

Risk-Free (Term) Rates und ihre Wettbewerber

Jan Eric Filipczak

Eike Halbroth

Thomas Hildebrandt

Digitale Version



Risk-Free (Term) Rates und ihre Wettbewerber

Die Ablösung der LIBOR Zinssätze durch die sog. Risk-Free Rates (RFRs) befindet sich in der heißen Phase¹. Eingeläutet wurde diese Phase durch die britische Financial Conduct Authority (FCA), die in einer Veröffentlichung am 5. März nochmals die Einstellung bestätigt und den Verlust der Repräsentativität der LIBOR Zinssätze bekräftigt hat. Mit Ausnahme des USD LIBOR wird die Veröffentlichung der LIBOR Raten zum 31.12.2021 durch die ICE Benchmark Administration (IBA) eingestellt. Die Einstellung des USD LIBOR erfolgt dann zum 30.06.2023.² Da ein Großteil der von Banken vergebenen Kredite auf den LIBOR-Sätzen basieren, muss sowohl für bestehendes als auch für neues Kreditgeschäft die Zinsberechnung in Zukunft auf den neuen Risk-Free Rates stattfinden.

¹ Zur Einführung in das Thema IBOR-Change im Kreditgeschäft bietet sich folgendes Webinar an: <https://www.finbridge.de/aktuelles/2019/10/14/webinar-ibor-change-im-kreditgeschft?rq=ibor>

² <https://www.fca.org.uk/publication/documents/future-cessation-loss-representativeness-libor-benchmarks.pdf>, aufgerufen am 23.06.2021

Tabelle 1: Übersicht der Substitute für den entsprechenden LIBOR-Satz vorgegeben von den Regulatoren

Jurisdiktion	Bestehende LIBOR-Sätze	Risk-Free Rates
Eurozone	EUR LIBOR	€STR
Japan	JPY LIBOR	TONAR
Groß Britannien	GBP LIBOR	SONIA
Schweiz	CHF LIBOR	SARON
USA	USD LIBOR	SOFR

Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die neuen Raten sog. Overnight Raten sind. Dadurch haben sie einen Floating-Charakter (tägliches Fixing) und weisen keine Term-Struktur (Tenor) auf. Aufgrund dessen wird von den britischen Regulatoren die Zinsberechnung mithilfe des sog. Zins-Compounding (auf dt. Aufzinsen) empfohlen³. Das durch die FED New York einberufene Alternative Reference Rate Committee (ARRC) empfiehlt als adäquate Alternative (insbesondere bei syndizierten Krediten) für die Zinsberechnung die Verwendung der durchschnittlichen Risk-Free Rate innerhalb der Zinsperiode („daily simple SOFR“)⁴.

Beide Methoden haben jedoch den Nachteil, dass der für den Kunden verbindliche Zinssatz und die daraus resultierende Zinsforderung erst am Ende einer Zinsperiode feststehen. Des Weiteren stellt sich das Problem, dass die neuen Risk-Free Rates im Gegensatz zu den LIBOR Sätzen keine Kreditrisikokomponente enthalten und somit aus Sicht der Marktakteure nicht ganz optimal für die Bepreisung von Krediten sind.⁵

³ Bank of England, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/benchmarks/rfr/statement-on-behalf-of-rfrwg-recommendations-for-sonia-loan-market-conventions.pdf>, aufgerufen am 23.06.2021

⁴NY FED, https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2020/ARRC_SOFR_Synd_Loan_Conventions.pdf, aufgerufen am 23.06.2021

⁵ Investors closer to getting a credit based alternative to LIBOR <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-04-06/investors-closer-to-getting-a-credit-based-alternative-to-libor>, aufgerufen am 23.06.2021

Banken weisen darauf hin, dass Kredite, die auf dem SOFR basieren, in Krisenzeiten unprofitabel werden könnten, da in einer Stresssituation die Risk-Free Rates mit den tatsächlichen Refinanzierungskosten negativ korreliert sind.

Daher wurde bereits im Juni 2020 auf Drängen einiger US-Banken von der Federal Reserve Bank of New York eine Arbeitsgruppe eingerichtet, um Methoden zu erkunden, die eine adäquate Kreditkomponente als Add-on für die Secured Overnight Financing Rate (SOFR) ermöglichen.^{6 7}

Entwicklung alternativer Zins-Benchmarks

Parallel hierzu haben einige Marktdatenanbieter neue Zins-Benchmarks veröffentlicht, die eine Kreditrisikokomponente enthalten und für verschiedene Laufzeiten (Tenor) angeboten werden. Dadurch bieten sie sich als Alternative sowohl zum LIBOR als auch dem von den Regulatoren präferierten SOFR an.⁸ Hierbei ist zwischen den Benchmarks, die als All-in Rate oder als Add-on für den SOFR genutzt werden können, zu unterscheiden.

Diese Benchmarks stoßen in den USA bei denjenigen Banken, die entweder eine sog. Forward-Looking Term Rate für die Zinsberechnung präferieren oder in den Risk-Free Rates die Kreditkomponente für die adäquate Bepreisung des Kreditrisikos vermissen, auf Wohlwollen. Die Entwicklung alternativer Benchmarks insb. in den USA ist außerdem dadurch zu erklären, dass der SOFR nicht wirklich den Refinanzierungskosten der amerikanischen Banken entspricht. Dies liegt

⁶ <https://www.newyorkfed.org/newsevents/events/markets/2020/0225-2020>, aufgerufen am 26.06.2021

⁷ Der für Bestandsgeschäft gedachte Credit Adjustment Spread (CAS) gilt nicht für Neugeschäft und wurde durch den sog. „Pre-Cessation“ Trigger der FCA final gefixt und eignet sich somit nicht als Kreditrisikokomponente für zukünftiges Kreditgeschäft.

⁸ The Libor replacement stakes runners and riders, <https://www.risk.net/derivatives/7842646/the-libor-replacement-stakes-runners-and-riders>, aufgerufen am 23.06.2021

daran, dass die Refinanzierung der Amerikanischen Banken eher mithilfe von Commercial Papers oder Certificates of Deposit erfolgt als mithilfe von US-Schuldverschreibungen.^{9 10}

Zwei prominente Beispiele für einen eigenständigen Zins-Benchmark sind BSBY (Bloomberg Short Term Bank Yield Index) und Ameribor (AFX). Beide Benchmarks enthalten eine Kreditrisikokomponente und gewinnen aufgrund einer wachsenden Anzahl an Verträgen (Kredite und Derivate), die auf die Benchmarks referenzieren, in den USA an Bedeutung.

Tabelle 2: Übersicht alternativer Zins-Benchmarks zum SOFR in den USA

Administrator	Index	Typ
ICE	Bank Yield Index	Zinsrate (USD)
Bloomberg	BSBY (Bloomberg Short-Term Bank Yield Index)	Zinsrate (vers. Währungen)
AFX	Ameribor T30/T90	Zinsrate (USD)
IHS Markit	CRITR (Credit Inclusive Term Rate)	Zinsrate (USD)
IHS Markit	CRITS (Credit Inclusive Term Spread)	Add-on für SOFR

Die anhaltende Kritik am SOFR erklärt, warum insbesondere in den USA diese alternativen Benchmarks auf ein so großes Interesse der einzelnen Marktakteure stoßen. Hierbei ist auch zu beachten, dass die Kritik gegenüber anderen Risk-Free Rates (wie zum Beispiel dem britischen SONIA) bisher nicht so lautstark formuliert wird.

⁹ LIBOR's US replacements: no one rate to rule them all <https://www.ft.com/content/e5f1ebbb-2e7b-46cc-88ce-b0a1c48ea1ee>, aufgerufen am 23.06.2021.

¹⁰ In Großbritannien haben die Banken hingegen weniger Probleme mit dem SONIA, der lokalen Risk-Free Rate. Grund hierfür ist auch, dass der britische Finanzmarkt deutlich konzentrierter als in den USA ist und die meisten Institute den O/N Geldmarkt zur Refinanzierung nutzen. Dadurch entspricht der SONIA viel eher den tatsächlichen Refinanzierungskosten der britischen Banken als der SOFR in den USA.

Etablierung Term SOFR

Die Entwicklung und Bereitstellung alternativer Benchmarks hat sicherlich auch dazu beigetragen, den Druck auf das amerikanische Alternative Reference Rate Committee zu erhöhen, eine SOFR Term Rate zu empfehlen. Voraussetzung hierfür ist, dass die SOFR Term Rates hierbei aus einem liquiden SOFR Derivatemarkt abgeleitet werden können.

Bislang zeigte sich das ARRC eher zurückhaltend, was die Empfehlung der SOFR Term Raten betrifft. Grund hierfür ist, dass das Handelsvolumen für SOFR Derivate bisher eingeschränkt gewesen ist und somit nicht ausreichend Liquidität bestanden hat, um robuste SOFR Term Raten aus dem zugrundeliegenden Markt abzuleiten. Gleichzeitig verhindert die geringe Liquidität einen vermehrten Handel der SOFR Derivate.¹¹

Diese klassische *Catch-22 Situation*¹² scheint sich jedoch durch die Empfehlung eines Beratungskomitees der amerikanischen CFTC (Commodity Futures Trading Commission) zu reduzieren. Ab dem 26. Juli 2021 sollen auf dem Interdealer Swap Markt anstatt mit klassischen (linearen) LIBOR Swaps mit SOFR Swaps gehandelt werden (sog. „SOFR First“ Initiative). Die Erwartungen sind hoch, dass diese Empfehlung für mehr Liquidität auf dem SOFR Swap Markt sorgen und zu einer Reduktion der immer noch hohen Hedging Kosten für den SOFR führen wird¹³.

Von Branchenvertretern wird die „SOFR First“ Initiative begrüßt. Die Erwartungshaltung ist, dass sich dadurch der SOFR am Markt als Standard durchsetzen kann, auch wenn es sich nicht um einen „Winner-takes-all“ Markt

¹¹Libor's Heir Presumptive Boosted by Proposed Swaps Trading, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-06-08/libor-s-heir-presumptive-boosted-by-proposed-swaps-trading-shif>, aufgerufen am 23.06.2021

¹² Zwickmühle oder auch umgangssprachlich Henne-Ei Problem

¹³ <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8394-21>, aufgerufen am 23.06.2021

handelt. Dadurch könnten sich die alternativen Benchmarks in bestimmten Marktbereichen etablieren.¹⁴

Zudem scheint die „SOFR First“ Initiative den Weg für die Empfehlung zur Verwendung der SOFR Term Rates durch die ARRC zu ebnen. Die ARRC hat bereits auf ihrer Homepage einen Best-Practice Guide für den Anwendungsbereich der SOFR Term Rates angekündigt. Daher ist es nicht überraschend, dass bereits im Mai 2021 die CME Group als bevorzugter Anbieter/Administrator für Term SOFR Rates mit verschiedenen Laufzeiten ausgewählt wurde.¹⁵ Dass die Wahl auf die CME Group gefallen ist, mag sicherlich auch daran liegen, dass diese bereits einige SOFR Futures veröffentlicht haben.

Etablierung von Risk-Free Term Rates außerhalb der USA

Auch in anderen Jurisdiktionen wird die Etablierung des Term SOFR sicherlich die Herausbildung eigener robuster¹⁶ Term Rates befördern und mit dazu beitragen, dass diese auch den Weg in neue Kreditverträge finden. Ob diese neuen Risk-Free Term Rates jedoch eine sehr breite Verwendung im Kreditmarkt finden werden, bleibt abzuwarten. So hat sich die britische Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates dafür ausgesprochen, die SONIA Term Referenzzinssätze nur für einige Use-Cases zu verwenden. Hierdurch soll vermieden werden, vergleichbare

¹⁴ Time to end debate on SOFR alternatives participants warn, <https://www.risk.net/derivatives/7849411/time-to-end-debate-on-sofr-alternatives-participants-warn>, aufgerufen am 01.01.2021

¹⁵ <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2021/20210521-ARRC-Press-Release-Term-Rate-RFP.pdf>

¹⁶ Voraussetzung hierfür ist ein liquider Derivatemarkt.

strukturelle Schwachstellen wie beim LIBOR wieder einzuführen.¹⁷ In diesem Kontext sollte darauf verwiesen werden, dass es mittlerweile auch in Großbritannien zwei Marktdatenanbieter gibt, die einen Term SONIA („TSSR“) veröffentlichen (ICE und Refinitiv). Zudem prüft die Loan Market Association (LMA) laut eigener Aussage, ob sie einen Standardvertragsentwurf veröffentlichen soll, der auf dem Term SONIA basiert.^{18 19}

Aktuell erscheint es nicht unwahrscheinlich, dass für einen gewissen Zeitraum mehrere Benchmarks Anwendung finden, bevor sich ein neuer dominierender Standard herausbildet. Ob dieser Standard jedoch die gleiche Durchsetzungsrate wie die alten LIBOR-Referenzsätze haben werden, ist fraglich. Die anhaltende Kritik am SOFR deutet darauf hin, dass diese Rate nicht der einzige Nachfolger des USD LIBORs sein wird.

Tabelle 3: Übersicht der unterschiedlichen Risk-Free Rates und den zugehörigen Term Rates

Währung	Bestehende LIBOR-Sätze	Risk-Free Rates	Administrator der Risk-Free Rates	Risk-Free Term Rates	Administrator der Risk-Free Term Rates
Euro	EUR LIBOR	€STR	EZB	€STR forward looking term rate	ICE Benchmark Administration EMI Refinitiv
Japanischer Yen	JPY LIBOR	TONAR	BoJ	Tokyo Term Risk-Free Rate (TORF)	Quick Benchmarks Inc.
Sterling	GBP LIBOR	SONIA	BoE	Term SONIA	ICE Benchmark Administration Refinitiv
Schweizer Franc	CHF LIBOR	SARON	SIX	-	-

¹⁷ Use Cases of Benchmark Rates: Compounded in Arrears, Term Rate and Further Alternatives, Bank of England, Seite 6, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/benchmarks/rfr/use-cases-of-benchmark-rates-compounded-in-arrears-term-rate-and-further-alternatives.pdf>, aufgerufen am 25.06.201

¹⁸ <https://www.liborblog.com/2021/03/lma-publishes-note-term-sonia-reference-rates/>, aufgerufen am 24.06.2021

¹⁹ Considerations in respect of the use of forward-looking term SONIA reference rates, LMA, https://www.lma.eu.com/application/files/2116/1674/0528/Considerations_in_respect_of_the_use_of_term_SONIA_reference_rates.pdf, aufgerufen am 24.06.2021

US-Dollar	USD LIBOR	SOFR	FED NY	SOFR Term Rate	CME Group
------------------	-----------	------	--------	----------------	-----------

Auswirkung der Risk-Free Term Rates auf die Banken

Für die Banken bedeutet dies jedoch, dass die LIBOR-Transition zunächst dazu führt, dass für verschiedene Bankprodukte unterschiedliche Benchmarks und Methodologien Einfluss finden. Daher ist eine gewisse Flexibilität notwendig, um auf aktuelle Entwicklungen am Markt reagieren zu können. Die IT-Systeme der Banken sollten darauf ausgerichtet werden, verschiedene Benchmarks und Berechnungsmethoden zu unterstützen²⁰.

Finbridge als Partner für die IBOR-Transition und die Etablierung neuer Zins-Benchmarks

Die Einführung neuer Benchmarks bedarf einer umfassenden Analyse bzgl. der aktuellen Marktpositionierung. Wichtig hierbei ist zu prüfen, welche neuen Benchmarks für das Geschäft der Bank benötigt werden.

Auf Basis dieser Prüfung müssen die Zinssätze in der Bank zentral zur Verfügung gestellt werden (Lizensierung der entsprechenden Benchmarks). Des Weiteren müssen die täglichen Raten auch in diversen IT-System abrufbar sein. Hierbei können wir folgende Beratungsdienstleistungen anbieten:

- Vorstudien und Analysen zum Status Quo für Lizenzen und Prozesse von der Akquise, über Qualitätssicherung bis zur Weiterverarbeitung in Abnehmersystemen,

²⁰ Weitere Informationen zur Umstellung der IT-Systeme auf die neuen Risk-Free Rates am Beispiel von Loan IQ finden Sie hier: <https://www.finbridge.de/aktuelles/2020/7/20/umsetzung-der-ibor-reform-im-loan-iq-umfeld?rq=ibor>

- Identifikation von Optimierungs- und Einsparpotentialen bei Lizenzen und in der Prozesskette²¹,
- Erarbeitung von entsprechenden Umsetzungskonzepten,
- Umsetzung von Anpassungen inkl. Spezifikationen und Tests.

²¹ Siehe hierzu: <https://www.finbridge.de/aktuelles/2021/3/09/kostenreduktion-marktdaten>, aufgerufen am 23.06. 2021

Team



Jan Eric Filipczak
Expert

+49 151 58062853
janeric.filipczak@finbridge.de

Finbridge GmbH & Co. KG
Louisenstraße 100
61348 Bad Homburg v.d.H.



Eike Halbroth
Senior Expert

+49 151 58062844
eike.halbroth@finbridge.de

Finbridge GmbH & Co. KG
Louisenstraße 100
61348 Bad Homburg v.d.H.



Thomas Hildebrandt
Associate Manager

+49 151 58062854
thomas.hildebrandt@finbridge.de

Finbridge GmbH & Co. KG
Louisenstraße 100
61348 Bad Homburg v.d.H.

Über Uns

Finbridge GmbH & Co. KG ist ein unabhängiges, spezialisiertes Beratungsunternehmen im Bereich Financial Services und unterstützt die gesamte Prozesskette von Finanzprodukten in Kredit, Kapitalmarkt, Treasury, Risikocontrolling, Compliance, Accounting und Meldewesen.



Mehr Insights
und Themen



Finbridge GmbH & Co. KG
Louisenstraße 100
61348 Bad Homburg v. d. H.
www.finbridge.de