



# Erwartete Konsequenzen der IBOR Reform

## Diskussion

Siebte Jahrestagung des Arbeitskreises Finanzierung  
Hochschule Zittau / Görlitz

Prof. Dr. Fidelio Tata  
Hochschule für Wirtschaft und Recht (HWR)

25. Mai 2019  
Zittau

# Zusammenfassung

Der globale Finanzmarkt befindet sich gegenwärtig in einem nie dagewesenen Prozess einer aufsichtsrechtlich erzwungene Reform von Referenzzinssätzen, welche Finanzkontrakte im Nominalwert von ca. \$370 Billionen betreffen. Einem bis dato effizienten und weitestgehend vollständigen Markt werden über ein sog. „auslösendes Ereignis“ alternative Referenzwerte zu IBOR aufgezwungen.

In einem durch hohe Unsicherheit unter den Marktteilnehmern gekennzeichneten Umfeld können die Konsequenzen der IBOR Reform gegenwärtig nur abgeschätzt werden. Vier potentielle Risiken seien hier herausgestellt: Erstens kann das Einstellen von IBOR-Referenzzinssätzen zu Marktunvollständigkeit führen, was bewirkt, dass nicht-redundante Finanzprodukte zukünftig mit einer Risikoprämie gehandelt werden. Zweitens könnte in Ermangelung RFR-basierter Absicherungsprodukte die Liquidität im Markt leiden. Drittens besteht die Gefahr des Verlustes der Absicherungseffektivität und des Hedge Accounting. Viertens ergibt sich ein Rekalibrierungsbedarf für die interne Banksteuerung.

# Erwartete Konsequenzen der IBOR Reform

## Agenda

- Berechnung und Verwendung von IBOR
- Reform der Referenzzinssätze
- Erwartete Konsequenzen

# Berechnung und Verwendung von IBOR

# Berechnung

## Berechnung und Verwendung von IBOR

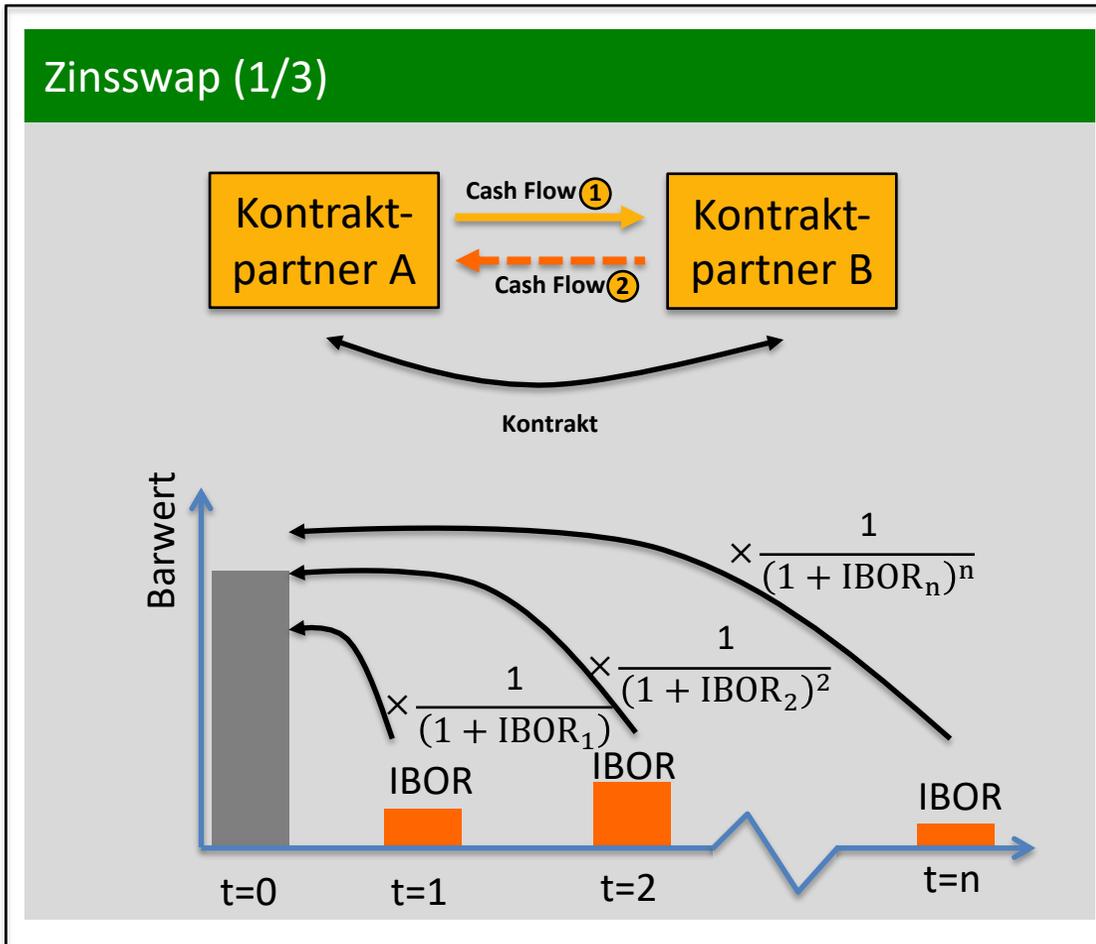
### IBOR Berechnung

- Interbank Offered Rate (IBOR)
- Referenzzinssatz für Termingeld im Interbankengeschäft
- Beispiel: In Eurozone Euro Interbank Offered Rate (EURIBOR)
- Panel-Banken melden den geschätzten Finanzierungssatz für verschiedene Laufzeiten; nach Eliminierung von Zinsausreißern wird der Durchschnitt ermittelt
- Nur wenige Transaktionen finden im Interbank-Markt zu den gemeldeten Referenzzinssätzen statt

- Ungefähr \$370 Billionen Nominalvolumen von Finanzkontrakten sind an IBOR geknüpft

# Beispiel: Zinsswap (1/3)

## Berechnung und Verwendung von IBOR



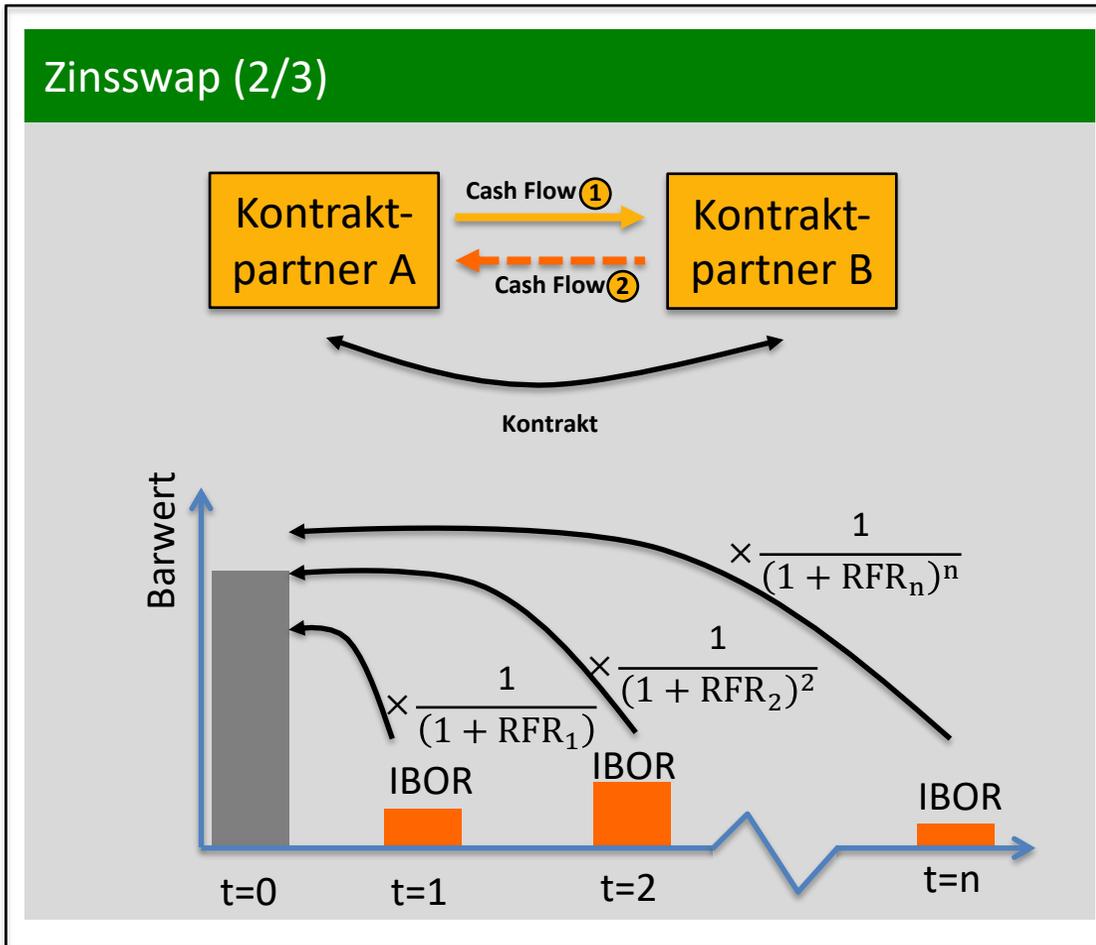
• Im Rahmen der Berechnung von Zinsswaps wurden IBOR Zinsen ursprünglich für zwei Zwecke verwendet:

- Der IBOR-Satz ist die Referenzgröße für den variablen Zinssatz; somit sind IBOR-Forwards (z.B. EURIBOR-Future implizierte Forwards) die Basis für die erwarteten Zahlungsströme (cash flows)
- Der IBOR-Satz wurde vor der Finanzkrise häufig ebenfalls für die Diskontierung der erwarteten Zahlungsströme verwendet, insbesondere wenn der Swap nicht forderungsbesichert war

• Die Diskontierungsrate ist somit ein aus der IBOR-Kurve abgeleiteter Zinssatz

# Beispiel: Zinsswap (2/3)

## Berechnung und Verwendung von IBOR



- Spätestens nach der Finanzkrise wurden Swaps forderungsbesichert (collateralized) und/oder CCP-cleared, was das Ausfallrisiko auf erwartete Cash Flows weitestgehend eliminierte.
- IBOR Forwards sind weiterhin die Basis zur Berechnung der erwarteten Cash Flows
- Diskontierung der (risikofreien) Cash Flows erfolgt jedoch mit einem anderen, risikofreien Zinssatz (risk-free rate, RFR)
- Wo kommt diese RFR her?

# EONIA

## Berechnung und Verwendung von IBOR

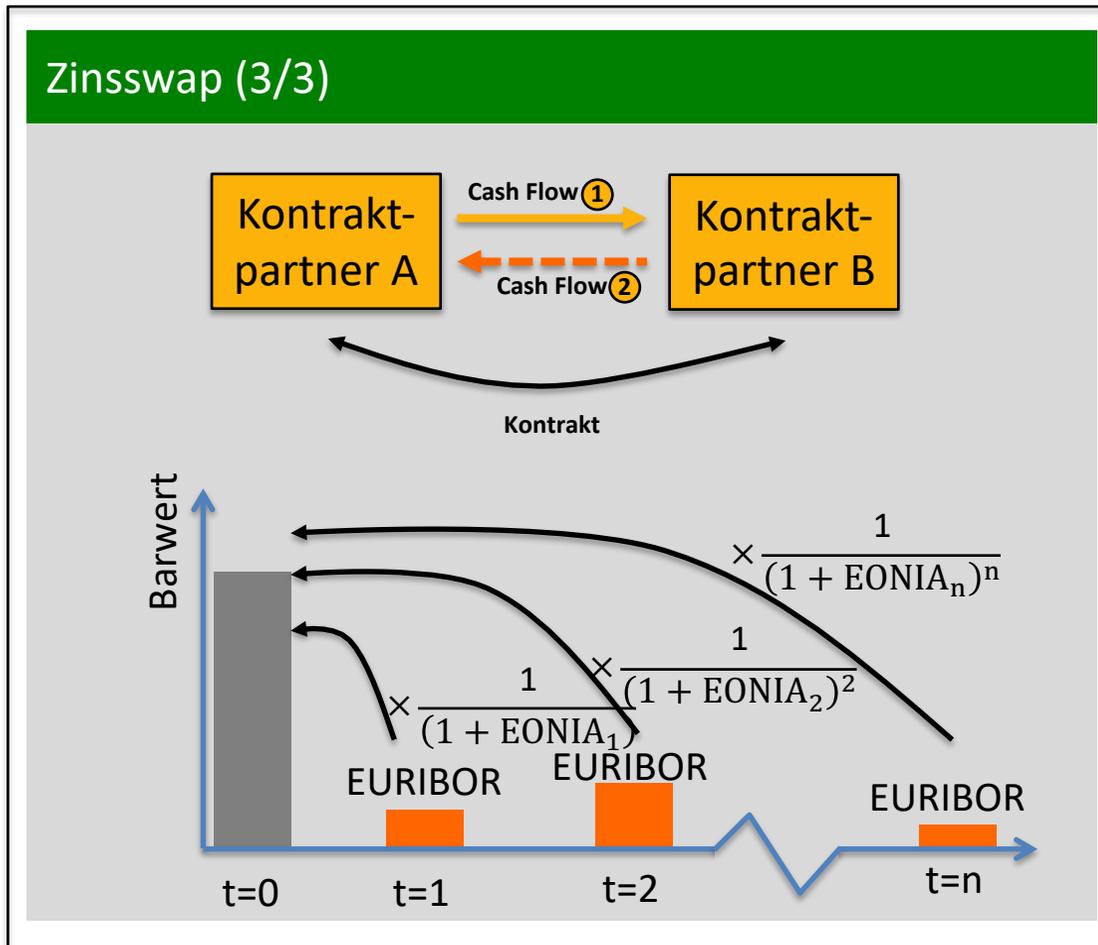
### EONIA Berechnung

- Euro Overnigh Index Average (EONIA) ist der interbanken Zinssatz für unbesicherte Ausleihungen innerhalb des Target-2 Systems
- Referenzzinssatz für Tagesgeld im Interbankengeschäft
- Panel-Banken melden den tatsächlichen Finanzierungssatz für Übernachtausleihungen; daraus wird der volumengewichtete Durchschnitt ermittelt
- EONIA wird genutzt zur Diskontierung von besicherten Forderungen

- RFR am Beispiel der Eurozone: EONIA

# Beispiel: Zinsswap (3/3)

## Berechnung und Verwendung von IBOR



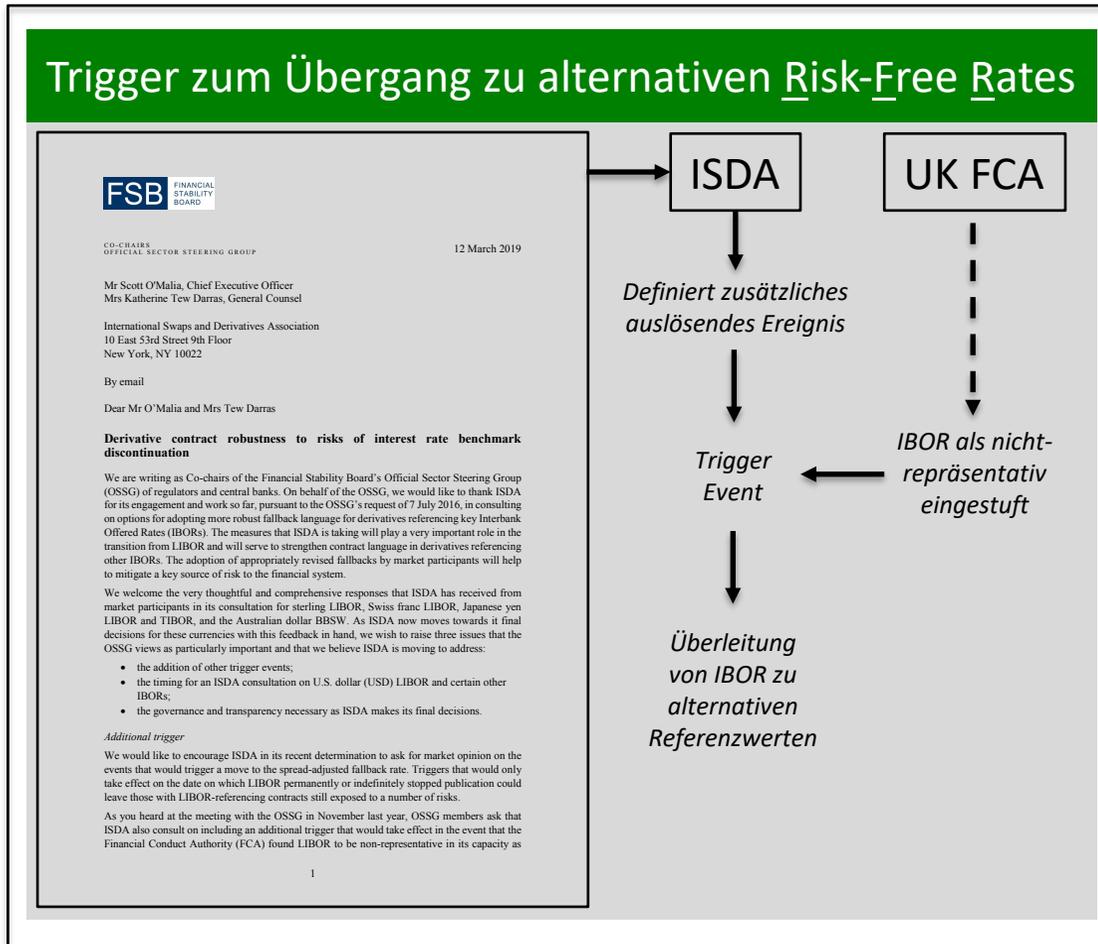
- Am Beispiel eines Euro-Zinssatzes erkennt man das Zusammenspiel der beiden Referenzzinssätze EURIBOR und EONIA: EURIBOR wird verwendet zur Schätzung des (EURIBOR-basierten) variablen Zahlungsstrom im Zinssatz, während EONIA die Basis für die Diskontierungskurve darstellt, anhand derer der Barwert zukünftiger, erwarteter Zahlungsströme berechnet wird

# Reform der Referenzzinssätze



# Auslösendes Ereignis (Trigger Event)

## Reform der Referenzzinssätze



- Gegenwärtig ist das “auslösende Ereignis” („trigger event“), welches eine Überleitung von IBOR zu alternativen Referenzwerten („spread-adjusted fallback rates“) bewirken würde, die permanente Einstellung von IBOR Veröffentlichungen
- Der Finanzstabilitätsrat FSB (Financial Stability Board) regt in einem Brief an ISDA (International Swaps and Derivatives Association) an, dass ISDA ein zusätzliches auslösendes Ereignis definiert, welches dann in Kraft tritt, sobald die britische Financial Conduct Authority (UK FCA) IBOR als nicht-repräsentativ einstufen würde

# Erwartete Konsequenzen

# 1 Risikoprämie im unvollständigen Markt

## Erwartete Konsequenzen

### Notwendigkeit der Schaffung neuer Produkte

- Anleihen basierend auf alternativen RFRs
- Kreditprodukte basierend auf alternativen RFRs
- Absicherungsgeschäfte (RFR Caps etc.)
- Börsennotierte alternative RFR-Produkte (z.B. Futures auf LCH und CME)
- Beispiel SOFR Emissionen in USA:



Quelle: Lucht Probst Associates (LPA)

- Verbot von bisherigen Referenzzinssätzen kann aus ursprünglich weitestgehend vollständigen Märkten unvollständige Märkte machen
- In unvollständigen Märkten besteht für nicht-redundante Finanzprodukte kein Duplikationsportfolio, so dass diese nicht perfekt abgesichert werden können
- Bis der Markt sich durch Produktinnovationen wieder vervollständigt hat, werden nicht-redundante Finanzprodukte mit einer Risikoprämie gehandelt

# 2 Reduzierte Marktliquidität

## Erwartete Konsequenzen

### Teilnehmer am Markt RFR-basierter Finanzprodukte

RFR-basierte Absicherungsprodukte

benötigen

Händler  
(market makers)

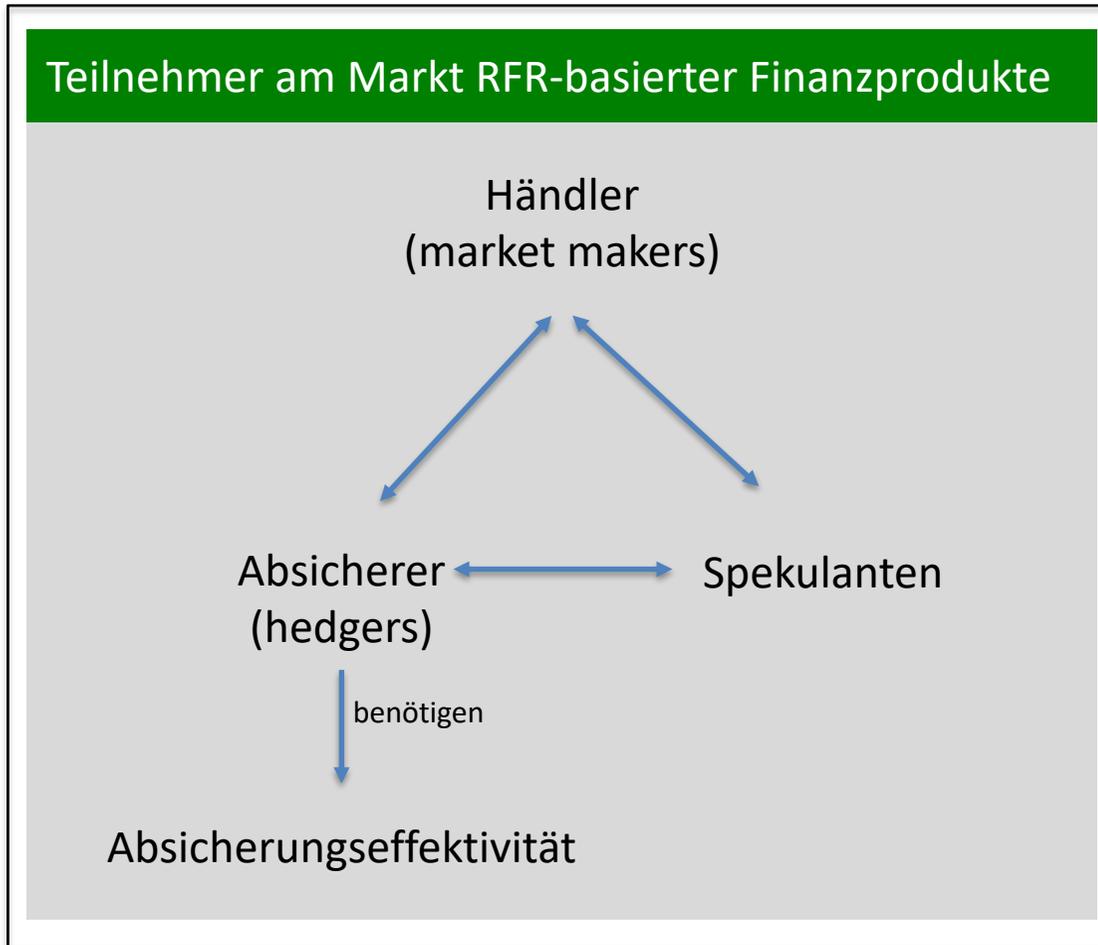
Absicherer  
(hedgers)

Spekulanten

- Sofern das Replizieren der neuen RFR-Referenzzinssätzen erschwert oder unmöglich ist, werden sich einige Händler (market makers) aus dem Markt zurückziehen
- Bis der Markt sich durch Produktinnovationen wieder vervollständigt hat, werden nicht-redundante Finanzprodukte dann aufgrund der Reduktion der Händler mit höheren Transaktionskosten (bid/ask spread) gehandelt
- Die Liquidität im Markt kann also vorübergehend reduziert sein, was volkswirtschaftliche Kosten erzeugen würde

# 3 Verlust der Absicherungseffektivität

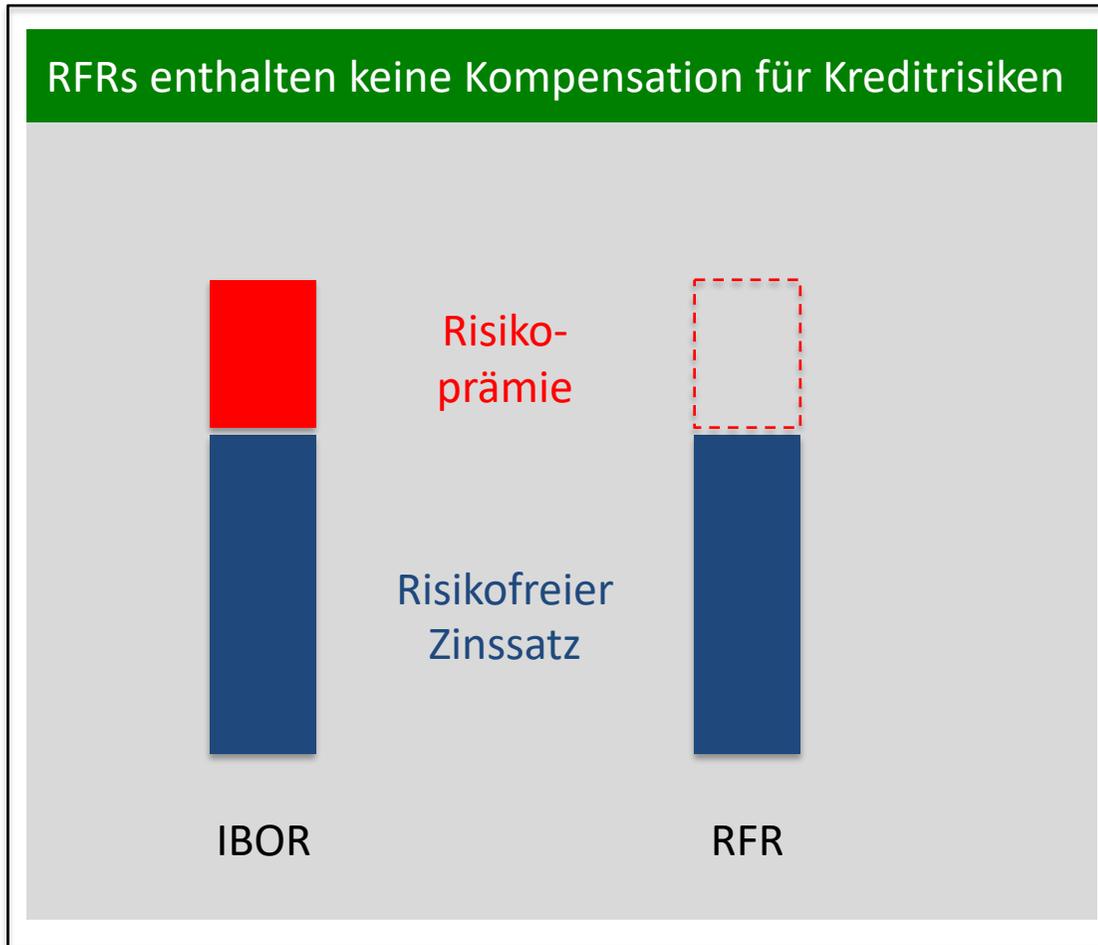
## Erwartete Konsequenzen



- Für Zwecke des Hedge Accounting ist die ununterbrochene Fortführung der Sicherungsbeziehung zwischen Grundgeschäft und Sicherungsinstrument nachzuweisen (Effektivitätstest nach IFRS)
- Ein Verlust der Absicherungseffektivität und der damit einhergehende Verlust der Anwendungsmöglichkeit von Hedge Accounting stellt einen ökonomischen Nachteil für Absicherer dar
- Dies könnte dazu führen, dass weniger Absicherungsgeschäfte vorgenommen werden, welches die Effizienz des Risikomanagements reduziert
- Daraus können sich volkswirtschaftliche Kosten ergeben

# 4 Rekalibrierung von Steuerungssysteme

## Erwartete Konsequenzen



- RFRs enthalten keine bank-spezifischen Kreditkomponente und sind somit zum Diskontieren risikofreier Zinsströme sehr gut geeignet
- RFRs sind hingegen keine gute Basis für die Messung und Absicherung von Risiken, welche bankspezifische Kreditrisiken beinhalten. Dies betrifft beispielweise bankinterne ökonomische und regulatorische Steuerungssysteme wie das Verrechnungspreissystem (Funds Transfer Pricing, FTP)
- Eine Umstellung von IBOR- auf RFR-basierte Steuerungssysteme erfordert eine aufwendige Rekalibrierung. Die Effizienz interner Steuerungssysteme könnte in dieser Umstellungsphase leiden und zu ökonomischen Fehlimpulsen führen



## Biographische Kurzvorstellung

Dr. Fidelio Tata ist ein erfahrener Marktstrukturspezialist mit einem tiefen Verständnis für globale Finanzmärkte. Er verfügt über 24 Jahre Erfahrung im Derivatemarketing, im institutionellen Vertrieb, im Risikomanagement und im globalen Research von Rentenprodukten. Während 17 Jahren an der Wall Street sammelte er detailliertes Wissen über amerikanische und europäische institutionelle Investoren, einschließlich Hedgefonds, Real Money und Zentralbanken.

Fidelio verfügt über eine breite Lehrerfahrung, welche die Entwicklung des globalen Derivate-Schulungsprogramms von J.P. Morgan beinhaltet, tritt regelmäßig als Gastredner bei Konferenzen und als Zentralbank-Trainer für Bilanzstrukturmanagement auf, und blickt auf 4 Jahre in der Lehre an der Hochschule für Wirtschaft und Recht (HWR) zurück. Stationen seiner akademischen Ausbildung beinhalten die Universität St. Gallen (HSG), die London School of Economics and Political Science (LSE), die New York University (NYU) Stern School of Business und die Harvard University.

Fidelio hat Führungs- und Managementaufgaben als Managing Director an der Wall Street und als Senior Marktexperte bei einer Unternehmensberatung wahrgenommen.

Fidelio lebt in Berlin und hat eine 11-jährige Tochter.

### **Prof. Dr. Fidelio Tata**

Professor für Finanzwissenschaft  
Hochschule für Wirtschaft und Recht  
Badensche Str. 50-51, 10825 Berlin  
Raum B 3.33  
T +49-30 30877-1535  
E-Mail: fidelio.tata@hwr-berlin.de