

IBOR-REFORMEN ALS ERZWUNGENE CHANCE

Das Universum umbauen

Spätestens mit der Lehman-Krise und dem LIBOR-Skandal kam einer der zentralen Taktgeber des internationalen Finanzsystems aus dem Tritt: das Universum der Referenzzinsen. Die Finanzindustrie steht nun vor der anspruchsvollen Aufgabe, dieses Universum umzubauen – wohlgernekt bei laufendem Betrieb. Wir möchten hier einen Diskussionsbeitrag liefern, der der Frage nachgeht, welches Zielbild im Rahmen dieser erzwungenen Chance erreicht werden kann bzw. sollte.

ine der folgenschwersten Reformen der letzten zehn Jahre rückte erst jüngst in das Zentrum allgemeiner Aufmerksamkeit: Mittels der zentralen Verordnung 2016/1011 (der sogenannten Benchmark-Verordnung), die seit dem 1. Januar 2018 gilt, soll in der EU sichergestellt werden, dass bereitgestellte und verwendete Referenzzinssätze zukünftig robust, zuverlässig und für den angestrebten Einsatzzweck geeignet sind. In Kombination mit verwandten internationalen Bestrebungen wurde letztlich mit regulatorischen Mitteln erreicht, dass das aktuelle Universum der Referenzzinsen grundlegend umgestaltet werden muss.¹

Hierbei wurde jedoch nicht festgelegt, wie ein zukünftiges Universum an Referenzzinsen aussehen könnte und konsequenterweise ebenso wenig, wie der Wechsel vom aktuellen Universum in das zukünftige gestaltet werden soll.

Das neue Universum sowie der Wechsel sollen nach der Vorstellung von Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden im Wesentlichen durch die Marktteilnehmer selbst definiert, erschaffen und durchgeführt werden – eine Aufgabe, der sich die im Kern privatwirtschaftlichen Arbeitsgruppen der Finanzindustrie aktuell annehmen.

Der Umsetzungsstand hängt hierbei vom konkreten Referenzzins ab, eine grobe Skizze des Weges findet sich in der Abbildung ► 1.

Tragweite und Ernsthaftigkeit der Aufgabe sind unbestreitbar. Es ist bereits bei oberflächlichem Blick zu erkennen, dass Geldwerte von vielen hundert Milliarden Euro, US-Dollar usw. in vielen Millionen an Einzelverträgen, die auf einschlägige Referenzzinssätze verweisen, betroffen sind.

Was ist konkret zu tun?

Für jeden betroffenen Referenzzins sind im Wesentlichen die gleichen Schritte zu prüfen bzw. durchzuführen (siehe dazu auch ► 2 für eine schematische Darstellung):

- ▷ Reform der Methodologie des Referenzzins prüfen / herbeiführen,
- ▷ Identifizierung eines zukunftssicheren Referenzzins als Alternative,
- ▷ ggf. Skizzierung eines gangbaren Übergangspfads zu dieser Alternative (sog. „Transition“),
- ▷ Entwicklung robuster Vertragsklauseln insofern, als dass bei Wegfall des Referenzzins eine rechtlich valide Auffanglösung besteht (sog. „Fallbacks“).

Die Festlegungen für die genannten vier Schritte werden im Wesentlichen durch besagte Arbeitsgruppen erarbeitet. Die tatsächliche Umsetzung obliegt den Marktteilnehmern, um schlussendlich sowohl insgesamt als auch jeder für sich zu einem Business as Usual zurückkehren zu können.

Betrachtet werden im Kern zwei Typen von Referenzzinsen: Erstens die Overnight-Sätze für Interbanken-Tagesgelder in allen Hauptwährungen (bspw. EONIA, EFFR, TONAR), die durch sogenannte „Alternative Risk-Free Rates“ (RFR) ersetzt werden. Sowie zweitens die Term-Sätze für Interbanken-Termingelder (LIBOR, EURIBOR, STIBOR etc.), die durch sog. „Alternative Term Rates“ (ATR) ergänzt werden.

Die Benchmark-Verordnung stellt im Wesentlichen auf die Methodologie, Daten, Prozesse und Strukturen ab, die genutzt werden, um die jeweiligen Referenzzinsen zu bestimmen. Wie sehen jedoch die Auswirkungen auf die weitere Charakteristik des Zinsuniversums aus? Kann hier nicht auch eine erzwungene Chance darin liegen, die Komplexität des Zinsuniversums zu reduzieren und damit Effizienz und Vertrauen zu steigern? Und wenn ja, was könnten Auslöser und Treiber für eine solche Entwicklung sein?

Overnight-Sätze

Im Bereich der Overnight-Sätze findet im Wesentlichen der Ersatz einer Rate durch eine reformierte bzw. alternative Rate (RFR) statt. Insofern ist unmittelbar einleuchtend, dass in isolierter Betrachtung bestenfalls eine Wiederherstellung des Status quo in puncto Komplexität erreicht werden kann.

Idealerweise wird eine lange Übergangszeit mit zwei gleichberechtigten, unabhängigen Sätzen vermieden, um damit Aufwand für den Aufbau von umfänglichen Übergangslösungen zu umgehen. Mithin rückt der Übergangspfad in den Fokus, der eine zügige Etablierung der RFR am Markt ermöglichen soll. Aufgrund der Neuigkeit der Aufgabe wundert es den Betrachter jedoch nicht, dass derzeit keine zwei identischen Pfade für die verschiedenen Währungen beschriftet werden.

Für den Übergang von EONIA auf ESTER wurde vorgeschlagen, den EONIA-Satz als Hülle zu erhalten, indem er durch einen statischen Spread fest an ESTER gekoppelt wird (EZB 2018). Die Folge wäre, dass der EONIA-Satz weiterhin veröffentlicht sowie als Referenzzinssatz in Alt- und Neuverträgen verwendet werden darf.



Mag diese Koppelung von zwei Referenzzinssätzen auf den ersten Blick ungewöhnlich erscheinen, so ist sie auf den zweiten Blick doch ein eleganter Weg, um zum einen eine unkontrollierbare „Big-Bang-Lösung“ für die Einführung des ESTER zu vermeiden und zum anderen gleichberechtigte, parallele Sätze mit marktgetriebenem Liquiditätsübergang zu umgehen.

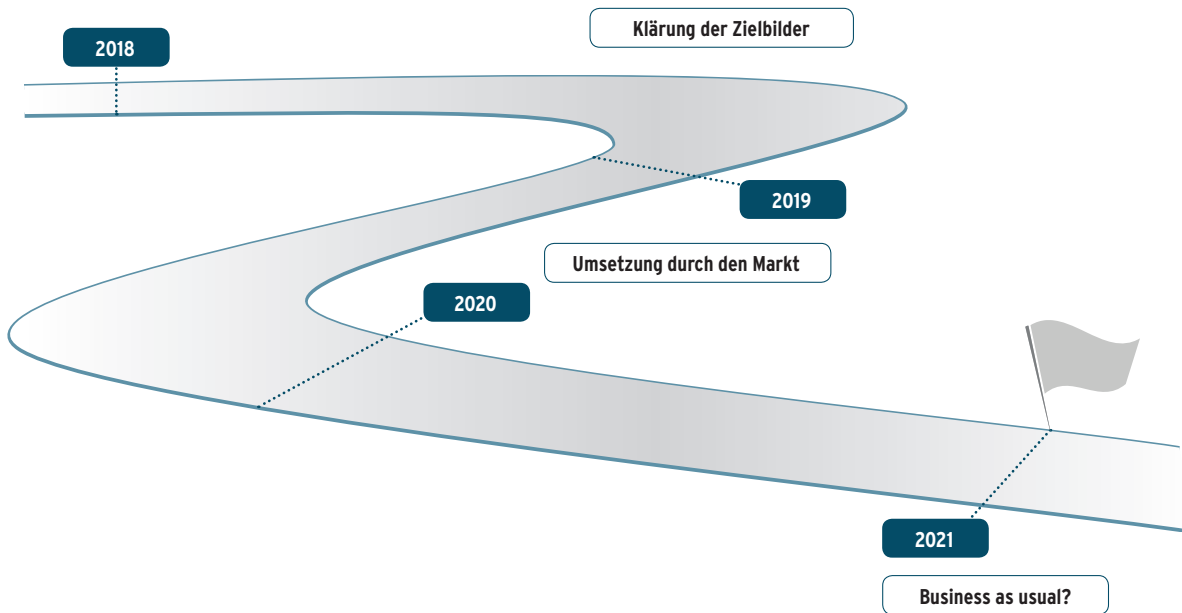
Es ist zu erwarten, dass die Publikation des EONIA mittelfristig eingestellt wird (im Raum steht der 31. Dezember 2021). Auch in Bezug auf die Vermeidbarkeit von umfangreichen Übergangslösungen erscheint der Pfad daher ein Kompromiss zu sein.²

Bemerkenswert ist auch, dass für die unterschiedlichen Währungen besicherte (wie SOFR) und unbesicherte (wie ESTER) Overnight-Sätze gewählt wurden. Es bleibt abzuwarten, inwiefern bspw. in krisenhaften Szenarien hierdurch Bonitätseffekte relevant werden, z. B. in einem zukünftigen RFR-basierten Cross-Currency-Markt.

Term-Sätze

Der im Sinn der Eingangsfrage eigentlich interessante Aspekt ist die Reform der Term-Sätze („IBORs“). Aktuell zeichnet sich das IBOR-Zinsuniversum durch dynamische und materielle Basen zwischen den

1 | The road ahead...



Quelle: eigene Darstellung.

einzelnen Raten verschiedener Laufzeiten aus. Dies wird wesentlich darauf zurückgeführt, dass die Bonität des Bankensektors (der Interbanken-Credit-Spread) als Werttreiber in diesen Raten verankert ist.

In der Zinsbuchsteuerung wurde dieser Komplexität entsprechend Rechnung getragen. Dies führte zu einem signifikantem Mehraufwand und zu einem schwierig auszutarierenden System von Steuerungsimpulsen und Risikokennzahlen. In der Folge wurden und werden intensive Diskussionen insbesondere in Bezug auf die Ausgestaltung aufsichtsrechtlicher Risikotragfähigkeitskonzepte und die Reflektion in der externen Rechnungslegung, bspw. im Hedge Accounting, geführt.

Überdies wird die Separation von Effekten (wie der Wirkung des eigenen Credit-Spreads) erschwert. Dies erscheint auch aus dem etwas anderen Blickwinkel des Konsumentenschutzes relevant. Eine Abwesenheit der Effekte des Interbanken-Credit-Spreads bereits in der Basiskomponente wird zu einer besseren Zerlegbarkeit des Kundenzinseszinses insgesamt führen.

Die „erzwungene Chance“ der IBOR-Reform besteht mithin darin, die IBOR-Term-Sätze durch die ATR nicht lediglich zu ergänzen, sondern vollständig abzulösen. Da die ATR aus den RFR selbst oder aus Derivaten auf die RFR abgeleitet werden, entfallen die oben beschriebenen Basen und ihre unerwünschten Effekte. Cum grano salis ist dies vergleichbar mit der Rückkehr in eine sog. „Ein-Kurven-Welt“.

Vor diesem Hintergrund wurde zu verschiedenen Gelegenheiten bereits früh die Frage gestellt, ob es nicht sinnvoll wäre, einen Schritt weiterzugehen, und ob entsprechend auf Term-Sätze nicht vollständig verzichtet werden könnte zugunsten einfacher Aggregationen der RFR (Periodenmittel mit oder ohne Compounding).

Frühe Emissionstätigkeiten im Bereich des Britischen Pfunds oder des US-Dollars im Rahmen des neuen Zinsuniversums deuten durch-

aus auf ein verstärktes Interesse der Investoren für Coupons auf Basis einfacher Aggregationen hin. Jedoch zeigen die öffentlichen Konsultationen auf der anderen Seite, dass weiterhin Bedarf besteht, Zins-Fixings mit Laufzeiten jenseits von Overnight anzubieten.

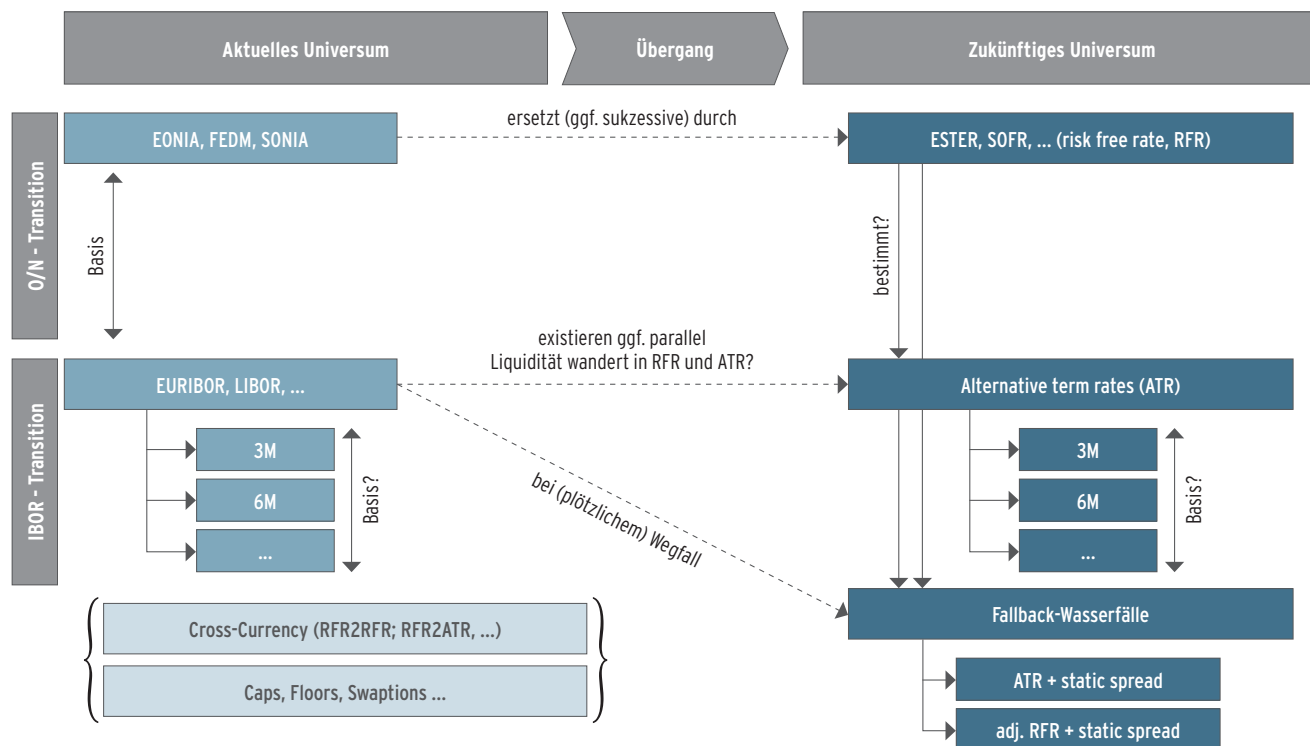
Keine Chance ohne Risiko

Die beschriebene Chance kommt natürlich nicht ohne Kosten und Risiken. Erstens ist bereits zu beobachten, dass die Komplexitäten und Feinheiten bei der Definition von Coupons für bspw. Anleihen zunehmen. Letztlich ist dies der Tatsache geschuldet, dass der Coupon auf Basis der RFR nicht erst am Zahltag bekannt sein soll, sondern zumindest einige Tage vorher. Ebenso gilt es, Standard-Optionsprodukte wie Caps und Floors neu zu definieren und zu standardisieren.

Zweitens könnte sich ein eigener Markt für ATR entwickeln, der nicht mechanisch an den RFR Markt gekoppelt ist, sondern auf dem eine eigenständige Preisfindung stattfindet. Dies würde letztlich auch bei vollständiger Ablösung des IBOR den oben beschriebenen Vereinfachungen zuwiderlaufen. Ebenso würde Liquidität zwischen ATR- und RFR-Märkten fragmentieren. Letztlich sähe dann das erreichte Zinsuniversum dem aktuellen in seiner Struktur sehr ähnlich.

Drittens sind die Schwierigkeiten einer Übergangsphase nicht zu unterschätzen. Die Zeiträume und Schwierigkeiten, die bereits mit den vergleichsweise „einfachen“ Übergängen in den Overnight-Sätzen verbunden sind, zeigen, dass eine Parallelität der Zinsuniversen nicht zu vermeiden sein wird. In Konsequenz wird es mittelfristig zunächst mehr Basen statt weniger geben. Damit einher geht eine zunehmende Komplexität in der Messung von Risiken und die Herausforderung, diese Risiken durch Einsatz von Derivaten adäquat zu steuern – ohne dabei neue, ggf. versteckte Risiken aufzubauen.

2 | Skizze von Ausgangs- und Zieluniversum



Quelle: eigene Darstellung.

Eine Fortdauer dieses Übergangszustands erscheint allerdings wenig erstrebenswert. Für die LIBOR-Sätze ist zumindest der Wille klar zu erkennen, dass sie nicht mehr dauerhaft existieren sollen. Exemplarisch dafür steht der Satz: „The discontinuation of LIBOR is not a possibility. It is a certainty. We must anticipate it, we must accommodate it and we must adopt it“, den der Vorsitzende des Market Risk Advisory Committee, J. Christopher Giancarlo, beim MARC-Meeting in Washington, D.C. im letzten Juli sagte. Der beste Übergangspfad wird damit zeitnah ein intensives Diskussionsthema werden.

Sonderweg des EURIBOR?

Ob der EURIBOR einer ähnlichen Entwicklung folgen wird, ist hingegen unklar. In dem einschlägigen Konsultationsdokument (EZB 2018/2) finden sich vielmehr abschlägige Hinweise, da davon ausgegangen wird, dass die Reform des EURIBOR (Stichwort „Hybrid-Methodologie“) gelingt. Damit erübrigt sich die Suche eines unmittelbaren Ersatzes sowie eines Übergangsszenarios. Ein Ausblick auf eine (langfristige) Ablösung des EURIBOR wird nicht formuliert.

Damit ist es realistisch anzunehmen, dass Ende 2021 (dem frühesten Verfallsdatum des LIBOR) das Universum der Referenzzinssätze in Euro nicht einfacher, sondern vielmehr umfangreicher geworden sein wird. Neben dem (reformierten) EURIBOR, also im Wesentlichen dem aktuellen Universum in der seit 2008 entwickelten Struktur, existieren aus dem ESTER als Overnight-Satz abgeleitete Term-Sätze verschiedener Laufzeiten.

Angesichts der Diskussion des letzten Abschnitts stellt sich die Frage, ob dies ein anzustrebender Zielzustand sein kann. Bei aller Vorsicht dürfte die Antwort „Nein“ sein. Langfristig sollte das Ziel verfolgt werden, den EURIBOR durch die ESTER-basierten Term-Sätze vollständig zu ersetzen.

Ein erster katalytischer Effekt könnte schlicht in der Existenz eines ESTER-basierten Term-Satzes als Fallback für den EURIBOR liegen. Ist der Fallback zunächst nur ein Rechtskonstrukt, für den Fall „Was passiert, wenn...“, so ist zu erwarten, dass Marktteilnehmer die entwickelten Parameter / Logiken / Mechanismen dieses Fallbacks bei zukünftigen Finanzierungsinstrumenten eben nicht nur als Fallback einsetzen werden, sondern als unmittelbare Finanzierungsbedingung.

Das heißt anstatt einen EURIBOR-basierten Kreditvertrag oder eine Anleihe rechtlich durch einen ESTER-basierten Term-Satz „abzusichern“, wird unmittelbar dieser Term-Satz als Referenzzinssatz verwendet. Aus den Fallbacks werden mithin dauerhafte Lösungsansätze. Die Folge wäre eine selbstverstärkende Tendenz zu einer abnehmenden Liquidität von EURIBOR-referenzierenden Instrumenten sowie zu einer dauerhaften Unsicherheit über deren Zukunftsfähigkeit.

Ein zweiter Katalysator könnte eine gehemmte Interoperabilität zwischen den Märkten in verschiedenen Währungen sein. Die Emission von Fremdwährungsanleihen ist eine wesentliche Refinanzierungsquelle europäischer Banken und Unternehmen. Die damit verbundenen Währungs- und Zinsrisiken werden regelmäßig durch sog. Cross-Currency Swaps abgesichert. Aktuell ist hierbei der Tausch von EURI-



BOR in LIBOR Standard. Zukünftig ist der Tausch von RFR-basierten Zahlungsströmen zu erwarten, wodurch der relative Interbanken-Credit-Spread als Treiber der Cross-Currency-Basis entfällt. Eine Sonderstellung des Euro erscheint hier wenig plausibel.

Drittens wird das grundsätzliche Problem des EURIBOR – das Fehlen von Aktivität in den unterliegenden Termingeld-Märkten – durch die vorgeschlagene Reformierung der Fixing-Methodologie nicht gelöst. Mithin schwebt über dem EURIBOR stets das Damoklesschwert eines (plötzlichen) Wegfalls.

FAZIT

Unser Diskussionsbeitrag betrachtete die Reform der Referenzzinsen aus der Perspektive der „erzwungenen Chance“ eines geregelten Umbaus des Zinsuniversums hin zu geringerer Komplexität. Im Fazit erscheint jedoch zunächst eine mehrjährige Übergangszeit erhöhter Komplexität und Unsicherheit unvermeidbar.

Auch ist noch nicht absehbar, ob die zukünftigen Festlegungen in den einzelnen Währungen und die darauf aufbauenden Entwicklungen tatsächlich diesem Zielbild dienen können. Die nationalen Arbeitsgruppen tragen dieser Sichtweise jedenfalls in ihren umfangreichen Konsultationsbemühungen in zentralen Fragestellungen Rechnung. Insofern werden schlussendlich Kühnheit und Willen der Marktteilnehmer selber entscheidend sein.

Autoren



Stephan Blanke, Leiter Handel Derivate, CO2 bei der KfW. Er verantwortet den operativen Derivatehandel und begleitet dabei die Umsetzung neuer regulatorischer Vorgaben in die Praxis.



Dr. Hans Peter Wächter, Senior Manager bei der d-fine GmbH. Er berät die Finanzindustrie in allen Fragen zur Bewertung von Finanzinstrumenten, aktuell insbesondere in Bezug auf die Auswirkungen der IBOR-Ablösung.

- 1 Primäre und sekundäre Quellen belaufen sich inzwischen auf einige tausend Textseiten und nehmen ständig zu. Wir verzichten daher der Übersicht halber weitgehend auf umfängliche Literaturhinweise und verweisen allgemein auf die Webpräsenzen der nationalen Arbeitsgruppen und Industrieverbände.
Erwähnt seien an dieser Stelle aber:
- Europäische Zentralbank (2018): Report by the working group on euro risk-free rates on the transition from EONIA to ESTER, Dezember 2018, sowie
- Europäische Zentralbank (2018/2): Second public consultation by the working group on EURO risk-free rates on determining an ESTER-based term structure methodology as a fallback in EURIBOR-linked contracts, Dezember 2018.
- 2 Der Aufwand, der mit der Verschiebung der Publikation des ESTER auf den nachfolgenden Handelstag verbunden ist, ist hierbei natürlich nicht zu vermeiden.