

Newsletter IBOR-Reform 04/2023

Zusammenstellung der Helaba IBOR Task Force

Stand 28.04.2023



Vorwort der Helaba IBOR Task Force



Sehr geehrte Damen und Herren,

herzlich Willkommen zur aktuellen Ausgabe unseres IBOR-Reform Newsletters, der über die aktuellen Marktentwicklungen insbesondere zur USD-LIBOR Umstellung berichtet. Mit dem baldigen Auslaufen der verbliebenen USD-LIBOR Referenzzinssätze nimmt die USD-LIBOR Umstellung Fahrt auf. Trotz der unermüdlichen Anstrengungen der Marktteilnehmer einer aktiven und fristgerechten Umstellung bis zum 30.06.2023 nachzukommen, mag es aufgrund des massiven USD-LIBOR Marktvolumens schwierig werden, alle Bestandsgeschäfte bis dahin abzuwickeln oder umzustellen. In diesem Zusammenhang ist die Ankündigung der FCA zur Veröffentlichung von synthetischen USD-LIBOR Sätzen eine willkommene Ausweichlösung für die Fälle, in denen eine fristgerechte Abwicklung nicht möglich ist oder eine Hilfe für die Transaktionen, die nur noch ein oder zwei Zinsperioden bis zur Fälligkeit haben.

Wenn Sie noch Verträge auf USD-LIBOR Basis haben sollten, möchten wir Sie ermutigen, diese Transaktionen aktiv vor dem 30.06.2023 umzustellen. Bitte lassen Sie uns wissen, wenn Sie unsere Unterstützung benötigen. Bei Konsortialkrediten, wo wir Agent sind, bzw. bei bilateralen Krediten haben wir unseren Kunden bereits Vorschläge für die Vertragsumstellungen unterbreitet. Unsere Newsletter-Zusammenstellungen erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit, aber wie gewohnt stehen wir Ihnen für Beratungsgespräche zur Umstellung von USD-LIBOR und anderen IBOR-Sätzen in bestehenden Verträgen, für die Strukturierung von Neugeschäft mit Risk Free Rates oder zum Austausch von Marktbeobachtungen jederzeit gerne zur Verfügung.

*Wir möchten Sie auf unsere Workshops **“SOFR isn’t just SOFR – Die neuen USD Referenzzinssätze in der Unternehmensfinanzierung“** beim 34. Finanzsymposium in Mannheim am 11.05.2023 hinweisen. USD erleben im Schuldscheinmarkt nach der IBOR-Reform eine Renaissance. Nachdem der Markt in 2020 zum Erliegen gekommen war, konnten in 2022 wieder fast USD 1 Mrd. platziert werden. Am Beispiel des USD-Schuldscheins der Brenntag SE diskutieren wir die Wahl des geeigneten Referenzzinssatzes, wagen einen Blick in die zukünftige Entwicklung des Marktes und geben damit einen Hinweis, wie sich Unternehmen für die weitere Marktentwicklung positionieren können. Sie sind herzlich eingeladen, an unseren Podiumsdiskussionen über aktuelle Marktbeobachtungen im Kredit- und Derivatemarkt teilzunehmen.*

<https://finanzsymposium.com/en/blog/event/donnerstag-slot-1-workshop-10/>

<https://finanzsymposium.com/en/blog/event/donnerstag-slot-2-workshop-8/>

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

Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 12.01.2023 (1/9)

- In seiner Veröffentlichung vom 15.03.2023 legt das US Alternative Reference Rates Committee (ARRC) als "relevante Regierungsstelle" seine Auswahl und Empfehlungen im Rahmen der von ihm empfohlenen "hardwired fallback"-Regelungen in Bezug auf 1-/3-/6-/12-Monats-USD-LIBOR-Zinssätze für Übernachtgeschäfte formell dar. Die Umsetzung der "hardwired language" erfordert die Überprüfung bestimmter Empfehlungen des ARRC. Dazu gehören, (i) ob das ARRC einen zukunftsgerichteten Terminsatz auf der Grundlage des SOFR als LIBOR-Ersatz für ein bestimmtes Cash-Produkt ausgewählt oder empfohlen hat; (ii) die Empfehlungen des ARRC zu Spread-Anpassungen; und (iii) die Empfehlungen des ARRC zu Ersatzindizes für die Verwendung in Verbraucher-LIBOR-Produkten.

LIBOR Satz	Vom ARRC empfohlener Nachfolgesatz	ARRC-Empfehlung Spread Adjustment
Overnight LIBOR	SOFR	0.00644 %
One-month LIBOR	One-month CME Term SOFR	0.11448 %
Three-month LIBOR	Three-month CME Term SOFR	0.26161%
Six-month LIBOR	Six-month CME Term SOFR	0.42826 %
Twelve-month LIBOR	Twelve-month CME Term SOFR	0.71513 %

Das ARRC stellt fest, dass die im Dokument aufgeführten Selektionen und Empfehlungen nur zur Anwendung in USD-LIBOR Altverträgen mit Fallback auf den SOFR gedacht und nicht für Neugeschäft bestimmt sind.

<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2023/ARRC-Press-Release-Summary-of-ARRC-Recommended-Fallbacks.pdf>

<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2023/ARRC-statement-on-1-3-6-12-month-USD-LIBOR.pdf>

- Infolge einer im November 2022 durchgeführten Konsultation, ob es Bedarf für die Veröffentlichung von synthetischen 1-/3-/6-Monats USD-LIBOR-Sätzen nach dem 30.06.2023 gibt, hat die FCA (Financial Conduct Authority) am 03.04.2023 ihre Entscheidung bekanntgegeben, dass der USD-LIBOR-Administrator, ICE Benchmark Administration Limited (IBA), synthetische USD-LIBOR Sätze kalkulieren wird. <https://www.fca.org.uk/news/news-stories/fca-announces-decision-synthetic-us-dollar-libor>

Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 12.01.2023 (2/9)

- Die synthetischen 1-, 3- und 6-Monats USD-LIBOR Sätze werden den relevanten CME Term SOFR Referenzzinssatz zuzüglich des entsprechend von der ISDA festgelegten Spread Adjustments verwenden, die auch bei der Umstellung von allen USD-LIBOR Derivaten zur Anwendung kommen.

USD	Overnight	SUS000N Index	0.00644
USD	1 Week	SUS0001W Index	0.03839
USD	1 Month	SUS0001M Index	0.11448
USD	2 Months	SUS0002M Index	0.18456
USD	3 Months	SUS0003M Index	0.26161
USD	6 Months	SUS0006M Index	0.42826
USD	12 Months	SUS0012M Index	0.71513

ISDA IBOR Fallbacks – Fixed Spread Adjustments vom 05.03.2021

https://assets.bbhub.io/professional/sites/10/IBOR-Fallbacks-LIBOR-Cessation_Announcement_20210305.pdf
<https://data.bloomberglp.com/professional/sites/10/IBOR-Fallback-Rate-Adjustments-Rule-Book.pdf>

- Die Verwendung der synthetischen USD-LIBOR Sätze ist für alle Bestandsverträge erlaubt (Ausnahme sind geclearte Derivate), um eine geordnete Abwicklung des LIBORs zu unterstützen. Ab dem 01.07.2023 erlaubt die Benchmark Verordnung keine Neu-Verwendung von USD-LIBOR bzw. den synthetischen Nachfolgesätzen in den bisher erlaubten Ausnahmefällen mehr.
- Sofern keine unerwarteten und wesentlichen Ereignisse eintreten, wird die Veröffentlichung der synthetischen Sätze zum 30.09.2024 eingestellt. Die FCA wird ihre Entscheidung im Rahmen der Anforderungen der Benchmark Verordnung überprüfen.
- Die Übernacht- und 12-Monats USD-LIBOR Sätze werden endgültig per Ende Juni 2023 eingestellt.
- Da ein synthetischer LIBOR nur eine vorübergehende Hilfe, aber keine dauerhafte Lösung ist, fordert die FCA Unternehmen auf, eine aktive Umstellung von auf USD-LIBOR referenzierten Verträgen fortzuführen. Das ist übereinstimmend mit Empfehlungen von US-Behörden und dem ARRC, die die Bedeutung eines rechtzeitigen Handelns zur Vertragsumstellung ebenfalls hervorgehoben haben, damit ein Rückstau vor den entscheidenden Stichtagen vermieden werden kann.

Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 12.01.2023 (3/9)

- In einer gemeinsamen Veröffentlichung vom 12.04.2023 bestärken die **Bank of England, FCA und Working Group** Marktteilnehmer folgendes:
 - Aktive Umstellung von USD-LIBOR Verträgen vor Einstellung des USD-LIBOR Panels per Ende Juni 2023;
 - Sicherstellung der Bereitschaft zur Einführung von USD-LIBOR-Fallbacks, einschließlich geplanter Umstellungsereignisse der zentralen Gegenpartei (CCP) und Operationalisierung des ISDA 2020 IBOR Fallbacks Protocol;

Planned CCP conversion processes of outstanding LIBOR USD contracts to RFRs

CCP	Product	Timing of planned conversion
LCH 	Swaps	22 – 23 April 2023 (Swaps tranche 1)
		20 – 21 May 2023 (Swaps tranche 2)
CME 	Swaps, futures and options	Weekend beginning 24 March 2023 (Swaps pre-conversion splitting)
		Weekend beginning 14 April 2023 (Futures and options)
		Weekend beginning 21 April 2023 (Swaps tranche 1)
		Weekend beginning 3 July 2023 (Swaps tranche 2)
Eurex 	Swaps	Weekend beginning 21 April 2023

- Sicherstellung einer Umstellung auf die stabilsten Risk Free Rates; und
- Weiterhin aktive Umstellung von synthetischem GBP LIBOR auf SONIA bei den verbleibenden sog. Legacy Verträgen. <https://www.bankofengland.co.uk/news/2023/april/usd-libor-panel-ceases-end-june-2023-are-you-ready>
- Die synthetischen 1- und 6-Monats GBP-LIBOR Sätze wurden dauerhaft zum 31.03.2023 eingestellt. Der synthetische 3-Monats GBP-LIBOR wird zum 28.03.2024 eingestellt.

Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 12.01.2023 (4/9)

- Am 21.04.2023 veröffentlichte das ARRC eine umfangreiche Aktualisierung zu seinen Empfehlungen „**Term SOFR Scope of Use Best Practice**“, die es wert ist, im Detail gelesen zu werden, da sie die ständigen Empfehlungen des ARRC für alle Marktteilnehmer präzisiert. Während das ARRC die Verwendung des Term SOFR in den in seiner Zusammenfassung dargestellten, ausgewählten Fällen als nützliches Instrument zur USD-LIBOR Umstellung anerkennt, empfiehlt es weiterhin die Verwendung von Overnight SOFR und SOFR Average Sätze für alle Produkte mit Blick auf die Robustheit dieser Referenzzinssätze. Term SOFR Sätze basieren auf Derivaten, primär SOFR Futures, und nicht direkt auf den Overnight Treasury Repo Transaktionen, die den SOFR unterlegen. Gemäß des ARRC hängt die Robustheit der Term SOFR Sätze daher von einem Fortbestehen eines tiefen und liquiden SOFR Derivatemarktes ab (basierend auf Overnight SOFR). Folglich ist das ARRC der Meinung, dass die Verwendung von Term SOFR Sätzen eingeschränkt bleiben muss, vor allem im Derivatemarkt, um mit der finanziellen Stabilität und einem nachhaltigen System vereinbar zu bleiben. Daher unterstützen die ARRC Best Practice Empfehlungen keinen Interdealer-Handel von Term SOFR. In seiner Zusammenfassung schildert das ARRC seine Beobachtungen, dass Term SOFR Hedges grundsätzlich teurer sind als Hedging auf Basis von Overnight SOFR oder SOFR Averages.

Erfahrungen des letzten Jahres hatten Befürchtungen aufkommen lassen, dass Händler mit der Zeit so große Positionen aufbauen könnten, dass sie nicht mehr in der Lage sind, weitere zusätzliche Term SOFR Risiken auf die Bücher zu nehmen. Daher nimmt das ARRC jetzt eine begrenzte Verfeinerung seines empfohlenen Einsatzbereichs für den Term SOFR vor.

Auch das Financial Stability Board hat festgestellt, dass der Einsatz von Term SOFR Sätzen eingeschränkt werden sollte, damit ihre Verwendung mit der Finanzstabilität vereinbar ist.

Für einen schnellen Überblick haben wir die Szenarien zusammengestellt, die das ARRC in seiner Best-Practice-Empfehlung beschreibt. In seiner Zusammenfassung stellt das ARRC viele zusätzliche Informationen zu den einzelnen Szenarien zur Verfügung und erläutert die Überlegungen hinter den Empfehlungen.

<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arcc/files/2023/ARCC-Press-Release-Best-Practice-Recommendations.pdf>

<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arcc/files/2023/ARCC-Term-SOFR-Scope-of-Use-Best-Practice-Recommendations.pdf>

<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arcc/files/2023/ARCC-Readout-April-2023-Meeting.pdf>

Source: ARRC

Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 12.01.2023 (5/9)

- ARRC Empfehlung zum Einsatz von Term SOFR in Kassa-Produkten und Szenarien zur Verwendung von Term SOFR in Derivate Transaktionen:



Quelle: ARRC

Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 12.01.2023 (6/9)

Scenario 4: Investor Holding Term SOFR Assets Hedging of Term SOFR Risk



Scenario 5: Non-Market Making Bank Dealer Matches a Term SOFR Swap Issued to a Borrower with an Offsetting Swap from a Market Making Dealer



Scenario 6: Interdealer Trading of Term SOFR



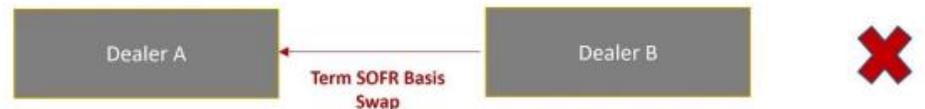
Scenario 7: Fixed Rate Borrower with No Term SOFR Exposure Seeks to Swap to Term SOFR



Scenario 8: Trading of Term SOFR-SOFR Basis Swaps with a Non-Dealer



Scenario 9: Interdealer Trading of Term SOFR-SOFR Basis Swaps



Quelle: ARRC

Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 12.01.2023 (7/9)

- In den letzten Monaten haben wir im Kreditgeschäft beobachtet, dass **USD-LIBOR** Bestandsgeschäfte mit einem direkten Hedge analog zum zugrundeliegenden Derivat auf SOFR Compounded umgestellt werden. USD-LIBOR Kredite ohne direktes Hedging werden entweder auf SOFR Compounded oder Term SOFR umgestellt, abhängig von Kundenpräferenzen, Hedging Strategien, technischer Ausstattung und Bereitschaft zum Einsatz der neuen Risk Free Rates auf Kundenseite. Folglich kann eine einheitliche Überleitung auf entweder SOFR Compounded oder Term SOFR im europäischen Markt nicht beobachtet werden. In den USA gibt es einen klaren Trend zur Verwendung von Term SOFR. Während der Derivatemarkt Geschäfte unter Verwendung der einheitlich festgelegten ISDA Spread Adjustments umstellt, lässt sich im Kreditmarkt beobachten, dass anders als in der ersten Umstellungswelle auf Risk Free Rates, die von Zentralbanken, Aufsichtsbehörden und Working Groups empfohlenen Credit Adjustment Spreads (CAS) oft nicht wie empfohlen angewendet werden. Das gilt insbesondere für US-Geschäft, wo wir einen Trend zu einem geringen, pauschalen CAS für alle Zinsperioden beobachten, der den wirtschaftlich Unterschied zwischen alten und neuen Referenzzinssätzen nicht vollständig adressiert.
- Da der **CDOR** zum 28.06.2024 eingestellt wird, hat die kanadische Alternative Reference Rate Working Group (CARR) eine Checkliste für die Folgenabschätzung veröffentlicht, um Marktteilnehmern zu helfen, ihr CDOR-Risiko zu bewerten und abzubauen. In Anbetracht der tiefen Verankerung von CDOR im Finanzökosystem ist es wichtig, dass sich Marktteilnehmer mit CDOR-Risiken zügig auf die Einstellung des Referenzzinssatzes vorbereiten. Im Rahmen eines 2-Stufenplans sollen zunächst ab Juli diesen Jahres keine neuen CDOR Derivate (mit limitierten Ausnahmen) und Barsicherheiten mehr kontrahiert werden. Im zweiten Schritt sollen Kredite bis zum 28.06.2024 umgestellt werden. Neue Kredite können seit Jahresbeginn auf der Risk Free Rate CORRA abgeschlossen werden. Ab dem 4.Quartal 2023 soll auch ein 1- und 3-Monats Term CORRA im Kreditmarkt zum Einsatz kommen können.

<https://www.bankofcanada.ca/2023/03/carr-publishes-impact-assessment-checklist-market-participants-cdor-exposure/>

<https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2023/03/impact-assessment-checklist.pdf>

<https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2023/02/CARR-milestones.pdf>

Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 12.01.2023 (8/9)

- Am 15.02.2023 veröffentlichte Schwedens Zentralbank, die Sveriges Riksbank, eine Konsultation, die Meinungen zum Vorschlag einholen sollte, den Veröffentlichungszeitpunkt der Risk Free Rate **SWESTR** (Swedish Krona Short Term Rate) ab dem 02.05.2023 von 11:00 Uhr CET auf 9:00 Uhr CET vorzuziehen und die Transparenz der Transaktionsdatensätze für SWESTR ab dem 01.06.2023 zu steigern. Am 31.03.2023 wurden die Beschlüsse zur Umsetzung dieser Vorschläge bestätigt.

<https://www.riksbank.se/en-gb/press-and-published/notices-and-press-releases/notices/2023/swestr-will-be-published-earlier-in-the-day/>

<https://www.riksbank.se/en-gb/press-and-published/notices-and-press-releases/notices/2023/consultation-on-swestr/>

- Das Europäische Parlament und der Rat der EU beauftragten die EU-Kommission mit einer vollständigen Überprüfung der Regeln für **Nicht-EU-Benchmarks** bis Mitte 2023. Nach der Benchmark-Verordnung (BMR) können Nicht-EU-Benchmarks (aus Drittländern) erst ab dem 01.01.2024 angewandt werden, wenn sie mit der BMR vergleichbare Regeln erfüllen. Da es nur wenige Rechtsordnungen gibt, in denen Benchmarks so umfassend reguliert sind wie in der EU, haben sich bisher nur sehr wenige Nicht-EU-Administratoren die Mühe gemacht, durch Anerkennung oder Billigung Zugang zum EU-Markt zu erhalten. Sobald die neuen Vorschriften für die Verwendung von Nicht-EU-Benchmarks in Kraft sind, würde den Marktteilnehmern in der EU der Zugang zu den meisten weltweiten Benchmarks verwehrt, die in der EU zur Absicherung von Risiken, zur Bewertung von Märkten und für Investitionen verwendet werden. Mehrere Banken, Organisationen und nationale Banken haben bereits ihre Bewertungen und Empfehlungen abgegeben.

https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13762-Benchmarks-Regulation-review-of-the-scope-and-regime-for-non-EU-benchmarks_en

Seitens der EU-Kommission wird Angabe gemäß ein Legislativvorschlag zur Verlängerung der Ausnahmeregelung für Drittstaatenbenchmarks bis Ende 2025 erarbeitet.

Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 12.01.2023 (9/9)

- Am 03.02.2023 veröffentlichte die Working Group on Euro Risk-Free Rates (EURO RFR WG) ein Update zur Einführung von **EURIBOR Fallbacks**. Es wurde hervorgehoben, dass während sich in den Derivate- und Bondmärkten Standards für auf €STR basierende EURIBOR Fallbacks etabliert haben, sich eine Marktpraxis hierzu im Kreditmarkt noch nicht entwickelt hat. Im Kreditmarkt werden nach wie vor hauptsächlich traditionelle Rückfallklauseln (wie Cost of Funds und Ersatz für Screen Rate Formulierungen) verwendet, nicht aber eine generelle Umsetzung der Empfehlungen der EURO RFR WG. Darüber hinaus hat die €STR Task Force festgestellt, dass es zu früh sei, einen spezifischen Term €STR als Fallback für den EURIBOR zu empfehlen bzw. festzulegen oder für den Markt einen bevorzugten Term Satz zu etablieren. Der Einsatz von €STR im Neugeschäft im Bond- und Kreditmarkt bleibt limitiert.

Vor diesem Hintergrund war vorgeschlagen worden, dass die €STR Task Force im 1. Quartal 2023 an der Vervollständigung der EURIBOR Fallback Empfehlungen aus Mai 2021 arbeitet mit dem Fokus auf Segmenten wie den Kreditmarkt, wo die Einführung von EURIBOR Rückfallregelungen schwieriger erscheint. Vor allem jetzt, wo Term €STR als Fallback zur Verfügung steht, kann die €STR Task Force eine granularere Empfehlung für dieses spezielle Marktsegment geben. Die EURO RFR WG erwartet, weitere Klarheit und Anleitung für die praktische Umsetzung der Empfehlungen geben und eine einheitliche Marktpraxis fördern zu können.

Im 2. und 3. Quartal diesen Jahres wird die €STR Task Force bewerten, ob es irgendwelche Hindernisse hinsichtlich der Einführung von Term €STR Sätzen als EURIBOR Fallbacks gibt und mögliche Abhilfemaßnahmen prüfen.

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/EUR_RFR_WG_-_13_December_2022_Meeting_minutes.pdf



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