

Als Folge des LIBOR-Skandals 2011 rund um Manipulationen durch quotierende Banken erließ die EU 2016 die sogenannte „**Benchmark-Verordnung**“. Einige Banken hatten sich damals nicht nur Vorteile durch Risiko-Minimierung und Gewinn-Maximierung geschaffen, sondern auch nachhaltig das Marktvertrauen in vermeintlich neutrale Indizes beschädigt.

Seither wird in den verschiedenen Währungsräumen (EUR, GBP, USD, CHF und JPY) Schritt für Schritt, beginnend mit Benchmarks im Overnight Markt, auf Zins-Indizes umgestellt, die den neuen vertrauensbildenden Kriterien genügen sollen.

In der Praxis hat dieser stufenweise Übergang bis dato zu einer teilweisen Umsetzung und gleichzeitig einer abwartenden Haltung geführt. Die Hoffnung geht in Richtung einheitlich geregelter Marktstandards, sowohl auf nationaler als auch internationaler Ebene.

Die von RFC Professionals beratenen Kunden und andere Marktteilnehmer befinden sich momentan in der Situation, eine zeitlich inkongruente Reform der verschiedenen Geldmarkt-Referenzsätze abbilden zu müssen. Es ist notwendig, dass Datenschnittstellen, Prozesse und Systeme parallel für mögliche zukünftige Gegebenheiten fit gemacht werden. Gleichzeitig müssen die betroffenen Institute aber den Status Quo noch einige Zeit abbilden.

Zusätzlich herrscht gewisse gesetzliche Unsicherheit, vor allem die Konsumentenrechte betreffend, allerdings gepaart mit der Hoffnung, dass es einerseits zu einheitlichen Regelungen kommen wird und andererseits die momentan alles überlagernde Pandemie und ihre Auswirkungen auf das Bankensystem gewissen Druck aus der IBOR-Umstellung nehmen könnten.

Point of View **Branche**

Durch den 2011 aufgedeckten LIBOR-Skandal wurde sichtbar, wie sich Bankinstitute durch Manipulation der Referenzzinssätze Vorteile verschaffen konnten: Unter anderem durch eine Verringerung des Zinsänderungsrisikos, die Möglichkeit für Spekulationsgeschäfte und Insiderhandel sowie höhere Zinserträge bei Unternehmens- und Privatkrediten.

Dazu kamen erhebliche Auswirkungen für Privat- und Geschäftskunden, wie zum Beispiel eine Reduktion des Vertrauens in den Interbanken-Markt, insbesondere in die Integrität des Marktindex, Verluste bei Investoren und Kreditnehmern sowie ein nicht unerheblicher Schaden für die Realwirtschaft.

Als Reaktion auf diese Problematik kam es 2013 zum Vorschlag der EU-Kommission zur Schaffung eines Rechtsrahmens auf EU-Ebene für Indizes, unter Berücksichtigung des Verbraucher- und Anlegerschutzes. In der Folge wurden 2015 die ESMA und nationale Aufseher damit betraut, die Erstellung und Publikation kritischer Benchmarks zu beaufsichtigen. Das führte 2016 zu der sogenannten EU-Benchmark-Verordnung, die u.a. einen gemeinsamen Rahmen zur Sicherstellung der Genauigkeit und Integrität von Indizes schafft. Sie legt bestimmte Anforderungen hinsichtlich der Zuverlässigkeit von Referenzwerten fest und soll damit zu einem reibungslos funktionierenden Binnenmarkt mit hohem Verbraucher- und Anlegerschutz beitragen.

Letzteres fand insbesondere Eingang in Artikel 28, welcher die Banken und andere beaufsichtigte Institute, die einen Referenzwert verwenden, dazu auffordert, robuste schriftliche Pläne aufzustellen, in denen sie die Maßnahmen darlegen, die sie ergreifen würden, wenn ein Referenzwert sich wesentlich ändert oder nicht mehr bereitgestellt wird. Soweit dies möglich und angemessen ist, müssen in solchen Plänen ein oder mehrere alternative Referenzwerte benannt werden, die anstelle des nicht mehr bereitgestellten Referenzwerts als Bezugsgrundlage verwendet werden können. Zukünftig müssen sich die Finanz-Unternehmen in der Vertragsbeziehung mit Kunden an diesen Plänen orientieren.

Nach Inkrafttreten der Benchmark-Verordnung kam es in allen wesentlichen Währungsräumen zu Plänen, die bis dato gültigen Benchmarks (Geldmarktsätze wie EURIBOR bzw. LIBORs sowie Overnight-Raten) im Sinne der Verordnung umzustellen bzw. bereits existierende passende Indizes hinkünftig als Basis zu verwenden. Eine Übersicht zum Fahrplan aus heutiger Sicht bietet Abbildung 1:



Abbildung 1: Zeitplan der Referenzsatz-Umstellungen in den 5 wichtigsten Währungsräumen

Die wichtigsten Benchmarksätze im Euro-Raum, die von der Benchmark Reform betroffen sind, sind der EONIA als Overnight-Satz und die verschiedenen EURIBOR-Quotierungen als Referenzzins am Interbanken-Markt (Geldmarkt) zwischen einer Woche und zwölf Monaten.

1. EONIA

Seitens der EZB wurde im September 2017 ein neuer

Overnight-Referenzzins namens €STR (Euro Short Term Rate) konzipiert und zunächst rückwirkend ab 1. Juli 2016 als „PRE-€STR“ berechnet. Die offizielle Quotierung des €STR erfolgte dann ab dem 2. Oktober 2019.

Seit diesem Tag ist der EONIA kein unabhängiger Referenzzins mehr, sondern wird durch Addition von 8,5 Basispunkten zum jeweiligen €STR berechnet. Bis zum 31. Dezember 2021 müssen sämtliche auf EONIA basierenden Geschäfte auf eine Referenz zum €STR umgestellt werden, danach soll es keine EONIA-Quotierung mehr geben.

Abbildung 2 zeigt den zeitlichen Verlauf von (Pre-)€STR und EONIA vor und nach der Umstellung zum 2. Oktober 2019:

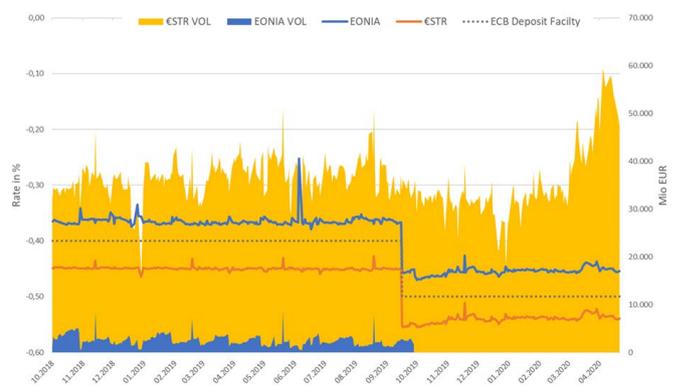


Abbildung 2: EONIA und (Pre-)€STR sowie Handelsvolumina seit Oktober 2018

2. EURIBOR

Da der wie bisher ermittelte EURIBOR verschiedene Anforderungen der Benchmark-Verordnung nicht erfüllen konnte (z.B. die mangelnde Liquidität und Objektivität der unterliegenden Preisquotierungen), wurde seine Berechnung ab dem vierten Quartal 2019 durch einen sogenannten hybriden Ansatz ersetzt. Die Berechnung der Benchmark erfolgt dabei auf Basis von Quotierungen durch Banken mittels drei verschiedener Methoden (Levels) und wird durch das Europäische Geldmarktinstitut EMMI veröffentlicht. Die verschiedenen Levels sind in Abbildung 3 beschrieben:

Level 1	Level 2	Level 3
Gewichteter Durchschnitt aus liquiden Transaktionen mit der jeweiligen Zinsbindung am Vortag	Ableitung durch Interpolation von anderen (liquiden) Zinsbindungen oder aus Quotierungen an vorigen Tagen	Kombinierte Daten aus zusätzlichen Transaktionen an relevanten Märkte und model- bzw. expertenbasierten Schätzungen

Abbildung 3: Durch EMMI vorgegebene Methodik-Level für den hybriden EURIBOR

Ob dieser neue EURIBOR ab 2022 komplett eingestellt werden wird, ist noch nicht entschieden.

Die von RFC beratenen Banken gehen mehrheitlich davon aus, dass das neue Verfahren den Anforderungen der Benchmark-Verordnung entspricht und somit eine Ablöse des hybriden EURIBOR durch einen anderen Index nicht nötig sein wird.

Mögliche Ersatz-Referenzzinsen könnten zum Beispiel Overnight Index Swaps (OIS) auf Basis des €STR sein. Für diesen Fall ergeben sich aber einige Fragestellungen, auf die unten noch eingegangen wird.

3. Schweizer Franken Zinssätze

Für CHF-basierte Geschäfte wird schon seit mehr als zehn Jahren der Schweizer SARON im Overnight-Bereich als gängige und marktkonforme Benchmark verwendet. Dieser Index reflektiert den CHF-Repo-Markt und basiert auf tatsächlich abgeschlossenen Transaktionen. Der CHF-LIBOR (ähnlich wie alle anderen LIBOR-Zinssätze) entspricht dagegen als wichtigster Preisindikator am Geldmarkt über einen Tag hinaus nicht den Anforderungen der EU-Benchmark-Verordnung. Als neue Benchmark für diese Zinsbindungen kann hinkünftig der zusammengesetzte SARON für Termingeschäfte bis ein Jahr verwendet werden. Alle Marktteilnehmer sollten daher CHF LIBOR-Exposures möglichst bis Ende 2021 auf diese Benchmark-Familie umstellen, weil der CHF-LIBOR ab 2022 nicht mehr berechnet und quotiert werden wird.

Derzeit gibt es Diskussionen innerhalb der National Working Group on Swiss Reference Rates, um verschiedene Berechnungs-alternativen (Optionen) zu evaluieren und passende Lösungen für die Quotierung zu finden. Insbe-

sondere wird den Instituten empfohlen, eine individuelle Produktstrategie anhand des Leitfadens für die Optionen zum Zinseszins (Compound Interest) zu definieren. Gleichzeitig sollen Indexanbieter (z.B. SIX) eine benutzerfreundliche Zinseszinsrechnung implementieren. Es wird dabei auch rechtlich zu klären sein, ob periodische anstatt von a priori Festlegungen möglich sind bzw. sogar nachschüssige Konstruktionen verwendet werden können. Von den sieben ursprünglich vorgeschlagenen Optionen zur Berechnung, werden derzeit drei Möglichkeiten für den zusammengesetzten SARON diskutiert, wobei zwei davon mit Nachschüssigkeit („in arrears“) arbeiten und die dritte auf Vorauszahlung des Zinses basiert. Der Hauptunterschied liegt darin, dass das Zinsrisiko im Falle der Nachschüssigkeit durch die unbekannteren zukünftigen Cash-Flows höher ist. Für vorzeitige Geschäftsterminierungen müssen somit Kompensationen ausgerechnet werden. Im Bereich der Privatkreditkredite sollen vor allem Verbraucherpräferenzen berücksichtigt werden, unabhängig davon, ob der Zinssatz im Voraus oder am Ende der Zinsperiode bekannt sein muss.

Point of View Kunde

Während die Umstellung im Euro-Raum am kurzen Ende fast zur Gänze abgeschlossen ist und bei allen anderen Geldmarktsätzen der methodische Umstieg auf den Hybriden EURIBOR als ausreichend angesehen wird, sind die meisten Banken hinsichtlich der Umstellung in den anderen Währungen abwartend, welche Methodik sich letztendlich durchsetzen wird. Möglicherweise kommen sogenannte „In-arrears“ Quotierungen zum Tragen, bei denen Referenz-Zinsen erst am Ende der jeweiligen Verzinsungsperiode feststehen.

Da die großen Clearinghäuser eine komplette Umstellung der Overnight Rates bereits im Juli 2020 vorgesehen haben, werden sämtliche Marktteilnehmer, zumindest was das Börsengeschäft betrifft, mit diesem Datum auf €STR umgestellt haben.

Die von RFC Professionals beratenen Kunden sind daher nur noch damit beschäftigt, für bilaterale Verträge eine

Vorgehensweise mit ihren Geschäftspartnern zu vereinbaren. Als sehr gängige Lösung hat sich dabei die einmalige Abschlagszahlung herausgestellt, die als Ausgleich zur Umstellung der Diskontierung mit dem €STR anstelle des EONIA produktspezifisch berechnet wird. Dabei sind Vertragsanpassungen nötig, die in der Regel von den jeweiligen Rechtsabteilungen erarbeitet werden müssen.

Durch ein noch immer hohes Exposure im Bereich von Fremdwährungskrediten fokussieren vor allem österreichische Banken derzeit neben dem Blick auf den Euro sehr stark auf die Vorbereitung des Ersatzes der CHF-LIBORs. Marktteilnehmer mit einem höheren Anteil von internationalen Kunden und Produkten konzentrieren sich darüber hinaus natürlich vor allem auch auf die zu erwartenden Änderungen im USD Währungsraum.

Bei allen Banken, die RFC Professionals berät, ist die Bestandserhebung der betroffenen Produkte und Kundensegmente bereits im vergangenen Jahre erfolgt und die meisten Systeme stehen zumindest für neue Referenzzinsen bereit. Die größten Fragestellungen ergeben sich in Bezug auf rechtliche Sichten sowie hinsichtlich zu erwartender Auswirkungen auf die eigene Profitabilität durch Änderungen in der Zinsmarge, etc.

Diese methodischen und gesetzlichen Unklarheiten zusammen mit der Unsicherheit, wie lange der CHF-LIBOR noch genutzt werden kann, stellen die Banken vor große Herausforderungen, unter anderem die Notwendigkeit einer hohen Flexibilität und Bereitschaft, die Infrastruktur sowie das Geschäfts-Portfolio gegebenenfalls schnell anzupassen. Die National Working Group hat zusätzlich geplant, eine Veröffentlichung zu möglichen Fallback-Lösungen im Juli 2020 vorzunehmen. Bis dahin sind alle betroffenen Institute in einer abwartenden Position.

Point of View Lösung

RFC Professionals hat für die Umstellung der Referenzzinssätze und die damit verbundenen Änderungen bei Daten, Prozessen und Systemen einen jeweils passenden Projekt-Ablauf für Banken mit Produktportfolien ver-

schiedener Komplexität erarbeitet und berät seine Kunden in diversen organisatorischen und methodischen Fragestellungen bei der IBOR-Reform. Abbildung 4 zeigt einen typischen Projektablauf von der Erfassung der betroffenen Produkte und Bereiche bis hin zur systemtechnischen Umsetzung inklusive Neuverhandlung von Produkt-Verträgen.

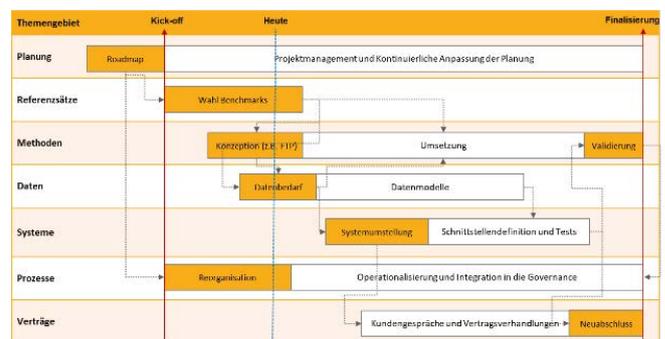


Abbildung 4: Typischer Projektablauf bei der Umstellung der Referenzzinssätze

Point of View Mehrwert

Die von RFC Professionals beratenen Kunden profitieren dabei von der **langjährigen Expertise** unserer Berater in der Umsetzung von regulatorischen und fachlichen Anforderungen. Wir sind stolz auf die **hohen Qualitätsstandards** unseres Beratungsansatzes. In enger Zusammenarbeit mit Ihnen unterstützen wir Sie erfolgreich bei der Umsetzung komplexer Projekte und bei der Erreichung Ihrer Unternehmensziele.

Ihre Ansprechpartner

Volker Oostendorp | Partner

Mobil: +49 151 42240774

volker.oostendorp@rfc-professionals.com

Dr. Gerald Hessenberger | Senior Manager

Mobil: +43 664 88181363

gerald.hessenberger@rfc-professionals.com