

d-fine



Revolution oder
Evolution?
IBOR-Ablösung –
eine Übersicht



Inhalt

1. Einleitung Seite **3**

2. Aktuelle Änderungsvorhaben Seite **3**

3. Was ist zu tun? Seite **5**

1. Einleitung

Der massive Rückgang von Geschäften im unbesicherten Interbankengeldmarkt während und nach der Finanzkrise zusammen mit dem Skandal um die Manipulation der LIBOR-Raten hat die IBOR- (LIBOR-, EURIBOR- und TIBOR-) Zinssätze und deren Verwendung als Referenzraten in Finanzgeschäften in das Blickfeld der Regulierung gerückt und deren Schwächen aufgezeigt. In Anbetracht dieser Schwächen der existierenden Referenzraten hat die IOSCO allgemeine Prinzipien für Benchmarks ausgegeben.[1] Des Weiteren hat das Financial Stability Board (FSB) auf Wunsch der G20 ein Review der wichtigsten Referenzzinssätze durchgeführt. Als Ergebnis wurde vom FSB ein Bericht über Reformen der relevanten Referenzzinssätze veröffentlicht, in dem unter anderem die Suche nach neuen, fast risikofreien Referenzraten gefordert wird.[2] Einen entscheidenden Impuls bekam das Thema durch eine Rede des CEO der britischen Financial Conduct Authority (FCA) Andrew Bailey im Juli 2017, in der er bekannt gab, dass eine Weiterführung der LIBOR-Quotierungen nach 2021 nicht mehr von der FCA sichergestellt wird.[3] Damit ist ein Ende der LIBOR-Quotierungen nach 2021 ein realistisches Szenario und die Suche nach alternativen Referenzraten sowie deren Anwendung in Finanzgeschäften ein Thema von besonders hoher Relevanz.

Dieses Dokument bietet einen Überblick des aktuellen Stands der Suche nach neuen Referenzzinssätzen. Des Weiteren skizzieren wir, welche Auswirkungen eine Umstellung der betroffenen Referenzraten hat und welche Vorbereitungen möglichst bald getroffen werden sollten.

2. Aktuelle Änderungsvorhaben

Momentan existieren noch LIBOR-Quotierungen für die Währungen USD, EUR, GBP, JPY und CHF für je 7 unterschiedliche Laufzeiten. Die Administration liegt aktuell bei der Intercontinental Exchange Benchmark Administration (IBA). Die EURIBOR-Zinssätze werden vom European Money Markets Institute (EMMI) administriert und existieren für 8 verschiedene Laufzeiten. Die TIBOR-Sätze werden von der Japanese Bankers Association (JBA) für 6 Laufzeiten berechnet.

Im Anschluss an den LIBOR-Skandal wurde eine Vielzahl von Maßnahmen eingeführt, die eine nochmalige Manipulation der IBOR-Raten verhindern sollen. Das grundsätzliche Problem, dass es nicht genügend Transaktionen im Interbankengeldmarkt für eine robuste und auf Transaktionen basierte Berechnung der IBOR-Referenzraten gibt, konnte aber nicht gelöst werden. Da es somit aktuell keine Hoffnung gibt, mit den IOSCO-Prinzipien konsistente IBOR-Raten zu generieren, sollen andere Zinssätze die Rolle der IBOR-Raten als Referenzzinssatz übernehmen.

In diesem Abschnitt beschreiben wir den aktuellen Stand der Suche nach diesen neuen, mit den IOSCO-Prinzipien konsistenten Referenzraten sowie verschiedene Effekte der Umstellung auf diese Raten.

Referenzzinssätze

Die Erarbeitung der neuen Referenzzinssätze wird in den verschiedenen Währungsräumen von bei den Zentralbanken angesiedelten öffentlich-privatwirtschaftlichen Arbeitsgruppen durchgeführt. Eine Übersicht der neuen Referenzzinssätze geben wir in *Tabelle 1* und *Tabelle 2*.

USA

In 2014 wurde das Alternative Reference Rates Committee (ARRC) gegründet, um einen alternativen Referenzzinssatz zu identifizieren und den Übergangsprozess zu planen. Das Komitee sprach sich hierbei gegen die aktuell im Derivatemarkt z. B. für die Verzinsung des Collaterals verwendete unbesicherte Effective Federal Funds Rate (EFFR) und für die neue, auf Repo-Transaktionen basierende Secured Overnight Financing Rate (SOFR) aus, da bei der EFFR eine zu hohe Konzentration der verleihenden Institute vorliegt. Über 90% der für den EFFR relevanten Transaktionen gehen von staatlich geförderten Institutionen (government sponsored entities/GSEs) aus.[4]

Vereinigtes Königreich (UK)

Die von der Bank of England im März 2015 eingerichtete Arbeitsgruppe hat sich für eine modifizierte Form des SONIA-Index als neuen bevorzugten Referenzzinssatz ausgesprochen.[6]

Japan

Im April 2015 wurde in Japan ein Komitee gegründet, das sich mit der Identifizierung einer alternativen Referenzrate für den JPY-Raum beschäftigt. Das Komitee sprach sich für die Verwendung des existierenden TONAR-Index aus.[5]

Schweiz

Die nationale Arbeitsgruppe für Referenzzinssätze in Franken (NAG) musste sich schon seit 2016 mit der Ablösung des TOIS-Zinssatzes beschäftigen, der Ende 2017 eingestellt wurde. Als Alternative wurde die besicherte und transaktionsbasierte Swiss Average Interest Rate Overnight (SARON) gewählt, die von der NAG auch als risikofreie Referenzrate ausgewählt wurde.[8],[9]

Europäische Union

Die Überlegungen im EUR-Raum sind noch in einem früheren Stadium. Eine bei der EZB angesiedelte Arbeitsgruppe zur Identifizierung einer risikofreien Rate wurde 2018 gegründet. Potentielle Kandidaten für diese Rate sind neben der EONIA-Rate ein neuer, von der EZB in einem Konsultationspapier vorgeschlagener Index[7] sowie ein auf Repo-Transaktionen basierender Zinssatz.

Overnight als neuer Funding Tenor

Es fällt auf, dass alle diskutierten Raten Overnight-Zinssätze sind. Dies ist eine direkte Folge des Versuchs, die neuen Referenzsätze aus Transaktionen in einem möglichst liquiden Markt zu berechnen.

Aktuell sind die variablen Zinszahlungen derivativer Finanzinstrumente in vielen Fällen direkt an die IBOR-Raten gekoppelt, wobei im Allgemeinen der Tenor der Zinsperiode mit dem Tenor des Referenzindex übereinstimmt. Eine Ausnahme bilden die variablen Legs der Overnight Index Swaps. Hier werden die täglich ermittelten Overnight-Raten mit oder ohne Berücksichtigung von Zinseszineffekten über einen längeren Zeitraum gemittelt, wodurch künstlich eine längere Zinsperiode generiert wird.

In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob diese Art der Konstruktion von Zinsperioden ausreichend ist, oder ob Referenzindizes mit verschiedenen Tenorlängen, analog zu den aktuellen IBOR-Sätzen, notwendig sind – insbesondere da die aktuellen IBOR-Zinssätze am Anfang der Zinsperiode bekannt sind, wo hingegen das Mittel der Overnight-Zinssätze per Konstruktion erst am Ende der Zinsperiode genau feststeht. Wie auch vom ARRC diskutiert, wäre es möglich, solche Indizes z. B. anhand der Term-OIS-Raten zu generieren.[4] Hierbei würde die fixe Rate eines Overnight Index Swaps für den jeweiligen Tenor quotiert. Für dieses Vorgehen ist demnach ein liquider Markt von Overnight Index Swaps basierend auf den neuen Referenzraten notwendig.

Umstellung der Geschäfte auf die neuen Referenzraten

Die Ausgestaltung der Übergangsphase von den existierenden zu den neuen Referenzraten stellt eine große Herausforderung dar, insbesondere da an IBOR-Raten gekoppelte Finanzinstrumente mit einem Laufzeitende weit nach 2021 keine Seltenheit sind.

In der Diskussion der Übergangsphase müssen verschiedenste Aspekte beachtet werden, von denen zwei – die Verzinsung von Collateral und das Fixing variabler Zinszahlungen – nachfolgend näher betrachtet werden.

Verzinsung von Collateral

Aktuell werden je nach Collateral-Währung unterschiedliche Vorgehensweisen für eine Umstellung diskutiert.

Im JPY-Bereich basiert die Collateral-Verzinsung schon auf dem TONAR-Index, und somit besteht kein Handlungsbedarf. Bei der Aktualisierung der Berechnungsme-

thode des SONIA wird auch kein neuer Index eingeführt. Somit wird hier automatisch auf die neue Zinsrate für die Verzinsung des Collaterals umgestellt. Im CHF-Markt wurde bei der Umstellung von TOIS zu SARON eine „Big Bang“-Lösung gewählt, und die Rate auch in existierenden Verträgen ohne Ausgleichszahlungen umgestellt.[8] Für die Umstellung der USD-Collateral-Verzinsung wurde vom ARRC eine „Paced Transition“ vorgeschlagen. Diese Umstellung soll ohne eine Änderung der existierenden Verträge, alleine durch Umstellung der Neugeschäfte und automatisches Auslaufen sowie freiwilliger Terminierung der Bestandsgeschäfte durchgeführt werden.[4] Im EUR-Raum muss noch auf die Empfehlung der besagten Arbeitsgruppe gewartet werden.

Variable Zinszahlungen

Der Aufbau eines Derivatemarktes, in dem sowohl für die Verzinsung des Collaterals als auch für die Bestimmung der variablen Cashflows die neuen Referenzindizes benutzt werden, ist ein weiterer wichtiger Schritt in dem Umstellungsprozess. Das Vorhandensein eines liquiden Marktes für diese Derivate ist die Basis, die es ermöglicht, auch weiterhin Zinsrisiken zu steuern und zu bewerten. Aus etwas technischerer Sicht sind sie elementar für das Bootstrappen neuer Zinskurven, die in diesem Setting sowohl als Diskontierungskurven als auch für das Ausrollen der Forward-Raten der neuen Overnight-Indizes genutzt werden können.

Eine weitere große Herausforderung ist der Umgang mit Bestandsgeschäften, deren Cashflows auf den IBOR-Zinsindizes beruhen und deren Laufzeitende nach 2021 liegt. Sollte es dazu kommen, dass keine Fixings zu den in den Verträgen spezifizierten Indizes mehr veröffentlicht werden, würden die vertragsspezifischen Fallbackregeln greifen oder eine Terminierung nebst ggf. Folgegeschäft müsste vorgenommen werden. Hier ist zwischen den (Rahmen-) Verträgen im Interbankenmarkt und zwischen individuellen Kundenverträgen, insbesondere auch im Sektor der Kleinanleger, zu unterscheiden.

3. Was ist zu tun?

Aktuell herrscht noch viel Unsicherheit über die neuen Referenzzinssätze sowie über die konkrete Ausgestaltung der Übergangsphase. Jedoch ist ein mögliches Ende der IBOR-Quotierungen ein Ereignis, auf das es sich vorzubereiten gilt. Vereinzelt haben sich auch bereits die nationalen Aufsichten nach den Planungen der Banken erkundigt.

Bereiten Sie sich laufend vor:

- **Informiert bleiben:** In 2018 und darüber hinaus wird die Menge an zugänglicher Information laufend steigen, die Auswertungsarbeit entsprechend ebenso. Mögliche Ausgangspunkte sind die Transition Roadmap der ISDA[10] und laufende Diskussionen mit unseren Spezialisten.
- **Betroffene Positionen identifizieren:** In welchem Umfang sind Ihre Positionen betroffen? Welche Vertragskonstellationen gilt es zu beachten? Schaffen Sie Transparenz, um mögliche Risiken bemessen zu können.
- **Szenarien entwerfen und Risiken erkennen:** Der Unsicherheit sollte (ähnlich wie bei Planungen für den Brexit) mit Szenarioannahmen Rechnung getragen werden. Welche Umstellungsmechanismen bergen für mich welche Risiken? Bin ich per heute überhaupt noch in der Lage, auskömmliche Preisspannen zu berechnen? Wann ist der richtige Zeitpunkt, um Verträge anzupassen? Was bedeuten Festlegungen von Arbeitsgruppen oder Vorschläge von Industrieverbänden für mich?
- **Infrastruktur vorbereiten:** Sobald die Vorschläge konkreter werden, stellt sich die Frage nach der Fortentwicklung der Infrastruktur. Kann sie mit den ggf. neuen Zinsberechnungsmethoden umgehen? Kann ich – zumindest übergangsweise – eine deutliche Aufweitung meines Zinskurvenuniversums durchführen? Benötige ich neue Risikofaktoren?

Literatur

- [1] International Organization of Securities Commissions, Principles for Financial Benchmarks, July 2013
- [2] Financial Stability Board, Reforming Major Interest Rate Benchmarks, July 2014
- [3] Financial Conduct Authority, The future of LIBOR, July 2017
- [4] The Alternative Reference Rates Committee, Interim Report and Consultation, Mai 2016
- [5] Study Group on Risk-Free Reference Rates, Public Consultation on Identification and Use of a Japanese Yen Risk-Free Rate, March 2016
- [6] The Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates, SONIA as the RFR and approaches to adoption, June 2017
- [7] European Central Bank, First ECB public consultation on developing a euro unsecured overnight interest rate, November 2017
- [8] Working group on CHF reference interest rates, Discontinuation of TOIS fixing and replacement with SARON, February 2017
- [9] Working group on CHF reference interest rates, Minutes from the 17th meeting, October 2017
- [10] ISDA, IBOR Global Benchmark Survey, Transition Roadmap, 2018

4. Anhang

Tabelle 1: Übersicht der ausgewählten Referenzraten in USD, GBP, JPY und CHF

	Secured Overnight Financing Rate (SOFR)	Reformed Sterling Overnight Index Average (SONIA)	Tokyo Overnight Average Rate (TONAR)	Swiss Average Interest Rate Overnight (SARON)
Currency	USD	GBP	JPY	CHF
Administrator	Federal Reserve	Bank of England	Bank of Japan	SIX Swiss Exchange AG
Berechnungsmethode	Ein transaktionsbasierter, volumengewichteter Median aus triparty repo Daten und cleared bilateral sowie General Collateral Finance Repo Daten	Volumengewichtetes trunkiertes Mittel bilateraler und über Broker durchgeführter unbesicherter Cash Overnight Transaktionen in GBP	Ein transaktionsbasiertes volumengewichtetes Mittel aus Overnight Zinssätzen	Volumengewichteter Durchschnitt aus Quotes im Orderbuch der elektronischen Handelsplattform der SIX Repo Ltd
Ökonomische Intention	Messung der Kosten einer besicherten inländischen Overnight Geldaufnahme in USD	Messung der Kosten einer unbesicherten, inländischen Overnight Geldaufnahme in GBP	Messung der Kosten einer unbesicherten, inländischen Overnight Geldaufnahme in JPY	Messung der Kosten einer besicherten, inländischen Overnight Geldaufnahme in CHF
Stichtag	Im zweiten Quartal 2018 soll die Rate erstmalig quotiert werden	Die erste Quotierung soll für den 23.04.2018 erfolgen	-	-

Tabelle 2: Übersicht möglicher Referenzraten im EUR-Raum

	Euro Overnight Index Average (EONIA)	New Euro Unsecured Overnight Interest Rate	New Repo Index
CCY	EUR	EUR	EUR
Administrator	EMMI, Berechnung durch die EZB	EZB	EMMI
Berechnungsmethode	Ein transaktionsbasiertes, volumengewichtetes Mittel der Overnight Zinssätze von ca. 30 berichtenden Banken	Die Berechnung der Rate soll auf den Money Market Statistical Reporting Daten der EZB beruhen	Für die Berechnung des Index werden durch eine CCP gelearnte Repo Transaktionen auf als EZB Collateral zugelassenen Wertpapieren berücksichtigt (GC und special).
Ökonomische Intention	Messung der Kosten einer unbesicherten, inländischen Overnight Geldaufnahme in EUR	Messung der Kosten einer unbesicherten, inländischen Overnight Geldaufnahme in EUR	Messung der Kosten einer besicherten inländischen Geldaufnahme mit einem Tenor von einem Tag (ON/TN/SN)
Stichtag	-	Publikation vor 2020; Details sollen 2018 bekannt gegeben werden	Stichtag der Veröffentlichung des Index noch nicht bekannt. Index noch in der Konsultationsphase

Autoren

DR. STEPHAN NICKLAS,

Manager

d-fine GmbH, Frankfurt

stephan.nicklas@d-fine.de

DR. HANS PETER WÄCHTER, CFA, FRM

Senior Manager

d-fine GmbH, Frankfurt

hanspeter.waechter@d-fine.de

DR. LARS RITTER

Senior Manager

d-fine GmbH, Frankfurt

lars.ritter@d-fine.de

d-fine

Dr. Stephan Nicklas

Manager
d-fine GmbH, Frankfurt
stephan.nicklas@d-fine.de

Dr. Hans Peter Wächter, CFA, FRM

Senior Manager
d-fine GmbH, Frankfurt
hanspeter.waechter@d-fine.de

Dr. Lars Ritter

Senior Manager
d-fine GmbH, Frankfurt
lars.ritter@d-fine.de

Weiterführende Informationen finden
Sie unter: **www.d-fine.com**