

Newsletter IBOR-Reform 08/2021

Zusammenstellung der Helaba IBOR Task Force

Stand 04.08.2021



Vorwort der Helaba IBOR Task Force



Sehr geehrte Damen und Herren,

bereits zum Ende diesen Jahres werden im Rahmen der IBOR-Reform erste Referenzzinssätze durch neue, risikolose Übernachtssätze (sog. risk free overnight rates bzw. RFR) ersetzt. Dazu zählen der EONIA sowie die GBP-, USD-, CHF-, JPY und EUR-LIBOR Referenzzinssätze. Die meisten USD-LIBOR Sätze können allerdings für Bestandsgeschäft noch bis zum 30.06.2023 verwendet werden. Neugeschäft ist direkt auf RFR Basis bzw. ggfs. mit Rate Switch abzuschließen.

Wir beobachten, dass langsam Bewegung in den Markt kommt – sei es in der Anzahl der Refinanzierungen und Neugeschäftsabschlüsse direkt auf RFR Basis, bei der Umstellung von Altverträgen, oder auch im Austausch zwischen Kunden und Banken, um die anstehenden Themen bestmöglich umzusetzen. Marktteilnehmer haben bis Ende des Jahres noch einiges zu leisten. Zahlreiche (auch EONIA-)Verträge sind noch anzupassen. Wir möchten alle ermutigen, sofern erforderlich, auf einen rechtzeitigen Übergang hinzuarbeiten. In den vergangenen Monaten hatte unser Haus mit vielen von Ihnen zahlreiche interessante und wertvolle Gespräche. Um Sie weiter eng bei der Umstellung der Referenzzinssätze zu begleiten, möchten wir Ihnen mit diesem Newsletter einen Überblick über die aktuellen Marktentwicklungen geben.

Viele von Ihnen verfolgen sicherlich auch sehr gespannt die Entwicklung beim SOFR. Wird es für den USD doch eine breit im Markt nutzbare zukunftsgerichtete Term Rate geben?

Unser August-Newsletter konzentriert sich auf ausgesuchte Informationen und aktuelle Entwicklungen seit unserem Mai-Newsletter, die wir für würdig halten, hervorgehoben zu werden. Unsere Zusammenstellungen erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Aufgrund des kontinuierlichen Informationsflusses – was heute noch neu ist, kann bald schon wieder überholt sein – stehen wir Ihnen sehr gerne auch für einen persönlichen Austausch zur Verfügung, um mit Ihnen die aktuellsten Informationen und Marktusancen zu besprechen und Sie und Ihre Unternehmen bei der Umstellung auf die neuen Referenzzsätze weiterhin zu unterstützen.

Bitte zögern Sie nicht, sich mit Fragen an Ihren Kundenbetreuer oder direkt an ibor-reform@helaba.com zu wenden!



Highlights seit Mai 2021 – EONIA / EURIBOR / EUR-LIBOR (1/2)

- Am 24.06.2021 gaben die Europäische Kommission, die Europäische Zentralbank in ihrer Funktion als Bankenaufsicht (EZB-Bankenaufsicht), die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) und die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) eine gemeinsame Erklärung ab, in der sie die Marktteilnehmer nachdrücklich auffordern, die verbleibende Zeit bis zur Einstellung oder zum Verlust der Repräsentativität des USD-LIBOR, GBP-LIBOR, JPY-LIBOR, CHF-LIBOR und EUR-LIBOR zu nutzen, um ihre Engagements in diesen Referenzzinssätzen erheblich zu reduzieren.

"Um dieses Ergebnis zu erreichen, werden die folgenden Maßnahmen dringend empfohlen:

- *die Verwendung der 35 LIBOR-Einstellungen, einschließlich des USD-LIBOR, als Referenzzinssatz in neuen Verträgen so schnell wie möglich und in jedem Fall bis zum 31. Dezember 2021 einzustellen;*
- *die Verwendung von LIBOR-Einstellungen, die unter einer geänderten Methodik veröffentlicht wurden (auch bekannt als "synthetischer" LIBOR), nur auf Verträge zu beschränken, die besonders schwer vor der Einstellung des LIBOR zu ändern sind (allgemein als "schwierige Altlasten" bezeichnet); und*
- *robuste Ausweichklauseln, die alternative Zinssätze in alle Verträge aufnehmen, die auf den LIBOR verweisen.*

Die Europäische Kommission, die ESMA, die EZB-Bankenaufsicht und die EBA werden die Situation und das LIBOR-Engagement weiterhin genau beobachten.,,

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/joint_public_statement_usd_libor.pdf

- Auf Veranlassung des DSGVO hatten die europäischen Spitzenverbände auf diese Erklärung mit einem gemeinsamen Brief reagiert. In diesem wurde hervorgehoben, wie wichtig ein Tätigwerden des Gesetzgebers für die Referenzwerte EONIA und LIBOR ist.
- Am 15.07.2021 wies der Vorsitzende der EUR Risk Free Rates Working Group (RFRWG) in einem Brief an die Europäische Kommission darauf hin, dass es trotz der Umsetzungsbemühungen des Marktes erhebliche zeitliche Probleme bei der Umstellung von EONIA auf €STR gibt. Daher wurde der Europäischen Kommission die Festlegung eines gesetzlichen Ersatzsatzes für den EONIA als Teil einer umfassenden Lösung für Kassa- und Derivateprodukte vorgeschlagen.



Highlights seit Mai 2021 – EONIA / EURIBOR / EUR-LIBOR (2/2)

In ihren "Empfehlungen zum gesetzlichen Aktionsplan von EONIA zu €STR" vom 14.03.2019 hatte die RFRWG empfohlen, dass

- (1) das primäre Ziel der Marktteilnehmer darin bestehen sollte, EONIA-Engagements aktiv in €STR flat zu überführen; und
- (2) ein robuster Fallback auf €STR + 8,5 Basispunkte in neue und alte Verträge aufgenommen werden sollte, die weiterhin auf EONIA referenzieren.

- Am 03.08.2021 hat die EU-Kommission ein Konsultationsverfahren für den Entwurf eines Durchführungsrechtsaktes zum EONIA eröffnet:

- Anwendungsbereich: Alle Verträge und Finanzinstrumente ohne Regelung für die EONIA-Einstellung
- Substitution des EONIA durch den €STR zzgl. eines Adjustment Spreads von 8,5 Basispunkten
- Inkrafttreten des Durchführungsrechtsaktes ab dem 03.01.2022

- Am 29.07.2021 stellte die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) klar, dass beaufsichtigte Unternehmen in der EU auch nach Ablauf der für Drittlandstaaten-Benchmarks geltenden Übergangsfrist weiterhin Benchmarks von Behörden aus Drittländern verwenden können, wenn diese Behörden die in der Benchmark-Verordnung festgelegte Definition und die darin festgelegten Bedingungen erfüllen.

- EURIBOR Fallback Klauseln

- Der (reformierte) EURIBOR kann über den 31.12.2021 hinaus bis auf weiteres weiterhin als „forward-looking“ Referenzzinssatz eingesetzt werden.
- Dennoch muss die Vertragsdokumentation Ausfalllösungen bestimmen, die wirksam werden, wenn der EURIBOR als Referenzwert dauerhaft eingestellt würde. Dies sind aktuell meist abstrakte / flexible Ausfallbeschreibungen.
- Konkrete Empfehlungen für die vertragliche Umsetzung von Rückfallklauseln auf Basis von €STR werden diskutiert und für das zweite Halbjahr 2021 erwartet.



Highlights seit Mai 2021 – GBP LIBOR (1/4)

- Die Umstellung von GBP-LIBOR auf SONIA schreitet voran, wobei neue, auf GBP basierende Darlehen, Anleihen, Verbriefungen und lineare Derivate mit Laufzeiten über Ende 2021 hinaus direkt auf SONIA-Basis starten.
- Bestehende GBP-LIBOR-Verträge werden, soweit möglich, bis Ende des dritten Quartals 2021 angepasst, um zumindest eine vertraglich verankerte Ausweichmöglichkeit (oder vorzugsweise eine vereinbarte Umstellung auf einen stabilen alternativen Referenzzinssatz) vorzusehen.
- Als Ergebnis einer durchgeführten Konsultation veröffentlichte die Working Group on Sterling Risk Free Reference Rates (RFRWG) im Mai eine Empfehlung für eine Fallback-Rate bei GBP-LIBOR Legacy Bonds. Als Nachfolgezinssatz wird die Compounded SONIA In-Arrears Zinsrate empfohlen. Dies entspricht der Erwartung der RFRWG für den Gesamtmarkt. Es wurden keine Empfehlungen für weitere Parameter der neuen Risk Free Reference Rate (bspw. observation lag oder shift) ausgesprochen.

<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/benchmarks/rfr/wgrfr-statement-recommendation-of-successor-rate.pdf?la=en&hash=5491E9E2817DE7611DA14381398C7B365734C552>

- Infolge der Ankündigung der Financial Conduct Authority (FCA), GBP-LIBOR per Ende 2021 einzustellen, rechnet die ICE Benchmark Administration (IBA) damit, dass nicht hinreichend Inputdaten – d.h. Transaktionen GBP-LIBOR basierender Derivate – zur Verfügung stehen, um über Ende 2021 hinaus GBP-LIBOR basierte ICE Swapsätze (ISRs) berechnen zu können. Ergebnisse einer Konsultation der IBA zur Einstellung der Veröffentlichung von GBP-LIBOR basierten ISRs zum 31.12.2021, die bis zum 04.06.2021 lief, stehen noch aus. Die IBA hat angedeutet, zu gegebener Zeit über die Einstellung der Veröffentlichung der USD-LIBOR basierten Derivate zu beraten, da mit Beendigung des USD-LIBORs per 30.06.2023 analoge Implikationen erwartet werden.

<https://ir.theice.com/press/news-details/2021/ICE-Benchmark-Administration-Consults-on-Potential-Cessation-of-ICE-Swap-Rate-based-on-GBP-LIBOR/default.aspx>



Highlights seit Mai 2021 – GBP LIBOR (2/4)

- Die Einstellung neuer währungsübergreifender Derivateabschlüsse mit einer LIBOR-gebundenen GBP-Komponente, die nach 2021 fällig werden (mit Ausnahme des Risikomanagements bestehender Positionen), ist ein wichtiger Meilenstein, der von der RFRWG empfohlen wird. Wie in einem "Dear CEO"-Schreiben dargelegt, erwarten sowohl die Financial Conduct Authority (FCA) als auch die Prudential Regulation Authority (PRA), dass regulierte Firmen die Meilensteine der Arbeitsgruppe erfüllen und auch RFRs in anderen Währungen als GBP-LIBOR einführen. Dazu gehört auch, dass neue USD-LIBOR-Transaktionen so bald wie möglich, spätestens jedoch bis Ende 2021, eingestellt werden, wie es die Aufsichtsbehörden in den USA vorsehen.
- Nach der formellen Empfehlung des Market Risk Advisory Committee (MRAC) der US-Bundesbehörde Commodity Futures Trading Commission (CFTC) am 13.07.2021 für eine Reihe von „SOFR First“-Initiativen in den USD-Märkten, haben die FCA und die Bank of England (BoE) am 21.07.2021 die britischen Marktteilnehmer aufgefordert, die von den USA angeführte Initiative zu unterstützen. „SOFR First“ sieht die Einführung neuer Quotierungskonventionen per 26.07.2021 für den Interdealer-Handel auf Grundlage risikofreier Zinssätze (RFRs) anstelle des LIBORs vor. FCA und BoE haben sich auch mit den Behörden in den anderen LIBOR-Ländern zusammengetan, um den notwendigen Konsens für die nachfolgende Initiative für Cross-Currency-Swaps im September 2021 zu schaffen. Diese soll eine weitere Verlagerung der Marktliquidität hin zu RFRs erleichtern, was für eine breite Palette von Nutzern Vorteile bringt, wenn sie sich vom LIBOR wegbewegen.

<https://www.fca.org.uk/news/statements/fca-bank-england-encourage-market-participants-switch-rfrs-libor-cross-currency-swaps-market-21-september>

- In Anbetracht der obigen Ausführungen hat sich die FCA mit britischen Marktteilnehmern, einschließlich Interdealer-Brokern (IDBs) und Liquiditätsanbietern, in Verbindung gesetzt, um die Unterstützung für eine Änderung der Quotierungskonventionen für LIBOR-Cross-Currency-Swaps auf dem Interdealer-Markt zum vorgeschlagenen Datum, 21.09.2021, zu ermitteln.



Highlights seit Mai 2021 – GBP LIBOR (3/4)

Eine Umfrage der FCA unter den Marktteilnehmern im Vereinigten Königreich ergab, dass eine Änderung der Quotierungskonvention für Interdealer stark befürwortet wird, so dass ab dem 21.09.2021 nicht mehr der LIBOR, sondern der RFR als Standardkurs gelten würde.

- In einem Konsultationspapier zur Clearingpflicht unter EMIR hatte die BoE am 20.05.2021 einen Vorschlag zum Auslauf der Clearingpflicht für neu abgeschlossene Kontrakte standardisierter Derivateklassen veröffentlicht, die GBP-LIBOR, EONIA und JPY-LIBOR referenzieren. Stattdessen werden SONIA bzw. €STR referenzierende Kontrakte in die Clearingpflicht aufgenommen, wohingegen noch keine neuen JPY-Instrumente in die Clearingpflicht einbezogen werden. Für die Anpassung werden je nach Benchmark Stichtage zwischen dem 18.10.2021 und dem 20.12.2021 avisiert. Zu diesen Daten sowie dem Anpassungsprozess insgesamt bat die BoE bis zum 14.07.2021 um Rückmeldung. Eine entsprechende Auswertung wird erwartet.

<https://www.bankofengland.co.uk/paper/2021/derivatives-clearing-obligation-modifications-to-reflect-interest-rate-benchmark-reform-amendments>

- Am 24.06.2021 leitete die FCA eine Konsultation ein (läuft bis zum 27.08.2021), um auf der Grundlage der Befugnisse der Benchmark Verordnung von Artikel 23D(2) vorzuschreiben, dass die 1M-, 3M- und 6M-GBP- und JPY-LIBOR-Sätze nach Ende 2021 nach einer geänderten Methodik (d. h. auf der Grundlage eines "synthetischen" LIBOR) ermittelt werden. Die synthetischen GBP- und JPY-LIBOR-Sätze würden unter Verwendung einer zukunftsorientierten Laufzeitversion der relevanten risikofreien Sätze SONIA und TONA zusammen mit den am 05.03.2021 von Bloomberg veröffentlichten festen ISDA-Spread-Anpassungen berechnet, die im Derivate- und Kreditgeschäft verwendet werden.



Highlights seit Mai 2021 – GBP LIBOR (4/4)

Sowohl Refinitiv als auch IBA bieten Referenzzinssätze für vorwärtsgerichtete Term SONIA Reference Rates (TSRRs) an, die der Benchmark-Reform entsprechen. Während die FCA beide TSSRs für eine begrenzte Nutzung (wie von der Arbeitsgruppe identifiziert) in bestimmten Nischen des Kassamarktes für geeignet hält und ihre Veröffentlichung empfiehlt, wurde die von IBA bereitgestellte TSRR als eine Komponente für den spezifischen Zweck eines potenziellen synthetischen GBP-LIBORs ausgewählt.

Eine Konsultation zum Anwendungsbereich wurde am 17.06.2021 abgeschlossen, und die FCA beabsichtigt, im dritten Quartal eine weitere Konsultation durchzuführen, um eine Entscheidung darüber zu treffen, für welche Bestandsgeschäfte der Einsatz von synthetischen GBP- und JPY-LIBOR-Sätze zulässig sein soll.

Die FCA beabsichtigt, ihre endgültigen Entscheidungen so bald wie möglich im vierten Quartal 2021 zu bestätigen und erinnert die Marktteilnehmer daran, dass jeder synthetische LIBOR zeitlich begrenzt sein wird und nur als Sicherheitsnetz für Verträge gedacht ist, die nicht umgestellt werden können. Die FCA ermutigt die Marktteilnehmer erneut, die Abkehr vom LIBOR aktiv fortzusetzen, wo immer dies praktikabel ist und im Einklang mit den relevanten Meilensteinen der Branche steht, und ihre Pläne nicht zu verzögern, indem sie auf eine potenzielle "synthetische" Lösung warten. Da noch eine Vielzahl von Verträgen umzustellen ist, könnte jede Verzögerung zu einem administrativen und operativen Rückstau führen.

<https://www.fca.org.uk/news/statements/fca-consults-proposed-decision-require-synthetic-libor-6-sterling-and-japanese-yen-settings>

- Das FICC (fixed income, currencies and commodities) Markets Standards Board (Vereinigung von namhaften internationalen Konzernen und Institutionen der Finanzbranche) hat am 28.07.2021 bestätigt, dass der Einsatz von SONIA Term Rates auf Sondergeschäfte beschränkt bleiben soll.

https://fmsb.com/wp-content/uploads/2021/07/Standard-on-use-of-Term-SONIA-reference-rates_FINAL.pdf



Highlights seit Mai 2021 – USD-LIBOR (1/5)

- „SOFR-First“-Umstellungsinitiative
 - Empfehlung der Commodity Futures Trading Commission (CFTC), die Handelskonventionen für lineare USD-Zinsswaps im Interdealer-Markt zum 26.07.2021 von LIBOR auf SOFR umzustellen. Durch die Umstellung wird SOFR zur primären Bezugsquelle und Grundlage für die Berechnung von Preisquotierungen und Swap-Kurven. Damit entfällt bei Quotierungen die bisherige indirekte Referenzierung auf um LIBOR-SOFR Basis adjustierte LIBOR-Swap-Sätze. Die Umstellung von LIBOR auf SOFR wird durch diese Best Practice Empfehlung beschleunigt.
 - USD-LIBOR Swaps werden bis zur endgültigen Einstellung am 22.10.2021 übergangsweise zu Informationszwecken veröffentlicht. Weitere (nicht-lineare) Derivate sollen im 2. Halbjahr angegangen werden.
 - Unterstützung bekommt die „SOFR-First“-Initiative auch durch die englische Bankenaufsicht. Marktteilnehmer des Interdealer-US-Swap-Marktes werden ermutigt, sich für die Umstellung der Marktkonventionen (linearer) USD-Zinsswaps von USD-LIBOR auf SOFR zu rüsten.

- SOFR Term Rate - Prozess zur Empfehlung einer zukunftsorientierten SOFR Term Rate fast abgeschlossen
 - Am 06.05.2021 legte das Alternative Reference Rates Committee (ARRC) Prinzipien und relevante Marktindikatoren für die Empfehlung einer zukunftsorientierten Term Rate fest. Mit CME Group wurde außerdem ein geeigneter Administrator der SOFR Term Rates identifiziert.
 - Am 21.05.2021 kündigte die ARRC an, die CME Group als Administrator für eine zukunftsgerichtete SOFR Term Rate zu empfehlen, sobald die diesbezüglichen Marktindikatoren hinreichend gegeben sind.
 - Am 26.07.2021 begrüßte die ARRC die “SOFR-First” Konventionsumstellung und teilte mit, dass sie erwarte, dass durch den Konventionswechsel die Marktindikatoren für eine SOFR Term Rate erfüllt werden und sie anschließend eine formale Empfehlung für die CME SOFR Term Rates aussprechen könne.

https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2021/ARRC_Press_Release_Convention_Switch_Update.pdf



Highlights seit Mai 2021 – USD-LIBOR (2/5)

- SOFR Term Rate - Formale Empfehlung ist ein wichtiger Meilenstein in der Ablösung des USD-LIBOR

Nach der erfolgreichen „SOFR First“-Konventionsänderung und angesichts des anhaltenden Wachstums der SOFR-Kassa- und Derivatemärkte hat die ARRC am 29.07.2021 die SOFR Term Rates formell empfohlen. Die SOFR Term Rates, die von der CME Group administriert werden, entsprechen den von der ARRC festgelegten Grundsätzen und Indikatoren. Sie geben den Marktteilnehmern ein wichtiges Übergangsinstrument an die Hand und markieren den Abschluss des Plans für einen schrittweisen Übergang, den die ARRC 2017 skizziert und auf den sie seitdem hingearbeitet hat.

- SOFR Term Rate – Best Practices Empfehlung zu möglichen Anwendungsfeldern

- Am 21.07.2021 hat die ARRC Best Practices bezüglich möglicher Anwendungsfelder einer SOFR Term Rate veröffentlicht.

https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2021/ARRC_Scope_of_Use.pdf

- Empfohlene Best Practices für die Verwendung der SOFR Term Rate in Neuverträgen:

- Bei neuen Verträgen empfiehlt die ARRC weiterhin den SOFR für alle Produkte und grundsätzlich aufgrund ihrer Robustheit die Verwendung von Overnight-SOFR und SOFR-Durchschnittssätzen, insbesondere in Märkten, in denen diese Sätze erfolgreich eingesetzt werden können (z.B. bei variabel verzinslichen Schuldverschreibungen, Verbraucherprodukten etc.). Die ARRC empfiehlt auch die Verwendung von SOFR- und SOFR-Durchschnittssätzen für Übernachtgeschäfte, wenn eine Partei sich auf die effizienteste und transparenteste Weise absichern möchte. Die ARRC unterstützt jedoch auch die Verwendung des SOFR-Term-Satzes in Bereichen, in denen sich die Verwendung von Overnight-SOFR und SOFR-Durchschnittswerten als schwierig erwiesen hat, wie dem Markt für Unternehmenskredite.

- Neu ist, dass die ARRC die Verwendung der SOFR Term Rates neben Handelsfinanzierungen auch für u.a. Multi-Lender-Fazilitäten und „Middle Market Loans“ unterstützt.



Highlights seit Mai 2021 – USD-LIBOR (3/5)

- Für die große Mehrheit der Derivatemärkte wird die Verwendung der SOFR Term Rate allerdings nicht unterstützt. Die Verwendung von SOFR-Term-Rates in Derivaten für Endverbraucher, die an die Term-Rates gebundene Kassainstrumente absichern, sowie bestimmte Verbriefungen mit Basiswerten, die ihrerseits an SOFR-Term-Rates gebunden sind, wird jedoch befürwortet.
- Empfohlene Best Practices für die Verwendung der SOFR Term Rate in Altverträgen, die die ARRC-Fallback-Language übernommen haben:
 - Um das Risiko einer schwerwiegenden Marktstörung zu verringern, wenn der LIBOR nicht mehr verwendet werden kann, hatte die ARRC für USD-LIBOR basierte, variabel verzinsliche Verträge als ersten Schritt des Rückgriffs-Wasserfalls einen zukunftsorientierten, auf dem SOFR basierenden Laufzeitsatz empfohlen.
 - Dementsprechend werden nach der aktuellen, formellen Empfehlung der SOFR Term Rate Altverträge, die die Fallback-Sprache der ARRC ohne Änderung des Wasserfalls übernommen haben, bei entsprechender Laufzeit auf die SOFR Term Rate zurückfallen, sobald der vertragliche LIBOR-Ersatztermin eintritt.
 - Gemäß der kürzlich vom Bundesstaat New York verabschiedeten Gesetzgebung werden LIBOR-basierte Instrumente, die dem New Yorker Recht unterliegen und keine wirksamen Ausweichmöglichkeiten bieten, auf den anwendbaren SOFR basierten Satz umgestellt, der von ARRC, Federal Reserve Board oder Federal Reserve Bank of New York empfohlen wird. Die ARRC erwartet, dass Empfehlungen für die Gesetzgebung ausgesprochen werden, die mit ihren bestehenden empfohlenen Ausweichbestimmungen übereinstimmen.
- SOFR Term Rate – Bedeutung für den laufenden Umstellungsprozess von Krediten und Derivaten
 - Lange sah es so aus, als würde es bestenfalls eine SOFR Term Rate für die Geschäftsarten geben, bei denen nicht mit einer rückwärtsgerichteten Rate gearbeitet werden kann.



Highlights seit Mai 2021 – USD-LIBOR (4/5)

- Nachdem der Markt (und natürlich auch wir als Helaba) seit vielen Monaten intensiv an der technischen und vertraglichen Umstellung auf die von den Working Groups und Aufsichtsbehörden empfohlenen rückwärtsgerichteten Risk Free Rates arbeiten, müssen die neuen ARRC Informationen erst einmal von allen Marktteilnehmern verarbeitet und eingewertet werden.
- Ein breiterer Einsatz zukunftsorientierter SOFR Term Rates mit Zinsfestsetzung und Zinsbetragsermittlung zu Beginn der Laufzeit wäre für Kunden und Banken einfacher zu handhaben und würde den Kreditnehmern einen langfristigeren Überblick über ihre voraussichtlichen Finanzierungskosten verschaffen. Marktteilnehmer beobachten, dass sich die Kosten für Kreditnehmer und Emittenten aus Rentabilitätssicht bei einem rückwärts- und vorwärtsgerichteten Zinssatz kaum voneinander unterscheiden werden.
- Wie immer muss jeder Marktteilnehmer unabhängig bewerten und entscheiden, ob oder in welchem Umfang er die Empfehlungen der ARCC übernimmt. Entscheidend wird aber sein, in welche Richtung sich der Markttrend in Bezug auf den Einsatz von Overnight-SOFR, SOFR-Durchschnittssätzen und SOFR Term Rates entwickelt und was dies konkret für Hedging von Krediten bedeutet. Das wird sich erst in den nächsten Monaten abzeichnen.
- Wer nicht zwingend Handlungsbedarf hat, sein USD-Geschäft umzustellen, könnte derzeit gut beraten sein, die weiteren Marktentwicklungen abzuwarten. Bis auf den 1W- und 2M-USD-LIBOR Satz werden die restlichen USD-LIBOR-Sätze noch bis zum 30.06.2023 veröffentlicht und können weiterhin für Bestandsgeschäft verwendet werden. Abschluss direkt auf RFR-Basis gilt für USD-Neugeschäft ab dem 01.01.2022. Einige Kreditnehmer haben möglicherweise Mehrwährungsfazilitäten, die sich auf andere Benchmarks als den USD-LIBOR beziehen können (z. B. GBP/CHF/JPY-LIBOR und/oder EONIA). Bei den Plänen und dem Zeitplan für die Umstellung dieser Fazilitäten müssen die Umstände und die Fristen für die Einstellung der jeweiligen Benchmarks berücksichtigt werden.

Wir werden Sie, wie bisher auch, über die weiteren Entwicklungen auf dem Laufenden halten. Bei konkreten Anfragen können Sie uns wie immer gerne über die bekannten Ansprechpartner einbinden und die aktuellste Markteinschätzung abfragen.



Highlights seit Mai 2021 – USD-LIBOR (5/5)

- US-Bundesbehörden wie der Financial Stability Oversight Council (FSOC) und die Federal Housing Finance Agency erörtern in den letzten Wochen, wie wichtig es ist, den Übergang vom LIBOR zu beschleunigen und ausreichend robuste Referenzsätze - wie den von der ARRC empfohlenen SOFR - für Derivate und Kapitalmarktprodukte zu verwenden.
- Während der SOFR der gewählte Nachfolger des USD-LIBOR ist, haben sich in den Vereinigten Staaten andere Zinssätze als mögliche Alternativen herauskristallisiert:
 - Am 22.06.2021 führte die American Financial Exchange (AFX) den AMERIBOR (American Interbank Offered Rate) ein, einen zukunftsgerichteten Terminzinssatz, der täglich als transaktionsvolumengewichteter Durchschnittszinssatz der unbesicherten AMERIBOR-Übernachtungskredite an der AFX berechnet wird. Der regulierte Satz erfüllt alle Kriterien, die von der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) für eine kritische Benchmark aufgestellt wurden. Der AMERIBOR ist mit Laufzeiten von O/N, 1W, 1M, 3M, 6M, 1J, 2J erhältlich und wurde als Alternative zum USD LIBOR und SOFR eingerichtet, um den Anforderungen von Tausenden von Banken in den Vereinigten Staaten gerecht zu werden. Diese Banken nutzen zur Finanzierung ihrer Bilanzen weder den USD-LIBOR noch den SOFR und benötigen eine separate Benchmark, die ihre tatsächlichen Kreditkosten widerspiegelt.
 - Ein weiterer alternativer Zinssatz ist der Bloomberg Short Term Bank Yield Index (BSBY), der im Januar 2021 eingeführt wurde und auf tatsächlichen Transaktionen und ausführbaren Notierungen basiert. Der Index ist für 5 Laufzeiten verfügbar: O/N, 1M, 3M, 6M und 12M. Die SEC ist der Ansicht, dass der BSBY viele ähnliche Schwächen wie der LIBOR aufweist.
 - Die ICE Benchmark Administration führte ihren eigenen zukunftsorientierten Bank Yield Index als potenziellen Ersatz für den USD LIBOR ein. Wie BSBY und AMERIBOR berücksichtigt er das Kreditrisiko der Banken, während der SOFR dies nicht tut.
 - Während der Markt Alternativen zum rückwärtsgerichteten SOFR begrüßt, bevorzugen die Aufsichtsbehörden den SOFR, weil er von einem täglichen Handelsvolumen von etwa USD 1 Billion gestützt wird und damit vor der Art von Korruption geschützt ist, die den LIBOR in Verruf gebracht hat.



Highlights seit Mai 2021 – CHF (1/2)

- Infolge der Verlautbarung der britischen Financial Conduct Authority (FCA) vom 05.03.2021, u.a. die CHF-Referenzzinssätze zum 31.12.2021 einzustellen (für den CHF-LIBOR wird es keinen synthetischen forward-looking Term-Satz geben), hat die EU-Kommission ein Konsultationsverfahren eingeleitet im Rahmen dessen sie prüft, ob in Bezug auf den CHF-LIBOR mit dreimonatiger Laufzeit die Tatbestandsvoraussetzung für die erstmalige Nutzung des gesetzlichen Ersetzungsmechanismus der Benchmark-Verordnung vorliegen.
- Auch die Deutsche Kreditwirtschaft hat sich am Konsultationsverfahren beteiligt und begrüßt ausdrücklich die Initiative der EU-Kommission, den 3M-CHF-LIBOR durch die 3M-SARON Compounded Zinsrate zzgl. eines Spreads in Höhe von 0,31 Basispunkten zu ersetzen.
- Der über drei Monate aufgezinste SARON soll zudem künftig als Referenzzinssatz bei der Berechnung des Höchstzinssatzes für Verbraucherkredite Verwendung finden. Am 01.07.2021 wurde die vom Bundesrat am 19.05.2021 gebilligte Änderung der Verbraucherkreditverordnung in Kraft gesetzt.
- Die Nationale Arbeitsgruppe für Schweizer Franken-Referenzzsätze (NWG) hat nach ihrer Zusammenkunft am 01.07.2021 u.a. folgende Empfehlungen ausgesprochen:
 - Falls der aufgezinste SARON im Voraus bekannt sein muss (z.B. für Intercompany-Darlehen, Handelsfinanzierungen und Rückfallklauseln), ist auch die Option "Last Recent" - zusätzlich zur Option "Last Reset" - und die SARON 1M Compound Rate in Betracht zu ziehen.
 - Rückfallklauseln sind nur eine Art „Sicherheitsgurt“, am besten bilaterale und geclearte Derivate bis Ende 2021 umstellen.
 - Starttermine für die Verwendung von SARON als einzigem Referenzwert und Benchmark in Derivatemärkten (SARON First).

https://www.snb.ch/n/mmr/reference/minutes_20210701/source/minutes_20210701.n.pdf



Highlights seit Mai 2021 – CHF (2/2)

- Am 03.08.2021 hat die EU-Kommission ein Konsultationsverfahren für den Entwurf eines Durchführungsrechtsaktes zum CHF eröffnet:
 - Anwendungsbereich: Alle Verträge und Finanzinstrumente, die keine entsprechende Fallback-Regelung enthalten
 - 1M, 3M, 6M, 12M CHF-LIBOR werden durch 1M, 3M, 6M, 12M Compounded SARON ersetzt („last reset“ Methodik)
 - Gesetzliche Fixierung des Spread Adjustments für alle Laufzeiten (Verwendung der von Bloomberg am 05.03.2021 veröffentlichten Spreads)
 - Inkrafttreten des Durchführungsrechtsakts ab dem 01.01.2022
 - Möglichkeit zur individualvertraglichen Abweichung festgehalten

Highlights seit Mai 2021 – ISDA (1/2)

- Die aktualisierten und erweiterten „2021 ISDA Interest Rate Derivatives Definitions“ werden die „2006 ISDA Definitions and Supplements“ als Standardverzeichnis für Zinsderivate ablösen. Das neue digitale Verzeichnis der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) wird am ersten Oktober-Wochenende 2021 auf einer Benutzeroberfläche im Internet („MyLibrary“) zusammen mit dem 2002 ISDA Master Agreement zur Verfügung gestellt und kann ab 04.10.2021 eingesetzt werden.
- Zur besseren Transparenz werden Aktualisierungen künftig über vollständig neue Verzeichnisversionen anstelle von separat veröffentlichten Ergänzungen umgesetzt und über die Plattform zur Verfügung gestellt. Die 2006-Definitionen werden zwar fortbestehen, aber ab Oktober 2021 nicht mehr aktualisiert.
- Zentrale Clearing-Häuser und Handelsplätze werden ihre Verfahrensregeln an die neuen Definitionen anpassen. Clearing, auch von Transaktionen auf Basis der 2006-Definitionen, wird künftig auf Basis der Marktpraktiken der 2021-Definitionen erfolgen.
- Zu den inhaltlichen Ergänzungen gehören u.a. die Überführung des narrativen Formats variabler Zinsoptionen in ein Matrix-Format, um die (technische) Bearbeitung zu optimieren sowie die Einführung eines generischen Rahmenwerkes zur Herleitung von Fallbacks und Anpassungen.

<https://www.isda.org/a/apzTE/Introduction-to-the-2021-ISDA-Interest-Rate-Derivatives-Definitions-Update.pdf>

- Am 23.07.2021 teilte die ISDA mit, dass die Ergebnisse ihrer Konsultation zur Einführung von Fallback-Bestimmungen für den GBP-LIBOR-ICE-Swapsatz und den USD-LIBOR-ICE-Swapsatz darauf hindeuten, dass eine deutliche Mehrheit der Befragten den Fallback-Bestimmungen zustimmt, die in den der Konsultation beigefügten Änderungsentwürfen enthalten sind. Eine Auswertung der Konsultationsergebnisse wird in den kommenden Wochen verfügbar sein.

<https://www.isda.org/a/TzDgE/Consultation-on-GBP-and-USD-ISR-Fallbacks-Final.pdf>

Highlights seit Mai 2021 – ISDA (2/2)

- Es folgt, alsbald möglich, die Fertigstellung der Änderungen zur Umsetzung von Fallbacks für den GBP-LIBOR-ICE-Swapsatz. Ebenso wird die ISDA, sobald ein SOFR-Swapsatz in einer Form veröffentlicht wird, auf die in Finanzinstrumenten Bezug genommen werden kann, die Änderungen zur Umsetzung von Fallbacks für den USD-LIBOR-ICE-Swapsatz fertigstellen.
- Am 19.07.2021 hatte die ISDA auf ihrem neu gestalteten „Benchmark Reform and Transition from LIBOR“ InfoHub die Microsite „Understanding IBOR Benchmark Fallbacks“ veröffentlicht. Die Microsite wurde in Zusammenarbeit mit The Brattle Group entwickelt und bietet Hintergrundinformationen zu den wichtigsten Interbank Offered Rate Fallbacks.

<https://www.isda.org/2020/05/11/benchmark-reform-and-transition-from-libor/>

<https://www.isda.org/2020/06/02/factsheet-understanding-ibor-benchmark-fallbacks/>

Ausgewählte IBOR-Benchmarks und ihre RFR-Nachfolger (1/3)

Jurisdiktion	Währung	IBOR Referenzzinssatz	RFR/ARR	besichert/ unbesichert	Administrator	Kommentare / Einstellungsdatum (sofern zutreffend)
	EUR	EURIBOR	Hybrid EURIBOR	unbesichert	ECB	Fortgesetzte Anwendung des reformierten EURIBOR Nach dem 31.12.2021: Beendigung des EONIA und aller EUR-LIBOR-Sätze Mehrsatzansatz von EURIBOR und €STR
		EONIA	€STR (EUR Short Term Rate)	unbesichert		
		EUR LIBOR				
	GBP	GBP LIBOR	SONIA (Revised Sterling Overnight Index Average)	unbesichert	Bank of England	31.12.2021: Alle GBP LIBOR-Sätze werden als repräsentative Sätze auf Panelbasis enden Nach dem 31.12.2021: Der 1/3/6M-GBP-LIBOR kann für einen noch klar zu definierenden Zeitraum als nicht repräsentativer synthetischer Satz veröffentlicht werden
	USD	USD LIBOR	SOFR (Secured Overnight Financing Rate)	besichert	Federal Reserve Bank of New York (FRBNY)	31.12.2021: Ende des 1W-, 2M-USD-LIBOR 30.06.2023: Ende der verbleibenden USD-LIBOR-Sätze, dauerhaftes Ende von O/N- und 12M-USD-LIBOR Nach dem 30.06.2023: Eventuell Veröffentlichung des nicht repräsentativen synthetischen 1/3/6M-USD-LIBOR
	CHF	CHF LIBOR	SARON (Swiss Average Rate Overnight)	besichert	Swiss National Bank (SNB) + SIX Swiss Exchange	31.12.2021: Ende aller CHF-LIBOR-Sätze
	JPY	JPY LIBOR	TONA (Tokyo Overnight Average Rate)	unbesichert	Bank of Japan	31.12.2021: Alle JPY-LIBOR-Sätze werden als repräsentative Sätze auf Panelbasis enden Nach dem 31. Dezember 2021: Der 1/3/6M-JPY-LIBOR kann für einen noch klar zu definierenden Zeitraum als nicht-repräsentativer synthetischer Satz veröffentlicht werden Ansatz mit mehreren Sätzen: Die TIBOR-Reformen sollen sicherstellen, dass der TIBOR weiterhin neben dem TONA verwendet werden kann.
		JPY TIBOR				
		EUROYEN TIBOR				

Quellen: Zentralbanken, Benchmark Regulatoren, Finanzmärkte

Ausgewählte IBOR-Benchmarks und ihre RFR-Nachfolger (2/3)

Jurisdiktion	Währung	IBOR Referenzzinsatz	RFR/ARR	besichert/ unbesichert	Administrator	Kommentare / Einstellungsdatum (sofern zutreffend)
	DKK	CIBOR	DESTR (Denmark Short-Term Rate)	unbesichert	Danmarks Nationalbank	CIBOR wird nicht als kritische Benchmark angesehen, DESTR soll nach Testphase 2021 Anfang 2022 eingeführt werden
	SEK	STIBOR	SWESTR (Swedish Krona Short Term Rate)	unbesichert	Riksbank	Der SWESTR kann ab dem 02.09.2021 in Finanzkontrakten verwendet werden und damit den STIBOR bei der kürzesten Laufzeit ersetzen. Veröffentlichung der Durchschnittssätze und des Index für SWESTR ab dem 01.10.2021. Die Riksbank empfiehlt den Marktteilnehmern, in naher Zukunft auf die Verwendung des SWESTR umzustellen.
	NOK	NIBOR	NOWA (Norwegian O/N Weighted Average)	unbesichert	Norges Bank	Kein Hinweis darauf, dass der NIBOR abgeschafft wird, NOWA und NIBOR werden wahrscheinlich parallel als Referenzsätze verwendet
	CZK	PRIBOR	To be identified (existing CZEONIA (CZEch OverNight Index Average))	unbesichert	Czech Financial Benchmark Facility	Überarbeitete Berechnungsmethodik, keine Einstellung vorgesehen
	HUF	BUBOR	To be identified (existing HUFONIA (Hungarian Forint Overnight Index Average))	unbesichert	Central Bank of Hungary	BUBOR wurde reformiert, keine Einstellung vorgesehen
	PLN	WIBOR	To be identified (existing WIBON (Warsaw Index based on Overnight))	unbesichert	GPW Benchmark	WIBOR wurde reformiert, keine Einstellung vorgesehen

Quellen: Zentralbanken, Benchmark Regulatoren, Finanzmärkte

Ausgewählte IBOR-Benchmarks und ihre RFR-Nachfolger (3/3)

Jurisdiktion	Währung	IBOR Referenzzinssatz	RFR/ARR	besichert/ unbesichert	Administrator	Kommentare / Einstellungsdatum (sofern zutreffend)
	CAD	CDOR	Enhanced CORRA (Canadian O/N Repo Rate Average)	besichert	Bank of Canada	Multiple-Rate-Ansatz mit CDOR und CORRA als nebeneinander existierende Zinsbenchmarks. Die Berechnung und Veröffentlichung der 6 und 12M CDOR-Sätze wurde am 17.05.2021 eingestellt. Die 1M/2M/3M-Sätze sind nicht betroffen.
	HKD	HIBOR	HONIA (Hong Kong Overnight Index Average)	unbesichert	Treasury Markets Association	Der HIBOR wurde einer Reihe von Reformen unterzogen. Multiple-Rate-Ansatz: HIBOR wird neben HONIA weitergeführt.
	SDG	SIBOR (Singapore Interbank Offered Rate)	Reformed SIBOR	unbesichert	ABS Benchmarks Administration	Der letzte Tag der Veröffentlichung für den 12M-SIBOR war der 31.12.2020 aufgrund der geringen Marktnutzung und des Fehlens von Grundgeschäften, die diesem Benchmark-Tenor zugrunde liegen.
		SOR (Swap Offer Rate)	SORA (Singapore Overnight Rate Average)	unbesichert	The Monetary Authority of Singapore	Der 6M-SIBOR wird mit Wirkung zum 01.04.2022 eingestellt, der letzte Tag seiner Veröffentlichung ist der 31.03.2022. Die Einstellung des 1M- und 3M-SIBOR ist bis Ende 2024 geplant. In Anbetracht der Ankündigung der ICE Benchmark Administration aus März 2021, die eine Einstellung des SOR erst Mitte 2023 zur Folge hätte, hat ABS den methodischen Fallback für den 6M-SOR mit Wirkung zum 01.04.2022 aktualisiert, um die Abhängigkeit vom 6M-SIBOR aufzuheben, damit der 6M-SIBOR separat vom 6M-SOR eingestellt werden kann.

Quellen: Zentralbanken, Benchmark Regulatoren, Finanzmärkte



Nützliche Informationsquellen für aktuelle Entwicklungen

Aktuelle Informationen und allgemeine Hinweise zum IBOR-Übergang entnehmen Sie bitte auch den von Aufsichtsbehörden, Arbeitsgruppen und anderen Branchenorganisationen publizierten Informationen. Eine Auswahl der wichtigsten Websites finden Sie hier:

	€STR: Europäische Zentralbank EURIBOR: Emmi Working Group on Euro Risk Free Rates
	Bank of England Financial Conduct Authority
	Federal Reserve Bank of New York The Alternative Reference Rates Committee (ARRC)
	SIX Schweizer Börse National Working Group on Swiss Franc Reference Rates (SNB)
	Bank of Japan Cross-Industry Committee on Japanese Yen Interest Rates Benchmarks
	ISDA Loan Market Association (LMA) LSTA

Haftungsausschluss/Disclaimer

- Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen kein Angebot, keine Empfehlung und keine Beratung dar, sondern dienen ausschließlich Informationszwecken. Vertretene Ansichten sind solche des Publikationsdatums und können sich ohne weiteren Hinweis ändern. Obwohl die in diesem Dokument enthaltenen Angaben Quellen entnommen wurden, die als zuverlässig erachtet werden, kann für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Angemessenheit keine Gewähr übernommen werden.
- Helaba übernimmt keinerlei Beratungstätigkeit in Bezug auf steuerliche, bilanzielle und/oder rechtliche Fragestellungen. Die Behandlung derartiger Fragen hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden ab und ist vom Kunden mit unabhängigen Beratern vor Abschluss einer Transaktion zu klären. Es wird außerdem darauf hingewiesen, dass die steuerliche, bilanzielle und/oder rechtliche Behandlung künftig Änderungen unterworfen sein kann.
- Jede Form der Verbreitung dieses Dokuments bedarf unserer ausdrücklichen vorherigen schriftlichen Genehmigung.

© Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale, Frankfurt am Main und Erfurt