

LIBOR Transition – Das aktuelle Bild

Oktober 2022

Linde

FINANCE  *TRAINER*[®]

LIBOR Transition – Das aktuelle Bild

Die 2011 aufgedeckten Manipulationen von Referenzzinssätzen, unter anderem des LIBOR und des EURIBOR, diente der IOSCO (Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden) als Motivation, eine Reform der Benchmarks zu initiieren. 2016 verabschiedete die Europäische Union daraufhin die Benchmark-Verordnung (BMR). Kritische Benchmarks mussten demnach mit einer Frist bis Ende 2021 ersetzt werden – hierzu zählten unter anderem EURIBOR, LIBOR und EONIA. Von einer Umstellung der Benchmarks sind alle zinsgebundenen Produkte wie variabel verzinsliche Wertpapiere, Kredite und Derivate betroffen.

Durch die Entwicklung von alternativen Referenzzinssätzen soll das System robuster werden. Dafür werden die Zinssätze zukünftig soweit als möglich aus tatsächlich getätigten Transaktionen abgeleitet – anstatt wie bisher auf Basis von Expertenschätzungen einer Anzahl von Banken. An die Stelle der IBOR-Sätze treten neue Risk Free Rates (RFR), oft auch als Alternative Reference Rates (ARR) bezeichnet.

Ausnahmen hiervon sind der bereits reformierte EURIBOR sowie der JBA TIBOR, die weiterhin als Referenzzins genutzt werden können, sowie einige USD LIBORs (Overnight, 1, 3, 6 und 12 Monate), welche noch bis zum 30. Juni 2023 fortbestehen.

Währung	EUR		USD	GBP	CHF	JPY	
„Alte Benchmark“	EONIA	EURIBOR	USD LIBOR	GBP LIBOR	CHF LIBOR	TONA	JPY LIBOR
BMR Benchmark	ESTR	EURIBOR reformiert	SOFR	SONIA reformiert	SARON	TONA reformiert	JBA TIBOR reformiert
Besicherung	Nein	Nein	Ja	Nein	Ja	Nein	Nein
Laufzeit	ON	Bis 12 Mo	ON	ON	ON	ON	Bis 12 Mo

Tabelle 1: Übersicht über BMR konforme Benchmarks

1. „Alte Benchmarks“ IBORs

Interbank Offered Rates (IBORs) sind durchschnittliche Zinssätze, zu denen Banken am Interbankenmarkt Kredite aufnehmen können. Die Laufzeiten reichen von Übernacht bis zu 12 Monaten und sind/waren in verschiedensten Währungen verfügbar. Das gesamte Exposure des IBOR-Markts betrug 2021 mehr als 370 Billionen USD. Davon repräsentierten die beiden Referenzzinssätze USD LIBOR (London Interbank Offered Rate) und EURIBOR ca. 80%. Neben USD LIBOR und EURIBOR gehörten der britische GBP LIBOR, der Schweizer CHF LIBOR, der Europäische

EUR LIBOR sowie der japanische TIBOR/JPY LIBOR zu den wichtigsten IBORs weltweit.

Bisher basierte die Feststellung der IBORs auf Basis von Expertenschätzungen einer Anzahl von Banken (Panel-Banken). IBORs basierten folglich nicht immer auf tatsächlich abgewickelten Transaktionen, sondern spiegelten zum Teil lediglich die Wahrnehmung der Banken über Finanzierungskosten wider. Ein deutlicher Rückgang in den zugrundeliegenden Märkten und Herausforderungen in Bezug auf die Tragfähigkeit der Bankenpanels, die diese Benchmarks quotieren, stellte ein ernst zu nehmendes Risiko sowohl für einzelne Finanzmarktakteure als auch für die Stabilität des globalen Finanzsystems dar. Deshalb haben die G20 Nationen im Jahr 2013 beschlossen, das globale System der Referenzzinssätze grundlegend zu reformieren.

2. Neue Benchmarks

2.1. Reformierte Benchmarks

2.1.1. EURIBOR Reformiert

Der EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) als einer der wichtigsten IBORs gehört zu denjenigen Referenzzinssätzen, die BMR-konform reformiert wurden und zunächst fortbestehen. Die Reform des EURIBORs wurde im November 2019 abgeschlossen. Dadurch kann der EURIBOR weiterhin als Referenzzins genutzt werden.

Kernstück der Reform des EURIBOR war die Entwicklung einer gesetzeskonformen Berechnungsmethodik. Zu Beginn des Reformierungsprozesses versuchte man, einen ausschließlich auf Transaktionsdaten beruhenden EURIBOR zu berechnen. Aufgrund der zu geringen Anzahl an geeigneten Transaktionen wurden diese Bestrebungen nach einer Testphase im Mai 2017 eingestellt. In Zusammenarbeit mit Vertretern der Finanzindustrie, unabhängigen Experten sowie den Aufsichtsbehörden entwickelte der belgische Administrator des EURIBOR, das European Money Market Institute (EMMI), daraufhin eine als „Hybridmethodik“ bezeichnete Berechnungsmethodologie.

Die Hybridmethodik stellt sich als ein dreistufiger Prozess für die Auswahl von Eingabedaten dar:

Level 1: Seitens der EURIBOR-Panelbanken sind in einem ersten Schritt Transaktionsdaten der jeweiligen EURIBOR-Laufzeiten am unbesicherten EUR-Geldmarkt des vorhergehenden TARGET-Tages heranzuziehen.

Level 2: Sind derartig definierte Transaktionsdaten nicht verfügbar, dürfen in weiterer Folge Transaktionsdaten von definierten Vortagen und benachbarten Laufzeiten verwendet werden.

Level 3: Erst wenn auch diese verwandten Transaktionsdaten nicht in ausreichender Zahl vorhanden sind, darf die zum EURIBOR beitragende Panelbank Experteneinschätzungen oder Modellergebnisse einsetzen, welche aber anhand von Marktbeobachtungen nachvollziehbar und dokumentiert sein müssen.

Zusätzlich sind die EURIBOR-Panelbanken einem vom Administrator aufgestellten Verhaltenskodex unterworfen und müssen für die Ermittlung der Level-3-Eingabedaten intern ein klares Regelwerk erstellen. Expertenschätzungen sind somit weiterhin zulässig, allerdings wurde der Ermessensspielraum und somit das Manipulationsrisiko in der neuen Methodik signifikant reduziert.

Außerdem wurde die Definition des EURIBOR präzisiert und auf die aktuellen Gegebenheiten angepasst: War der EURIBOR bisher als „Zinssatz, zu dem (unbesicherte) Interbanken-Termineinlagen von einer Prime Bank an eine andere innerhalb der EU und EFTA angeboten werden“ definiert, so lautet die überarbeitete Definition des EURIBOR als jener „Zinssatz, zu dem Kapitalmarktmittel in Euro von Kreditinstituten in den EU- und EFTA-Ländern auf dem unbesicherten Geldmarkt beschafft werden könnten“.

Produkt	EURIBOR
	EURO Interbank Offered Rate
Währung	EUR
Administrator	EMMI
Underlying	unbesicherter Geldmarkt
Laufzeit	1 W/1/3/6/12 Mo
Berechnung	Einfacher Durchschnitt
Veröffentlichung	11.00 CET

Tabelle 2: EURIBOR Spezifikationen

2.1.2. JBA TIBOR reformiert

Analog dem Euribor wurde auch der sogenannte JBA TIBOR ("Japanese Bankers Association Tokyo Interbank Offered Rate") reformiert und kann damit weiter als Benchmark benutzt werden. Administrator ist die JBATA (Japanese Bankers Association Tibor Administration). Wie im Euribor wurde auch für den reformierten JBA TIBOR eine Hybridmethodik (Waterfall Methodik) entwickelt, die sicherstellt, dass im Normalfall Transaktionsdaten als Basis der Berechnung verwendet werden und nur in Ausnahmefällen – mit klar definierten Regeln – Expertenschätzungen der Panelbanken als Basis für die Berechnung verwendet werden.

Produkt	JBATIBOR
	Japan Bankers Association Tokyo IBOR
Währung	JPY
Administrator	JBATA
Underlying	unbesicherter Geldmarkt
Laufzeit	1 W/1/3/6/12 Mo
Berechnung	Einfacher Durchschnitt
Veröffentlichung	11.00 TKT

Tabelle 3: JBA TIBOR Spezifikationen

2.2. Neue Benchmarks

2.2.1. EURO: €STR

Der €STR ist ein Overnight-Zinssatz der unbesicherte Overnight-Einlagen mit festem Zinssatz von Banken der Eurozone widerspiegelt. Die Euro Short-Term Rate (€STR) wird an jedem TARGET2-Geschäftstag auf der Grundlage von vorherigen TARGET2-Geschäftstag getätigten und abgewickelten Transaktionen veröffentlicht. Der €STR wird an jedem TARGET2-Geschäftstag um 08:00 Uhr MEZ veröffentlicht.

Im Euro-Raum hat die Arbeitsgruppe der EZB die €STR (Euro Short-Term Rate) als Nachfolge-Referenz für den EONIA gewählt. Diese wird seit Oktober 2019 durch die EZB publiziert. Der EONIA wurde parallel hierzu noch bis 3. Januar 2022 publiziert. €STR dient aber nicht nur der Ablöse von EONIA, sondern fungiert auch als Fallback Rate für den EURIBOR.

Produkt	€STR
	Euro Short Term Rate
Währung	EUR
Administrator	EZB
Underlying	Unbesicherter Geldmarkt
Laufzeit	ON
Berechnung	Volumengewichteter Durchschnitt
Veröffentlichung	8.00 CET

Tabelle 4: €STR Spezifikationen

2.2.2. USD: SOFR

SOFR (Secured Overnight Financing Rate) ist ein Zinssatz, der von der Federal Reserve Bank of New York veröffentlicht wird. Der SOFR kann als durchschnittlicher Zinssatz für besicherte Kredite in US-Dollar (USD) mit einer Laufzeit von einem Tag (Overnight) angesehen werden. Der SOFR ist ein Referenzzinssatz (Benchmark-Satz) und eine Alternative zum LIBOR-Satz in US-Dollar.

Der SOFR wird als volumengewichteter Median der von der Bank of New York erhobenen Transaktionsdaten für Tri-Party-Repo-Geschäfte sowie anderer definierter USD Repo Geschäfte, die über den DVP-Service (Delivery versus Payment) der FICC (Fixed Income Clearing Corporation) abgewickelt werden, berechnet. Die New York Fed veröffentlicht den SOFR an jedem Geschäftstag um ca. 8:00 Uhr New York Time.

Produkt	SOFR
	Secured ON Financing Rate
Währung	USD
Administrator	NY Fed
Underlying	Besicherter Geldmarkt
Laufzeit	ON
Berechnung	Volumengewichteter Median
Veröffentlichung	8.00 NYT

Tabelle 5: USD SOFR Spezifikationen

2.2.3. USD: EFFR

Die EFFR (effective federal funds rate) ist eine USD Benchmark für den Fed Funds Markt. Der Fed Funds Markt besteht aus inländischen unbesicherten Krediten in US-Dollar, die Einlageninstitute von anderen Einlageninstituten und bestimmten anderen Einrichtungen, hauptsächlich staatlich geförderten Unternehmen, aufnehmen. Die effective federal funds rate (EFFR) wird als volumengewichteter Median der Tagesgeldtransaktionen berechnet, die gemeldet werden. Die New York Fed veröffentlicht den EFFR für den vorangegangenen Geschäftstag um ca. 9:00 Uhr auf der Website der New York Fed.

Produkt	EFFR
	Effective federal Funds Rate
Währung	USD
Administrator	NY Fed
Underlying	Unbesicherter Geldmarkt
Laufzeit	ON
Berechnung	Volumengewichteter Median
Veröffentlichung	9.00 NYT

Tabelle 6: USD EFFR Spezifikationen

2.2.4. GBP: SONIA

Sterling Overnight Index Average oder kurz „SONIA“ ist der offizielle Nachfolger für den GBP LIBOR und wird täglich basierend auf tatsächlichen, unbesicherten Transaktionen (mit Volumen > 25 GBP) berechnet, die an die Bank of England berichtet werden. Der SONIA-Kurs für einen bestimmten Londoner Geschäftstag wird am folgenden Londoner Geschäftstag um 9:00 Uhr veröffentlicht.

Produkt	SONIA
	Sterling Overnight Index Average
Währung	GBP
Administrator	BoE
Underlying	Unbesicherter Geldmarkt
Laufzeit	ON
Berechnung	Volumengewichteter Durchschnitt
Veröffentlichung	9.00 GMT

Tabelle 7: GBP SONIA Spezifikationen

2.2.5. CHF: SARON

Der SARON ist ein volumengewichteter Durchschnittszinssatz und basiert auf abgeschlossenen besicherten Transaktionen, die auf der Handelsplattform der SIX Repo AG gehandelt wurden. Der SARON wird fortlaufend in Echtzeit berechnet und alle zehn Minuten publiziert. Des Weiteren werden dreimal täglich – um 12 Uhr, 16 Uhr und 18 Uhr – Fixings durchgeführt. Das 18 Uhr Fixing dient als Referenzwert für derivative Finanzprodukte und für die Bewertung von Finanzanlagen.

Produkt	SARON
	Swiss Average Rate ON
Währung	CHF
Administrator	SIX
Underlying	Besicherter Interbank Geldmarkt
Laufzeit	ON
Berechnung	Volumengewichteter Durchschnitt
Veröffentlichung	18.00 CET

Tabelle 8: SARON Spezifikationen

2.2.6. TONAR

TONA(R) (Tokio Overnight Average Rate) wird aus Transaktionen auf dem unbesicherten Tagesgeldmarkt in japanischen Yen berechnet und ist der volumengewichtete Durchschnitt der Kurse aller Transaktionen, die am selben Tag wie dem Handelstag abgewickelt wurden und am folgenden Geschäftstag fällig werden. TONA wird um 10 Uhr Tokioter Zeit für den vorherigen Werktag veröffentlicht.

Produkt	TONA
	Tokio ON Average
Währung	JPY
Administrator	BoJ
Underlying	unbesicherter Geldmarkt
Laufzeit	ON
Berechnung	Volumengewichteter Durchschnitt
Veröffentlichung	10.00 TKT

Tabelle 9: JPY TONA Spezifikationen

3. Wesentliche Unterschiede RFRs vs. IBORs

Basis für die Festlegung von IBORs sind Expertenschätzungen verschiedener, definierter Panelbanken. Als solche enthalten die bisherigen zukunftsbezogenen IBOR Zinssätze inhärent einen Forward-Aufschlag für die künftige Zinsentwicklung und einen Credit Spread.

Im Gegensatz dazu basieren die neuen RFRs auf Übernacht-Zinssätzen und werden rückwirkend berechnet. Die neuen RFRs werden nicht mehr durch Expertenmeinungen von Bankenpanels festgestellt, sondern von tatsächlich getätigten Transaktionen abgeleitet. Dadurch, dass die Feststellung auf real getätigten Geschäften basiert, werden RFRs in den überwiegenden Währungsräumen, täglich mit einer Verzögerung von einem Tag veröffentlicht. Der Zinssatz für die Zinsperiode kann daher erst am Ende der Zinsbindungsfrist bestimmt werden.

Während die aktuellen IBOR-Fixings es ermöglichen am Anfang der Periode die nächste Zinszahlung zu bestimmen (Forward-Looking Ansatz), wird der Referenzzins basierend auf den neuen RFRs erst am Ende der Zinsperiode bestimmt (Backward-Looking Ansatz), da die Feststellung der neuen RFRs auf real getätigten Geschäften basiert. Durch diese Umstellung vom aktuellen Forward-Looking Ansatz auf den zukünftigen Backward-Looking Ansatz müssen eine Vielzahl an IT-Systemen und Geschäfte sowohl auf Bank- wie auch auf Kundenseite angepasst werden.

Nachdem die neuen Benchmarks auch zu entsprechenden Änderungen in den Konventionen der derivativen Produkte führen, möchten wir noch eine Zusammenfassung der wesentlichen Änderungen anbieten.

4. Änderungen Konventionen Derivate

4.1. Interest Rate Swaps (IRS)

Änderungen betreffen hier im Wesentlichen den variablen Index.

IBOR Konventionen:

Zinssatz (üblicherweise 3 Mo oder 6 Mo IBOR) wird zu Beginn der Periode fixiert und am Ende der Periode bezahlt.

RFR (Risk free rate) Konventionen:

Nachdem die neuen Benchmarks ON Sätze sind, entspricht auch bei den Zinsswaps der variable Index dem ON Satz – der dann als Effektivzinssatz aus den historischen

Sätzen der Vergangenheit für die Zinsperiode berechnet wird und am Ende der Periode bezahlt wird. Damit werden im Wesentlichen Zinsswaps gegen ON gehandelt und werden somit zu Overnight Index Swaps.

In einigen Währungen (derzeit USD und GBP) wird auch eine sogenannte „term rate“ für die neuen Benchmarks publiziert. Wird diese „term rate“ als variabler Benchmark verwendet, bleiben die Konventionen ggü. den LIBOR Konventionen unverändert.

4.2. Overnight Index Swaps (OIS)

Während normale IRS typischerweise im Kapitalmarkt ihre Anwendung finden, haben sich im kurzfristigen Zinsbereich Overnight Index Swap Märkte entwickelt, die in den letzten Jahren im Geldmarkt enorm an Bedeutung gewonnen haben. So bietet dieser Swap unter anderem die Möglichkeit, das Zinsrisiko im Geldmarkt zu steuern und das Risiko schwankender Taggeldsätze zu minimieren.

Durch die Einführung der ARRs in den verschiedenen Währungen wurden die Konventionen in den OIS entsprechend angepasst und die neuen Benchmarks als variabler Index eingeführt. Je nach Währung und dem relevanten Overnight Index wurden damit neue Namen für die entsprechenden OIS eingeführt. Die wesentlichen OIS sind:

EUR:	ESTR-OIS
USD:	Fed Funds Swap (EFFR OIS) / SOFR OIS
GBP:	SONIA Swap
CHF:	SARON OIS
JPY:	TONA Swap

4.3. Money Market Futures

Money Market Futures sind börsengehandelte Zinstermingeschäfte. Im Unterschied zu ihrem Gegenstück im OTC-Markt – dem FRA - sind die Spezifikationen von Futures stark standardisiert. Als zugrundeliegendes Instrument dient nach der LIBOR Reform meist die der Währung entsprechende ARR (alternative Reference Rate), und in den Währungen in denen es noch entsprechende Term Rates gibt ein 3-monats-Terminsatz. In einigen Währungen werden zusätzlich auch Futures auf ein 1-monats-Referenzsatz gehandelt.

Währung	Börse	Kontrakt-Volumen	Underlying	Tick-größe	Tickwert	BP-Wert
EUR	EUREX	1.000.000	3 Mo EURIBOR	0,25 BP	6,25 EUR	25 EUR
EUR	ICE	3.000.000	1 Mo ESTR	0,5 BP außer Front Mo (0,25)	12,5/6,25 EUR	25 EUR
GBP	ICE	1.000.000	3 Mo SONIA	0,5 BP außer Front Mo (0,25)	12,5/6,25 GBP	25 GBP
JPY	TFX	100.000.000	3 Mo TIBOR (Euroyen)	0,5 BP	1.250 JPY	2.500 JPY
JPY	TFX	300.000.000	1 Mo TONA	0,5 BP	1.250 JPY	2.500 JPY
CHF	ICE	1.000.000	3 Mo SARON	0,5 BP außer Front Mo (0,25)	12,5/6,25 CHF	25 CHF
USD	ICE/CME	1.000.000	3 Mo SOFR	0,5 BP außer Front Mo (0,25)	12,5/6,25 USD	25 USD

Tabelle 10: Die wichtigsten Money Market Futures-Kontrakte

5. Konsequenzen

Die Ablösung des LIBOR und anderer Referenzzinssätze stellt einen Paradigmenwechsel in der Finanzindustrie dar. In vielen Währungen - die keine BMR konformen IBOR Nachfolger eingeführt haben – stehen damit nur noch ON Zinsen als Benchmark zur Verfügung. Der Wegfall von Terminalsätzen (bzw. Forward Looking Benchmarks) und der Umstieg auf ON Sätze (Backward Looking Benchmarks) hat Implikationen in vielen anderen Bereichen wie

- Kundenprodukte: de facto ist bei variablen Produkten der Zinssatz erst am Ende der Periode bekannt
- ALM: durch OIS Kurven werden de facto alle Positionen gegen ON gesteuert, Basis Swap Risiken müssen zusätzlich gesteuert werden
- Handel: neue Produkte und Handelsmöglichkeiten, neue Bewertungskurven
- Controlling: neue Kurven für die Festlegung der Transferpreise (de facto Umstieg auf OIS Kurve), neue Transferpreise für Euribor Kredite (unter Berücksichtigung der Basis Swap Preise)
- Risikomanagement: Umstellung der Bewertungskurven, Berücksichtigung der Basis Risiken

Hinweis

Die Libor Transition wurde bereits in den Finance Trainer Cyber*School umgesetzt:

- Treasury Cyber*School
- AEFMA Finanzmarktzertifikat Cyber*School
- ALM Cyber*School