvotering av 5-års historisk median mellom LIBOR og ulike RFR, for ulike løpetider som 1, 3 og måneders renteperioder, slik at tallgrunnlag for bruk av denne tilnærmingen allerede er løpende tilgjengelig i markedet. Arbeidsgruppa for NOWA har også anbefalt en tilnærming hvor man ser på 5-årig historisk median for differansen mellom NIBOR og NOWA for fastsettelse av Credit Adjustment Spread (dersom NIBOR skulle falle bort i fremtiden).

7. Hvordan beregnes lånerenter basert på RFR sammenlignet med IBOR?

Et mer teknisk utfordrende punkt, som også har blitt mye utredet i forbindelse med overgangen til RFR, er hvordan rentene rent teknisk skal beregnes for å kunne sammenlignes med dagens IBOR.

Utgangspunktet for beregningen av IBOR-renter er som kjent at renter opparbeides gjennom en renteperiode og betales på renteperiodens siste dag. Har man for eksempel valgt en tre måneders renteperiode i LIBOR, så betales påløpte renter på lånet etter tre måneder, og beregningen starter deretter på nytt for en ny 3-måneders LIBOR periode. Også ved overgangen til RFR er det meningen at man skal regne renter for en avtalt renteperiode på for eksempel tre måneder, og betale renter ved utløpet av den avtalte renteperioden. RFR er imidlertid overnattrenter som regnes fra dag til dag, og dermed ikke sammenlignbar med for eksempel en 3-måneders IBOR. Spørsmålet blir derfor hvordan man kan komme frem til sammenlignbare tall som de man allerede har for IBOR-rentene.

Alle IBOR-renter er fremoverskuende renter, slik at man vet på renteperiodens første dag hvilken rente som gjelder i hele den valgte renteperioden og som forfaller til betaling på renteperiodens siste dag. RFR-renter kvoterer imidlertid i et faktisk marked og varierer fra dag til dag, og man vet derfor ikke hvilken rente man skal betale før renteperioden utløper. Dette skaper naturligvis administrative utfordringer, ved at banker trenger litt tid på å observere rentene i markedet og få sendt ut krav om betaling av renter før renteperioden utløper og rentene forfaller til betaling. Problemet løses med en såkalt «lookback», ved at rentene fastsettes på bakgrunn av en observasjonsperiode som både starter og utløper før selve renteperioden. For SOFR og SONIA er det anbefalt en «lookback» periode på 5 bankdager, med andre ord starter observasjonsperioden 5 bankdager før renteperioden starter, og utløper 5 bankdager før renteperioden utløper.

Ettersom RFR er faktiske renter som kvoterer i markedet, har man observasjoner for hver bankdag i den aktuelle perioden, men ikke på fridager som lørdager, søndager, bevegelige helligdager og andre offentlige høytidsdager. På disse fridagene legges sist kvoterte rente til grunn for renteberegningen. Men antall fridager kan være ulikt i observasjonsperioden sammenlignet med den faktiske renteperioden, så hvilke renter skal da legges til grunn for hvor mange fridager? Her er det to måter å regne på: Enten beregner man renten ved å legge til grunn antall fridager i observasjonsperioden, selv om renten skal beregnes for den etterfølgende renteperioden. Denne metoden kalles for «lookback with observation shift» (renteberegningen for renteperioden har fått et *observation shift* tilbake til antall fridager i observasjonsperioden). Dersom man bruker antall fridager i selve renteperioden når renten beregnes, selv om man benytter rentene fra en forutgående observasjonsperiode, blir altså renteberegningen gjort som en «lookback without observation shift». Det økonomiske resultatet vil i store trekk gå ut på det samme, men arbeidsgruppa for endring av LIBOR for GBP har anbefalt at man bruker «lookback without observation shift» som preferert beregningsmetode. Ettersom GBP-skiftet er «først ut av startblokk», kan det derfor være at «lookback without observation shift»-metodikken nå ser ut til å etablere seg som den vanligste løsningen.

8. Hva bør man gjøre nå?

Alle som har låneavtaler hvor renten fastsettes basert på LIBOR-fundingkostnad, vil måtte forberede seg på en henvendelse fra banken i nær fremtid om å diskutere endringer i avtalen knyttet til ny referanserente (om en slik henvendelse ikke har kommet allerede). Årsaken er at bankene nå får regulatoriske krav som gjør at de må begynne å implementere endringene i de valutaene hvor LIBOR er benyttet som referanserente. Det er likevel viktig å huske at det økonomiske innholdet i avtalen skal forbli uendret etter at man endrer referanserente fra LIBOR til RFR. Selve beregningsmetodikken for rentene er imidlertid mye mer komplisert for RFR enn for LIBOR-renter, noe som vil gjøre det vanskeligere å beregne lånerenter fremover (og særlig for låntakere som ikke har tilgang til samme programvare for renteberegning som det bankene sitter på).

En huskeliste for banker og låntakere som skal se på en overgang fra LIBOR til RFR i låneavtaler i løpet av 2021 kan være som følger:

- Se på hvilke valutaer som faktisk må endres til RFR nå, og vurdere om andre valutaer kan eller bør vente til et avtalt fremtidig tidspunkt for en slik overgang.
- For valutaer hvor fundingrenten endres fra LIBOR til RFR enten nå eller på et fastsatt senere tidspunkt, må man enes om hvilken Credit Adjustment Spread som skal benyttes og om den skal fastsettes allerede nå eller på det fremtidige endringstidspunktet.

- Låntakere som også har derivater linket opp til LIBOR bør allerede nå snakke med banken om hvordan man best kan samkjøre endringene som etter hvert må gjøres i låneavtalene med tilsvarende endringer som må gjøres i derivatkontraktene.
- Betalingsrutinene må gås opp. I dagens system vet låntakerne allerede ved starten av hver renteperiode hvilket beløp som skal betales til banken ved utløpet av renteperioden – for eksempel tre måneder senere. Under det nye systemet vil man få en kortere betalingsfrist, og låntakerne må ta hensyn til dette i sin likviditetsstyring og rapporteringsrutiner.
- Mange konsern har også inngått ulike konserninterne låneavtaler hvor den konserninterne lånerenten er fastsatt basert på relevant IBOR pluss en margin. For konsern som har slike låneavtaler basert på LIBOR, bør man i løpet av 2021 også se på hvordan disse avtalene best kan endres for å fremdeles sikre en armlengdes lånerente mellom konsernselskapene.

Kontaktdetaljer:

Ved spørsmål eller kommentarer til dette heftet, eller behov for rådgivning, vennligst ta kontakt med:



Audun Nedrelid
Partner

M: 928 813 89
E: aun@bahr.no



Richard Sjøqvist
Partner

M: 952 03 755
E: ric@bahr.no



Magnus Tønseth
Partner

M: 917 17 213
E: magto@bahr.no



Markus Nilssen
Partner

M: 900 64 626
E: marni@bahr.no



Ida Marie Windrup
Partner

M: 922 06 435
E: ida@bahr.no



Rolf Johan Ringdal
Partner

M: 400 63 333
E: rjr@bahr.no

This image shows a single sheet of white paper with horizontal ruling lines. The lines are evenly spaced and run across the width of the page. There are no margins, text, or other markings on the paper.



VIKTIG INFORMASJON:

Innholdet i dette heftet er kun ment som generell informasjon, og skal verken erstatte eller anses som juridisk rådgivning. Innholdet er forenklet og er ikke tilpasser den enkelte mottakers situasjon. Advokatfirmaet BAHR AS tar ikke ansvar for eventuelle feil eller mangler i heftet, eller beslutninger som helt eller delvis er basert på innholdet i heftet.