

Oliver Read / Jochen Beißer

Euribor, Eonia und €STR: Weichenstellungen der Working Group on Euro Risk-free Rates

Der Libor- und Euribor-Skandal hat erhebliche Konsequenzen für Referenzzinssätze nach sich gezogen. Manipulationen waren möglich, weil es keine spezifische Regulierung gab. Der europäische Finanzmarkt ist heute noch mit den marktseitigen Reformen und den regulatorischen Anforderungen der Benchmark-Verordnung¹⁾ (BMVO) beschäftigt.

Die International Organization of Securities Commissions (IOSCO) hat 2013 Leitlinien für Financial Benchmarks formuliert, welche die Grundlage für die weltweite Regulierung finanzieller Benchmarks liefern, auch für die BMVO. Von den 19 IOSCO-Leitlinien stellt insbesondere Nummer 7 (Suffizienz der Daten) die Administratoren von Referenzzinsen vor Herausforderungen. Die Dateneingaben sollen an beobachtbaren Transaktionen

anknüpfen. Diese Anforderung haben Libor und Euribor aufgrund der Meldung von indikativen Sätzen durch die Panelbanken nicht erfüllt.

Seit Januar 2018 dürfen gemäß BMVO keine neuen Benchmarks in der EU ohne Zulassung oder Registrierung bereitgestellt werden. Administratoren mit Sitz in der EU, die Benchmarks bereitstellen, haben bis zum 1. Januar 2020 Zeit, um eine Zulassung oder Registrierung der „alten“ Benchmark zu beantragen. Im Rahmen einer dreistufigen Kategorisierung werden sogenannte kritische Benchmarks einer strengeren Regulierung unterzogen. Für diese haben die EU-Institutionen am 25. Februar 2019 angekündigt, dass eine Fristverlängerung von zwei Jahren gewährt werden soll. Zu den kritischen Zinsbenchmarks gehören Euribor und

Eonia (Abbildung 1), die vom European Money Markets Institute (EMMI) administriert und von der belgischen Financial Securities and Markets Authority (FSMA) beaufsichtigt werden.

Euribor-Reformprojekte und Zulassung des Hybrid Euribor

Der Euribor war weder konform mit den IOSCO-Leitlinien noch mit der BMVO. Aus diesem Grunde hat das EMMI von 2015 bis 2017 ein erstes Reformprojekt vorangetrieben. Die Panelbanken sollten sämtliche relevante Transaktionen an das EMMI melden. Ein Testlauf mit 31 Banken zwischen September 2016 und Februar 2017 zum Vergleich des Euribor mit dem transaktionsbasierten Euribor in den acht Laufzeiten ergab, dass ein nahtloser Übergang aufgrund von Unterschieden bei den statistischen Kennzahlen Durchschnitt und Volatilität nicht funktionieren würde. Eine weitere Erkenntnis war, dass die drei Laufzeiten 2W, 2M, 9M zu illiquide waren. Ihre Abschaffung wurde zum 3. Dezember 2018 beschlossen, sodass nur noch fünf Laufzeiten verbleiben (1W, 1M, 3M, 6M, 12M).

Ein zweites Reformprojekt wurde unter dem Titel „hybride Ermittlungsmethode für Euribor“ gestartet. Zwischen März 2018 und Februar 2019 gab es zwei Konsultationen zum Hybrid Euribor (Abbildung 2). Das Underlying Interest (die zugrunde liegende Finanzmarktgröße) des Hybrid Euribor lautet wie folgt: Zinssatz, zu dem Kreditinstitute in der EU und in den EFTA-Staaten unbesichert am Geldmarkt für institutionelle Marktteilnehmer Geld aufnehmen können. Die Ermitt-

Abbildung 1: Eonia und Euribor (Stand Juli 2019)

	Eonia	Euribor
Bedeutung	Euro OverNight Index Average	Euro Interbank Offered Rate
Art des Zinses	Zins für vergebene Kredite (lending rate)	Zins für aufgenommene Kredite (borrowing rate)
Währung	Euro	Euro
Laufzeiten	Overnight (Tagesgeld)	Seit 3. Dezember 2018 nur noch 5 Laufzeiten: 1W, 1M, 3M, 6M, 12M
Kategorisierung in der BMVO	Kritische Benchmark seit 28. Juni 2017	Kritische Benchmark seit 11. August 2016
Zuständige nationale Behörde gemäß BMVO	FSMA	FSMA
Administrator	EMMI	EMMI
Calculation Agent	EZB	Global Rate Set Systems Ltd (GRSS)
Anzahl Panelbanken	28	18
Berechnung	Volumengewichteter Mittelwert der gemeldeten Sätze	Gestützter Mittelwert der gemeldeten Sätze wobei 25% der höchsten und 25% der niedrigsten Werte gestrichen werden
Zeitpunkt der Veröffentlichung	Am selben Target2-Geschäftstag (T) um 19.00 Uhr MEZ	Am selben Target2-Geschäftstag (T) kurz nach Berechnung um 11.00 Uhr MEZ

Quelle: O. Read / J. Beißer

Abkürzungen – M: Monate; W: Wochen



lungsmethode des Hybrid Euribor sieht vor, dass jede Panelbank einen Satz meldet, der nach Möglichkeit transaktionsbasiert ist und den folgenden Methoden-Wasserfall beachtet:

- Level 1: Meldung aufgrund von Transaktionen des vorhergehenden Target2-Geschäftstags in der definierten Laufzeit und bei Anwendung des Formelansatzes des EMMI;
- Level 2: Meldung aufgrund von Transaktionen der vergangenen Target2-Geschäftstage über verschiedene Laufzeiten und einer Reihe von Berechnungsmethoden des EMMI;
- Level 3: Meldung aufgrund von Transaktionen, die einen engen Bezug zum unbesicherten Euro-Geldmarkt haben.

Das EMMI macht konkrete Vorgaben für die Ermittlung nach Level 1 und 2. Wenn eine Panelbank den Zinssatz weder nach Level 1 noch 2 ermitteln kann, muss sie auf Level 3 ausweichen. Auf der Stufe des Wasserfalls sind lediglich allgemeine Grundsätze bezogen auf Verantwortung, Governance, Transparenz, Laufzeiten und Inputdaten einzuhalten.

Von Mai bis Juli 2018 wurde ein Testlauf mit 16 Panelbanken für den Hybrid Euribor erfolgreich durchgeführt. In den meisten Laufzeiten lag der Hybrid Euribor geringfügig unterhalb des Euribor und zeigte eine leicht höhere Volatilität (Abbildung 3).

Eonia Review und neuer Overnight-Referenzzinssatz €STR

Am 6. Mai 2019 hat das EMMI mitgeteilt, dass ein Antrag auf Zulassung unter der BMVO bei der FSMA gestellt wurde. Am 3. Juli 2019 haben FSMA und EMMI bestätigt, dass die Zulassung erteilt wurde. Geplant ist, dass die Panelbanken nach und nach von der bisherigen auf die reformierte Ermittlungsmethode für die neue hybride Zinsbenchmark wechseln.

Der Eonia bezieht sich auf vergebene Overnight-Kredite unter Banken und ist

im Unterschied zu Euribor und Libor transaktionsbasiert. Jede teilnehmende Panelbank meldet einen Satz. Der Referenzzins wird dann als volumengewichteter Mittelwert berechnet (Abbildung 1). Das EMMI hat im August 2016 einen sogenannten Eonia Review angestoßen, um Verbesserungen zu diskutieren (Abbildung 4). Aus einer Datenanalyse für den Zeitraum September 2016 bis Februar 2017 ging hervor, dass das Volumen der Overnight-Kredite sich auf nur wenige Kreditinstitute konzentriert. Damit sei der betreffende Referenzzinssatz zu abhängig von wenigen Adressen. Im Februar 2018 teilte das EMMI mit, dass eine Konformität des Eonia bezüglich einer „robusten, zuverlässigen und widerstandsfähigen“ Ermittlungsmethode im Sinne der BMVO nicht garantiert werden könne. Eine detaillierte Überprüfung des Eonia sei nicht mehr sinnvoll. Damit wollte das EMMI auf eine Reform und auf eine Zulassung nach der BMVO verzichten.

Diese EMMI-Entscheidung ist nur vor dem Hintergrund der Neupositionierung der Europäischen Zentralbank (EZB) zu verstehen. Die Notenbank hat sich von der Rolle als reine Aufsichtsbehörde gelöst und ist zu einer treibenden Kraft der Zinsbenchmark-Reform geworden. Am 21. September 2017

- verkündeten insgesamt vier Behörden (die EZB, die European Securities and Markets Authority (ESMA), die FSMA und die Europäische Kommission) gemeinsam die Gründung der sogenannten Working Group on Euro Risk-free Rates (WG-ERFR) unter der Leitung eines Vertreters des privaten Bankensektors, wobei die Arbeitsgruppe Empfehlungen über risikolose Referenzzinssätze im Euroraum abgeben soll,
- erklärte die EZB, einen Referenzzins für aufgenommene unbesicherte Overnight-Kredite im Euroraum entwickeln zu wollen,
- nahm das EMMI die Ankündigung der EZB zur Kenntnis, begrüßte die Gründung der Arbeitsgruppe und bot seine Mitarbeit an.



Prof. Oliver Read

Hochschule RheinMain, Wiesbaden



Prof. Jochen Beißer

Hochschule RheinMain, Wiesbaden

Seit der Aufdeckung des Libor- und Euribor-Skandals ist der Finanzmarkt noch mit den Reformen und dem Erstellen von regulatorischen Anforderungen für Benchmark-Zinssätze beschäftigt. Versuche der Regulatoren haben ergeben, dass der weitere Einsatz des Referenzzinssatzes für vergebene Kredite (Eonia) und für aufgenommene Kredite (Euribor) nicht sinnvoll ist. Am Ende dürften laut den Autoren zwei neue Referenzzinssätze stehen. Der Eonia soll durch den €STR und der Euribor durch den Hybrid Euribor abgelöst werden. Allerdings wird hier noch zweigleisig gedacht. Möglich wäre auch eine Umsetzung mit einer Zinsstruktur auf Basis des €STR als Fallback-Lösung. Der €STR geht auf die Initiative der EZB zurück, wurde jedoch von einer umfangreichen Working Group unter Beteiligung von mehr als 20 Banken und von Regulatoren erarbeitet. Der Artikel gibt auch einen Überblick über die Entwicklung der neuen Referenzzinssätze im Zeitverlauf. (Red.)

An der WG-ERFR beteiligen sich 21 Kreditinstitute als Mitglieder mit Stimmrecht (unter Vorsitz der ING) und fünf Verbände als Mitglieder ohne Stimmrecht. Zu den Beobachtern zählt die EZB, die das Sekretariat zur Verfügung stellt (Abbildung 5).

Weichenstellungen der WG-ERFR in Phase 1

Seit Februar 2018 finden regelmäßige Treffen der WG-ERFR bei der EZB statt. Die Sitzungsunterlagen sind auf der EZB-Website frei zugänglich. Ziel der

WG-ERFR ist die Identifizierung und Empfehlung von risikolosen Zinssätzen im Euroraum und Fallback-Lösungen, die konform mit der BMVO sind (Abbildung 6).

Die WG-ERFR hat in einer ersten Phase von Februar 2018 bis März 2019 vier große Arbeitspakete in entsprechenden Untergruppen bearbeitet:

1. Auswahl alternativer risikoloser Overnight-Referenzzinssätze (als Eonia-Nachfolger);

2. Identifizierung und Empfehlung einer Zeitstruktur risikoloser Referenzzinssätze als Fallback-Lösung;

3. Untersuchung der vertraglichen Robustheit für bestehende und neue Finanzkontrakte, welche die auslaufenden Referenzzinssätze Euribor und Eonia verwenden;

4. Übergang von Eonia zur neuen Zinsbenchmark (€STR).

Abbildung 2: Euribor-Reform

Datum	Schritt	Dokument
Mai 2017	Scheitern des ersten Reformprojekts	EMMI: Pre-Live Verification Program – Outcome and Way Forward
März 2018	Erste Konsultation zum Hybrid Euribor	EMMI: Consultation Paper on a Hybrid Methodology for Euribor
Juni 2018	Abschaffung von Laufzeiten	EMMI: Cessation of Euribor Tenors
	Ergebnisse der ersten Konsultation	EMMI: Consultation Paper on a Hybrid Methodology for Euribor: Summary of stakeholder feedback
Oktober 2018	Zweite Konsultation	EMMI: Second Consultation Paper on a Hybrid Methodology for Euribor
Februar 2019	Ergebnisse der zweiten Konsultation	EMMI: Second Consultation Paper on a Hybrid Methodology for Euribor: Summary of stakeholder feedback
	Definition des Hybrid Euribor	EMMI: Blueprint for the Hybrid Methodology for the Determination of Euribor
Mai 2019	Antrag auf Zulassung des Hybrid Euribor	EMMI: EMMI has applied for authorization from the Belgian Financial Services and Markets Authority under the EU Benchmarks Regulation
Juli 2019	Bekanntgabe der Zulassung des Hybrid Euribor	EMMI: EMMI granted authorisation by Belgian Financial Services and Markets Authority

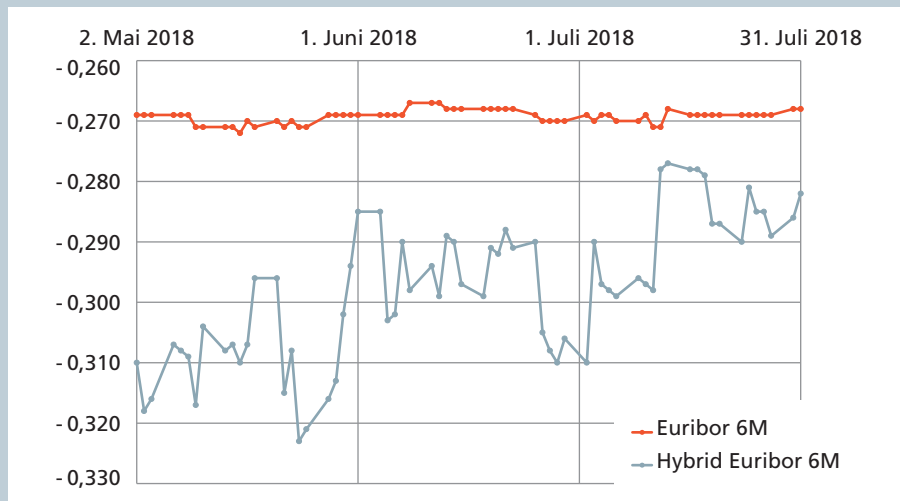
Quelle: EMMI, O. Read / J. Beißer

Entwicklung des Eonia-Nachfolgers €STR

Im Herbst 2017 nahm auch die Europäische Zentralbank das Heft des Handelns in die Hand, indem sie einen eigenen risikolosen Referenzzins ins Rennen schickte. Die Entwicklung der EZB-Zinsbenchmark begann mit der Publikation eines Konsultationspapiers im November 2017 und fand einen vorläufigen Abschluss im Juni 2018 mit der Veröffentlichung eines Definitionspapiers für den sogenannten Euro Short-Term Rate (ESTER).

€STR ist ein Zinssatz, der die Kosten einer unbesicherten Overnight-Finanzierung in Großbeträgen von Banken im Euroraum reflektiert. Der Zinssatz wird für jeden Target2-Geschäftstag mit Transaktionsdaten des vorhergehenden Target2-Geschäftstags mit einer Laufzeit von einem Tag veröffentlicht. Die Transaktionen spiegeln nicht verzerrte Marktzinssätze wider. Seine Ermittlung beruht auf Kreditaufnahmen in Euro nach der MMSR-Regulierung²⁾. Dabei werden unbesicherte Overnight-Finanzierungen mit festem Zinssatz und einem Volumen über 1 Million Euro herangezogen.

Abbildung 3: Hybrid Euribor 6M versus Euribor 6M (in Prozent)



Quelle: O. Read / J. Beißer mit Daten der EZB (sdw.ecb.europa.eu)

Abbildung 4: Eonia Review

Datum	Schritt	Dokument
August 2016	Start des Eonia Review	EMMI: Consultative Paper on Enhancements to the EONIA Benchmark
Juli 2017	Beginn einer Datenanalyse	EMMI: EONIA Review Data Exercise Guidelines
September 2017	Stellungnahme zur Gründung der WG-ERFR	EMMI: EMMI welcomes the new working group on a risk-free reference rate for the euro area
Februar 2018	Ergebnisse des Eonia Review	EMMI: State of Play of the EONIA Review

Quellen: EMMI, O. Read / J. Beißer

Die Berechnung für jeden Target2-Geschäftstag erfolgt als volumengewichteter gestutzter Mittelwert gerundet auf die dritte Dezimalstelle. Die oberen und unteren 25 Prozent des Volumens bezogen auf den Zinssatz werden bei der Bildung des Mittelwerts ausgeklammert.



Im März 2019 hat die EZB die Abkürzung von ESTER in €STR geändert. Zudem wurde als Starttermin der Veröffentlichung des €STR der 2. Oktober 2019 mit Transaktionsdaten des 1. Oktober 2019 festgelegt (Abbildung 7).

Seit Juni 2018 veröffentlicht die EZB rückwirkend zum 15. März 2017 den sogenannten Pre-€STR. Da der Eonia ein Zins für vergebene Kredite (lending rate) und der €STR ein Zins für aufgenommene Kredite (borrowing rate) ist, liegt der Pre-€STR um einige (circa 8 bis 9) Basispunkte niedriger als der Eonia.

Auswahl alternativer Overnight-Referenzzinssätze

Für die Identifizierung eines risikolosen Referenzzinssatzes als Alternative zu Eonia hat Untergruppe 1 einen formellen Prozess durchgeführt (Abbildung 9). Zunächst wurde ein Kriterienkatalog zur Beurteilung der Eonia-Nachfolge-Kandidaten veröffentlicht. Danach wurde ein Konsultationsprozess mit drei Kandidaten angestoßen: €STR, GC Pooling Deferred von STOXX (Deutsche Börse Gruppe) und RepoFunds Rate von NEX Data Services Limited.

Die beiden letztgenannten Zinssätze beziehen sich auf besicherte Overnight-Finanzierungen durch Wertpapierpensionsgeschäfte (Repos). Aus der Konsultation ging €STR als Favorit der Marktteilnehmer hervor. Am 13. September 2018 hat sich die WG-ERFR für den €STR ausgesprochen und die Empfehlung abgegeben, Eonia durch €STR zu ersetzen.

WG-ERFR Untergruppe 4: Eonia-€STR-Übergang

Im Dezember 2018 hat die WG-ERFR einen Bericht zum Eonia-€STR-Übergang herausgegeben und im Februar 2019 die Rückmeldungen publiziert (Abbildung 9). Am 14. März 2019 hat die WG-ERFR folgende Empfehlungen abgegeben:

1. Empfehlungen an das EMMI (Schritte vor dem 1. Januar 2020):

– Die Eonia-Ermittlungsmethode ist so zu verändern, dass Eonia durch €STR plus einem festen Spread ersetzt wird;

– Die relevanten Behörden sind zu kontaktieren, um für die modifizierte Eonia-

Ermittlungsmethode eine Konformität mit der BMVO herzustellen;

– Ein sanfter Übergang von Eonia auf €STR ist bis zum Ende des Jahres 2021 anzustreben.

Abbildung 5: Zusammensetzung der WG-ERFR

Rolle	Organisationen
Mitglieder mit Stimmrecht	Bank of Ireland, Barclays, Bayerische Landesbank, BBVA, BNP Paribas, BPCE Natixis, CaixaBank, Crédit Agricole, Deutsche Bank, DZ Bank, Erste Bank, Eurobank, HSBC, ING, Intesa, KfW Bankengruppe, LBBW, Nordea, Santander, Société Générale, Unicredit
Mitglieder ohne Stimmrecht	EMMI, European Fund and Asset Management Association, International Capital Market Association (ICMA), International Swaps and Derivative Association (ISDA), Loan Market Association (LMA)
Gäste	European Investment Bank
Beobachter	EZB, Europäische Kommission, ESMA, FSMA

Quellen: EMMI, O. Read / J. Beißer

Abbildung 6: Empfehlungen für neue Zinsbenchmarks

Fristigkeit	Alte Zinsbenchmark	Neue Zinsbenchmark	Fallback-Lösung
Overnight-Zinssatz	Eonia	€STR	Noch ausstehend
Zinsstruktur bis zu einem Jahr	Euribor (1W, 1M, 3M, 6M, 12M)	Hybrid Euribor (1W, 1M, 3M, 6M, 12M)	Zeitstruktur risikoloser Zinssätze auf der Basis des €STR

Quelle: EMMI, O. Read / J. Beißer

Abbildung 7: Entwicklung des €STR

Datum	Schritt	Dokument
September 2017	Ankündigung zur Entwicklung eines risikolosen Zinssatzes	ECB: ECB to publish new unsecured overnight interest rate
	Ankündigung zur Bildung der WG-ERFR	ESMA/European Commission/ECB/FSMA: New Working Group on a Risk-Free Reference Rate for the Euro Area
November 2017	Erste Konsultation zum risikolosen Zinssatz	ECB: First ECB public consultation on developing a euro unsecured overnight interest rate
Februar 2018	Ergebnisse der ersten Konsultation zum risikolosen Zinssatz	ECB: Summary of responses to the ECB's first public consultation on developing a euro unsecured overnight interest rate
März 2018	Zweite Konsultation zum risikolosen Zinssatz	ECB: Second public consultation on the publication by the ECB of an unsecured overnight rate
Mai 2018	Ergebnisse der zweiten Konsultation zum risikolosen Zinssatz	ECB: Summary of responses to the ECB's second public consultation on developing a euro unsecured overnight interest rate
	Definition des ESTER	ECB: ESTER methodology and policies
Juni 2018	Testdaten als Pre-ESTER	ECB: Pre-ESTER
	EZB berichtet, dass WG-ERFR den ESTER als risikolosen Zinssatz empfiehlt	ECB: Private sector working group on euro risk-free rates recommends ESTER as euro risk-free rate
März 2019	Neue Abkürzung €STR	ECB: ECB changes the acronym for its euro short-term rate
	Starttermin für €STR	ECB: ECB announces start date for euro short-term rate (€STR)
	Empfehlungen der WG-ERFR zum Übergang von Eonia zu €STR	ECB: Working group on euro risk-free rates recommends transition path from EONIA to €STR and €STR-based forward-looking term structure methodology
Mai 2019	Eonia-€STR-Spread	ECB: ECB provides a one-off spread between €STR and EONIA

Quelle: EMMI, O. Read / J. Beißer

2. Weitere Empfehlungen an EMMI:

– Die Berechnung eines Eonia-€STR-Spreads ist auf der Basis eines Mittelwerts über eine Beobachtungsperiode von 12 Monaten gestützt um die oberen und unteren 15 Prozent vorzunehmen;

– Die Eonia-Rekalibrierungsmethode und die Bestimmung des festen Eonia-€STR-Spreads sind zeitgleich vor dem Starttermin für €STR mitzuteilen;

– Der Termin für die Eonia-Rekalibrierung ist mit dem Starttermin für €STR zusammenzulegen.

3. Empfehlungen an die Marktteilnehmer: Eonia ist als Referenzzins für Finanzkontrakte durch €STR zu ersetzen. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die Veröffentlichung des €STR am nachfolgenden Target2-Geschäftstag T+1 erfolgt.

Als Reaktion auf die obigen Empfehlungen der WG-ERFR hat das EMMI blitzschnell einen Konsultationsprozess vom 20. März bis zum 15. April durchgeführt und am 30. Mai die Ergebnisse veröffentlicht. Für eine Übergangsperiode bis Ende 2021 wird das EMMI den Eonia nach einer modifizierten Ermittlungsmethode als €STR + fester Spread ermitteln. Ab Oktober 2019 soll zudem der Zeitpunkt der Veröffentlichung des dann modifizierten Eonia auf 9:15 Uhr MEZ

des nachfolgenden Target2-Geschäftstags T+1 verschoben werden.

Am 31. Mai 2019 hat die EZB basierend auf einer Zeitreihe für den Zeitraum 17. April 2018 bis 16. April 2019 einmalig den Eonia-€STR-Spread in Höhe von 8,5 Basispunkten bestimmt. Damit ist der feste Spread jetzt schon bekannt.

Die FSMA hat im Zuge der Zulassung des EMMI als Administrator des Hybrid Euribor in der Pressemitteilung vom 3. Juli 2019 informiert, dass EMMI im September 2019 einen Antrag auf Zulassung des modifizierten Eonia unter der BMVO einreichen möchte.

WG-ERFR Untergruppe 2: eine Zinsstruktur auf der Basis von €STR

Die WG-ERFR hat sich als weitere Aufgabe gestellt, eine Zeitstruktur risikoloser Zinssätze als Fallback-Lösung für den Euribor-Nachfolger zu erarbeiten. Seit September 2018 steht fest, dass diese Zinsstruktur auf der Grundlage des €STR gebildet werden soll. Die WG-ERFR hat dazu im Dezember 2018 eine Konsultation lanciert und im Februar 2019 Ergebnisse präsentiert (Abbildung 9). Am 14. März 2019 hat die WG-ERFR folgende Stellungnahme veröffentlicht:

– Empfohlen wird eine Methode auf der Basis von indikativen Sätzen für €STR

Overnight Index Swaps (OIS) zur Bestimmung einer vorwärtsgewandten Zinsstruktur. Diese Methode soll zeitnah als Fallback-Lösung für Euribor-Kontrakte zum Einsatz kommen, sobald die Veröffentlichung des €STR erfolgt.

– Zu diesem Zweck sollte ein erfolgreicher Eonia-€STR-Übergang mit folgenden Elementen vorliegen: (i) signifikanter Transfer der Marktliquidität zugunsten von €STR Overnight Index Swaps, (ii) transparente und regulierte Derivatmärkte wie beim Handel auf Multilateral Trading Facilities, (iii) genügend Datenquellen.

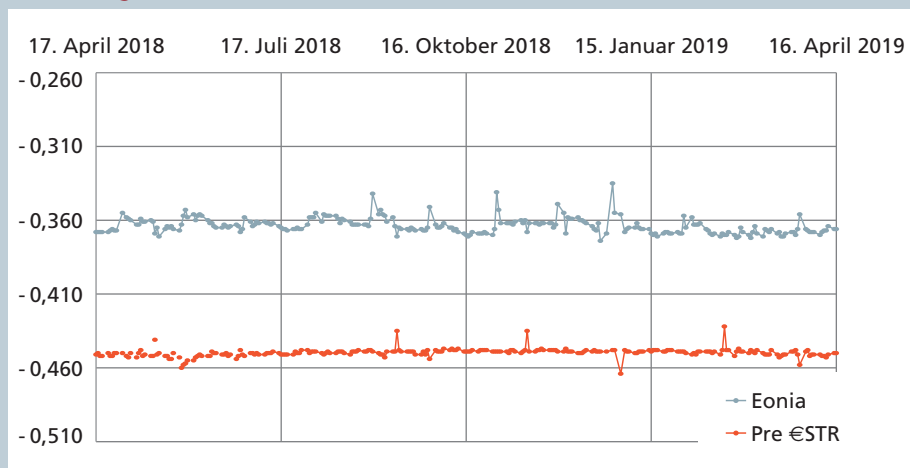
Außerdem hat die WG-ERFR mitgeteilt, dass sie sowohl einen vorwärts- als auch einen rückwärtsgewandten Ansatz analysieren wird. Die Fortschritte der Arbeitsgruppen für risikolose Zinssätze in anderen Währungen und der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) werden zur Kenntnis genommen. Hintergrund: Die ISDA hatte im Jahr 2018 eine Konsultation zu Fallback-Lösungen für Derivate durchgeführt, die Zinsbenchmarks in anderen Währungen außer dem Euro verwenden. Eine ISDA-Konsultation zum Euribor ist angedacht, sobald €STR gestartet ist. Mit einer engen Abstimmung zwischen der WG-ERFR und ISDA ist zu rechnen.

Umstrukturierung der WG-ERFR für Phase 2

Bei der Sitzung der WG-ERFR am 14. März 2019 wurde eine zweite Phase mit Fokus auf Übergang/Implementierung eingeleitet, die mit strukturellen Änderungen bei den Untergruppen der WG-ERFR einhergeht. Die ausstehende Identifizierung von Alternativen zu €STR soll nun auf der oberen Ebene der Arbeitsgruppe (anstatt in Untergruppe 1) bis Oktober 2019 abgeschlossen werden. Ende März 2019 stellen die Untergruppen 1 und 4 ihre Arbeit ein und drei neue Untergruppen 5, 6 und 7 nehmen ihre Arbeit auf. Die neuen Arbeitspakete sind wie folgt aufgeteilt:

5: Behandlung von Kassaprodukten und Derivaten, die Eonia und Euribor verwenden, im Hinblick auf den bevorstehenden

Abbildung 8: Pre-€STR versus Eonia (in Prozent)



Quelle: O. Read / J. Beißer mit Daten der EZB (sdw.ecb.europa.eu)



Eonia-€STR-Übergang und auf eine Zinsstruktur auf der Basis von €STR als Fallback-Lösung für Euribor;

6: Rechnungswesen und Risikomanagement der betroffenen Kassaprodukte und Derivate;

7: Kommunikation mit den Marktteilnehmern und deren Weiterbildung.

WG-ERFR Untergruppe 5: Kassaprodukte und Derivate

Am 15. Mai 2019 hat die WG-ERFR ein Konsultationspapier veröffentlicht, das die rechtlichen Auswirkungen für Eonia-Finanzkontrakte infolge der Umstellung auf €STR betrachtet. Der zur Konsultation gestellte rechtliche Aktionsplan umfasst die folgenden Empfehlungen:

– Ab 2. Oktober 2019 sollten die Marktteilnehmer in Neugeschäften €STR anstelle des Eonia als Referenzzins verwenden.

– Falls noch Neugeschäft auf Eonia abgeschlossen wird, sollten diese Geschäfte robuste Fallback-Regelungen für die geplante Modifizierung und künftige Einstellung des Eonia enthalten.

– Finanzkontrakte, die sich auf Eonia beziehen und eine Fälligkeit nach Dezember 2021 aufweisen, sollten so schnell wie möglich umgestellt werden oder eine Fallback-Regelung aufnehmen, die es ermöglicht, den Eonia durch €STR plus Spread zu ersetzen.

Die Rückmeldungen zur Konsultation wurden am 26. Juni 2019 bekannt gegeben. Es wird erwartet, dass die WG-ERFR die Ergebnisse in der Sitzung vom 4. Juli 2019 bespricht und anschließend die endgültigen Empfehlungen veröffentlicht.

Einige Weichen gestellt

Infolge der Anwendung der BMVO stand Anfang des Jahres fest, dass die „alten“ Zinsbenchmarks ab 1. Januar 2020 für Neugeschäft nicht mehr verwendet werden können. Für kritische Benchmarks

Abbildung 9: Schritte der WG-ERFR

Datum	Untergruppe	Schritt	Dokument
April 2018	1	Kriterienkatalog für den risikolosen Zinssatz	WG-ERFR: EUR RFR – list of Criteria for the selection
Juni 2018	1	Konsultation zur Auswahl des risikolosen Zinssatzes	WG-ERFR: First public consultation by the working group on euro risk-free rates on the assessment of candidate euro risk-free rates
August 2018	1	Ergebnisse der Konsultation zur Auswahl des risikolosen Zinssatzes	WG-ERFR: First public consultation by the working group on euro risk-free rates on the assessment of candidate euro risk-free rates: Summary of responses
September 2018	1	Empfehlung des €STR als risikolosen Zinssatz	ECB: Private sector working group on euro risk-free rates recommends ESTER as euro risk-free rate
Dezember 2018	4	Eonia-€STR-Übergangsbericht	WG-ERFR: Report by the working group on euro risk-free rates on the transition from EONIA to ESTER
	2	Konsultation zur Zinsstruktur auf der Basis des €STR	WG-ERFR: Second public consultation by the working group on euro risk-free rates on determining an ESTER-based term structure methodology as a fallback in EURIBOR-linked contracts
Februar 2019	4	Rückmeldungen zum Eonia-€STR-Übergangsbericht	WG-ERFR: Feedback on the report on the transition from EONIA to ESTER by the working group on euro risk-free rates: Summary of responses
	2	Ergebnisse der Konsultation zur Zinsstruktur auf der Basis des €STR	WG-ERFR: Second public consultation by the working group on euro risk-free rates on determining an ESTER-based term structure methodology as a fallback in EURIBOR-linked contracts: Summary of responses
März 2019	4	Empfehlungen zum Eonia-€STR-Übergang	WG-ERFR: Recommendations of the working group on euro risk-free rates on the transition path from EONIA to the €STR and on a €STR-based forward-looking term structure methodology
	2	und zur Zinsstruktur auf der Basis des €STR	
März 2019	4	Konsultation zum Eonia-€STR-Übergang	EMMI: Consultation Paper on the Recommendations for EONIA of the Working Group on Euro Risk-free Rates
Mai 2019	4	Ergebnisse der Konsultation zum Eonia-€STR-Übergang	EMMI: Consultation Paper on the Recommendations for EONIA of the Working Group on Euro Risk-free Rates, Summary of stakeholder feedback
Mai 2019	5	Konsultation zu den rechtlichen Auswirkungen für Eonia-bezogene Finanzkontrakte	WG-ERFR: Third public consultation by the working group on euro risk-free rates on the EONIA to €STR Legal Action Plan
Juni 2019	5	Ergebnisse der Konsultation zu den rechtlichen Auswirkungen für Eonia-bezogene Finanzkontrakte	WG-ERFR: Third public consultation by the working group on euro risk-free rates on the EONIA to €STR Legal Action Plan, Summary of responses

Quelle: EMMI, O. Read / J. Beißer

wie Euribor und Eonia haben sich die EU-Institutionen auf eine Fristverlängerung um zwei Jahre verständigt.

Derweil hat die WG-ERFR Weichen für die neue Euro-Zinswelt gestellt. Als risikoloser Overnight-Referenzzinssatz hat sie den €STR empfohlen. Die EZB startet mit der Veröffentlichung des €STR am 2. Oktober 2019. Der Eonia-€STR-Übergang soll nach dem Rekalibrierungsansatz erfolgen. Die WG-ERFR konzentriert sich jetzt auf die Implementierung der Eonia-Nachfolge von Kassaprodukten und Derivaten. An der Euribor-Nachfolge wird zweigleisig gearbeitet. Einerseits hat EMMI eine Zulassung unter der BMVO als Administrator für

den Hybrid Euribor von der FSMA am 3. Juli 2019 erhalten. Andererseits befasst sich die WG-ERFR mit der Entwicklung einer Zinsstruktur auf der Basis des €STR als Fallback-Lösung für Euribor. Weitere Weichen müssen noch gestellt werden, insbesondere in Kooperation mit der ISDA zur Behandlung von Zinsderivaten in Euro.

Fußnoten

1) BMVO: Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2016 über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden.

2) MMSR-Regulierung: Verordnung (EU) Nr. 1333/2014 der Europäischen Zentralbank vom 26. November 2014 über Geldmarktstatistiken (EZB/2014/48).