

Wie können sich Asset & Wealth Manager auf die Reform der Referenzzinssätze vorbereiten?

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis 3

Die bestehenden Referenzzinssätze laufen spätestens Anfang 2022 aus.
Der Übergang hat weitreichende Auswirkungen auf Asset & Wealth
Manager. 4

Wie sind Asset & Wealth Manager betroffen? 7

Wie kann PwC unterstützen?..... 10

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1	Zeitlicher Ablauf der Reform der Referenzzinssätze	4
Abb. 2	Übersicht der alternativen Referenzzinssätze in den verschiedenen Währungsräumen.....	5
Abb. 3	Übersicht zu aktuellen Overnight Rates und Term Rates in verschiedenen Währungsräumen	6



Die bestehenden Referenzzinssätze laufen spätestens Anfang 2022 aus. Der Übergang hat weitreichende Auswirkungen auf Asset & Wealth Manager.

Der Übergang zu neuen Referenzzinssätzen erfolgt als Reaktion auf regulatorische und marktgetriebene Entwicklungen. Gerade für Asset & Wealth-Manager in Europa spielt neben der marktgetriebenen Reform der Referenzzinssätze auch die EU-Benchmark-Verordnung (EU-BMV) eine wichtige Rolle, denn

es gibt einen Gleichlauf zwischen Regulierung und Marktentwicklung. Die 2011 aufgedeckten Manipulationen von Referenzzinssätzen dienten der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) als Motivation, eine Reform der

Benchmarks zu initiieren. 2016 verabschiedete die Europäische Union daraufhin die EU-BMV. Nach einer Verlängerung der Frist müssen kritische Benchmarks demnach bis spätestens Ende 2021 ersetzt werden – hierzu zählt unter anderem die Familie der IBOR-Referenzzinssätze (z. B. LIBOR, EURIBOR).

Abb. 1 Zeitlicher Ablauf der Reform der Referenzzinssätze



Neben der EU-BMV leitet die marktgetriebene Reform der Referenzzinssätze die Ablösung der bekannten Zinssätze ein. Die Verpflichtung ausgewählter internationaler Geschäftsbanken, der sogenannten Panel-Banken, zur Mitwirkung bei der Festlegung der bestehenden Referenzzinssätze läuft Ende des Jahres 2021 ab. Spätestens bis Anfang 2022 müssen daher die Referenzzinssätze, die bisher täglich

festgelegt wurden, durch Alternativen ersetzt werden. Zukünftig soll die Festlegung auf Basis liquider, realer Markttransaktionen bestimmt werden. Weltweit arbeiten verschiedene Arbeitsgruppen gemeinsam mit Aufsichtsbehörden an diesem Thema. In allen großen Währungsräumen wurden bereits neue alternative bzw. risikofreie Referenzzinssätze (ARRs bzw. RFRs) vorgeschlagen und veröffentlicht.

Die Alternative zum EONIA ist im Euroraum der €STR (Euro Short-Term Rate), der seit dem 2. Oktober 2019 veröffentlicht wird. Um den Finanzmärkten genügend Zeit für die Umstellung einzuräumen, gibt es einen Übergangszeitraum bis zum 3. Januar 2022. Währenddessen wird der EONIA als €STR plus einem fixierten Zinsaufschlag von 8,5 Basispunkten berechnet und publiziert.

¹ Repräsentative Gruppe von Banken zur Festlegung der Referenzzinssätze.

Abb. 2 Übersicht der alternativen Referenzzinssätze in den verschiedenen Währungsräumen

Existierender Zinssatz	Vorgeschlagener Nachfolger	Veröffentlichung	Besicherungsart	Regulatorische Arbeitsgruppe
EURIBOR/EUR LIBOR	€STR	T+1 9:00 Uhr CET	unbesichert	European Working Group
USD LIBOR	SOFR	T+1 8:00 Uhr EST	besichert	Alternative Reference Rates Committee (ARRC)
GBP LIBOR	(reformierter) SONIA	T+1 9:00 Uhr GMT	unbesichert	Bank of England's Working Group on Sterling Risk Free Reference Rates
CHF LIBOR	SARON	T 18:00 Uhr CET	besichert	National Working Group on Swiss Franc Reference Rates
JPY LIBOR, TIBOR	TONAR	T+1 10:00 Uhr JST	unbesichert	Japanese Study Group on Risk Free Reference Rates

Der EONIA hat demnach EU-BMV-Konformität erreicht, wird aber dennoch nach diesem Übergangszeitraum nicht mehr veröffentlicht werden.

Auch der EURIBOR wurde überarbeitet, um die Anforderungen der EU-BMV zu erfüllen. Dazu wurde eine neue Berechnungsmethode, die sogenannte Hybridmethode, eingeführt. Diese beruht im ersten Schritt auf tatsächlichen Transaktionen und greift nachgelagert über ein Wasserfallprinzip auf Expertenmeinungen zurück, wenn keine tatsächlichen Transaktionen vorhanden sind. Die Berechnungs-

methode wurde nach und nach seit Mitte 2019 pro Panel-Bank umgestellt. Der zugehörige Prozess ist seit November 2019 abgeschlossen.

Mit Ausnahme des Euroraums sind die Term Rates für andere Währungsräume noch nicht bekannt oder diese Diskussionen werden, wie im Fall des Schweizer-Franken-Raums, nicht weiterverfolgt. In Zukunft ist es aber zu erwarten, dass in den meisten Währungsräumen ebenfalls Term-Rate-Strukturen auf Basis der neuen alternativen Referenzzinssätze zur Verfügung gestellt werden.

Der Übergang zu alternativen Referenzzinssätzen wie dem €STR, dem reformierten EURIBOR oder dem SOFR hat Auswirkungen über alle Geschäftsfelder hinweg und birgt wesentliche strategische Implikationen sowie hohe operative Aufwände (z. B. Anpassung von Verträgen, Prozessen und Kontrollmechanismen).

Im Folgenden fassen wir wesentliche Punkte für Asset & Wealth Manager zusammen.

Abb. 3 Übersicht zu aktuellen Overnight Rates und Term Rates in verschiedenen Währungsräumen

	EU €STR	USA SOFR	GB SONIA	CH SARON	JP TONAR
Overnight Rate	<ul style="list-style-type: none"> Administrator ist die EZB. basiert auf unbesicherten Transaktionen der Geldmarktstatistik. Erstveröffentlichung am 2. Oktober 2019 	<ul style="list-style-type: none"> Administrator ist die FRBNY. basiert auf besicherten O/N-Treasury Repos verschiedener Marktsegmente. Erstveröffentlichung am 3. April 2018 	<ul style="list-style-type: none"> Administrator ist die BoE. basiert auf unbesicherten O/N-Transaktionen der Sterling-Geldmarktstatistik. Erstveröffentlichung am 23. April 2018 (mit neuer Methodik) 	<ul style="list-style-type: none"> Administrator ist die SNB. basiert auf besicherten O/N-Transaktionen im Geldmarkt Empfehlung als neue RFR am 7. Oktober 2017 (Erstveröffentlichung 2009). 	<ul style="list-style-type: none"> Administrator ist die BOJ. basiert auf unbesicherten O/N-Transaktionen im Geldmarkt. Empfehlung als neue RFR am 28. Dezember 2016.
	<ul style="list-style-type: none"> Mit dem Hybrid-EURIBOR liegt eine Forward-looking Term Rate vor, die mit der EU-BMV konform ist. EZB-Fallback-Empfehlung ist eine Forward-looking Term Rate auf Basis des €STR. 	<ul style="list-style-type: none"> Veröffentlichung einer handelbaren SOFR Term Rate im Q4 2021 erwartet. Eine indikative Term Rate wird in 2020 erwartet. 	<ul style="list-style-type: none"> Veröffentlichung indikative Term SONIA Reference Rate (TSRR) ab Q22020 angekündigt. Publikation in der TSRR in Q3 2020 erwartet. 	<ul style="list-style-type: none"> Empfehlung ist ein compound SARON Term-Zinssatz Eine Derivate-basierte Term-Rate wird derzeit als nicht möglich erachtet 	<ul style="list-style-type: none"> Aktuell noch in der Diskussion TIBOR wurde 2017 reformiert und könnte in Zukunft möglicherweise als IOSCO-konforme Benchmark verwendet werden.

Wie sind Asset & Wealth Manager betroffen?

Die IBOR-Reform hat Auswirkungen auf den gesamten Investmentzyklus. Asset & Wealth Manager sind hauptsächlich hinsichtlich dreier Risikokategorien betroffen:

1. Ökonomische Risiken

Die Reform der Referenzzinssätze wirkt sich auf eine Vielzahl von Finanzprodukten aus und geht mit Effekten auf die Fondsstrategie, die Fonds-Performance sowie die Risiko- und Bewertungsmodelle von Asset & Wealth Managern einher. Daher müssen konkrete Auswirkungen auf Bestands- und Neugeschäft individuell bewertet werden, wobei auch Chancen durch neue Produkte und Dienstleistungen nicht außer Acht gelassen werden sollten.

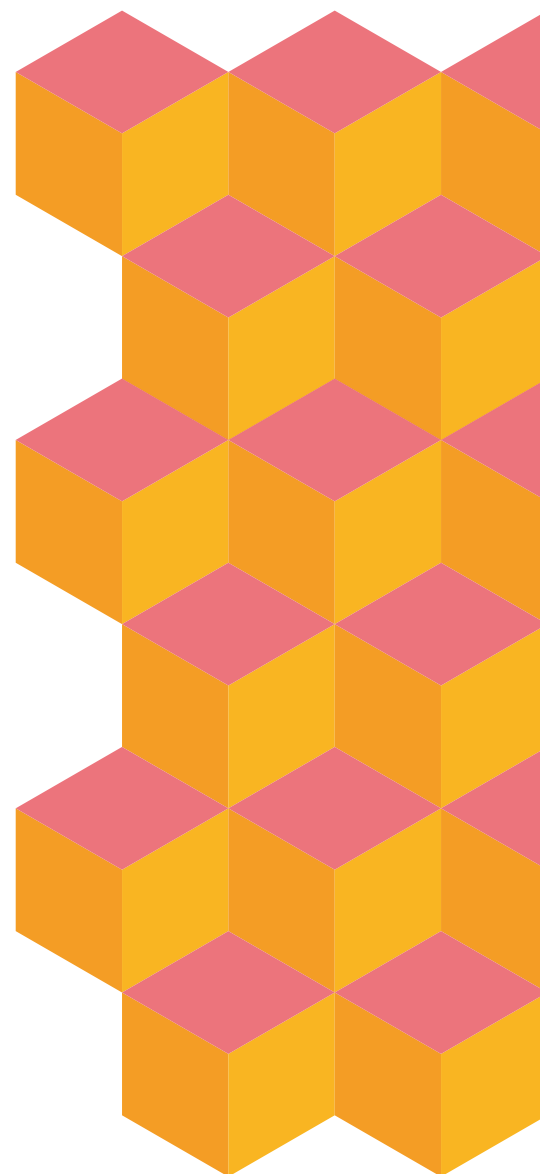
2. Operative Risiken

Der Übergang zu alternativen Referenzzinssätzen wirkt sich außerdem auf die gesamte Wertschöpfungskette aus und birgt hohe operative Risiken. Eine Bewertung der operativen und technologischen Auswirkungen sollte über alle Geschäftsbereiche und Unternehmensfunktionen hinweg unter Berücksichtigung von Änderungen an internen und externen Systemen erfolgen. Insbesondere im Middle- und Backoffice sind häufig zahlreiche Schnittstellen zu Drittanbietern wie beispielsweise Fondsdienstleistern, Verwahrstellen, Asset-Servicing-Anbietern, Brokern und

Marktdatenanbietern betroffen. Asset & Wealth Manager werden verstärkten Abstimmungsbedarf haben, um einen gemeinsamen Übergangsplan mit ihren Drittanbietern zu erarbeiten.

3. Rechtliche Risiken

Die Umstellung auf neue Referenzzinssätze bringt erhebliche Aufwände aufgrund der notwendigen Anpassung der bestehenden Verträge und Dokumente mit sich. Alle direkt und indirekt betroffenen Vertragswerke müssen identifiziert und bestehende Fallback-Klauseln bewertet werden. Zu beachten ist dabei, dass aktuell die meisten Fallback-Formulierungen nur für den kurzfristigen Ausfall der bestehenden Referenzzinssätze ausgelegt sind, jedoch nicht für den langfristigen Übergang auf neue Referenzzinssätze. Für eine konsistente Vertragsanpassung können Branchenempfehlungen (z. B. die Protokolllösung der International Swaps and Derivatives Association [ISDA]) herangezogen werden. Asset & Wealth Manager sollten die Umstellung der rechtlichen Verträge zeitnah angehen, um die angepassten Fallback-Formulierungen für Neugeschäfte verfügbar zu haben.



² In aktuellen Finanzproduktverträgen, beispielsweise von der ISDA, sind Klauseln enthalten, die eine alternative Referenzwertbestimmung für den kurzfristigen Ausfall der Referenzzinssätze beinhalten (man spricht hier von sogenannten Fallback-Klauseln). Jedoch enthalten aktuelle Verträge in der Regel noch keine Regelung bezüglich eines dauerhaften Ausfalls dieser Referenzzinssätze.

³ Die ISDA hat beschlossen, am 5. Februar 2020 eine zweite Konsultation zu den Fallbacks durchzuführen. Dies wird die endgültige Veröffentlichung des ISDA-Protokolls verschieben. Diese wird voraussichtlich im zweiten Quartal 2020 erwartet.

Darüber hinaus sind Asset-and-Wealth Manager über ihre Fonds in eine Vielzahl direkt und indirekt betroffener Wertpapiere investiert. In diesem Zusammenhang ergeben sich bezogen auf die drei Risikokategorien vielfältige Handlungsfelder, zu denen unter anderem die Folgenden zählen:

1. Portfoliogewinne und -verluste

Viele Fonds haben Risiko- und/oder Performance-Benchmarks, die direkt oder indirekt auf Referenzzinssätze verweisen. Eine Umstellung dieser Benchmarks kann Auswirkungen auf die Portfolio-P&L haben, beispielsweise über sich verändernde Management Fees und/oder Performance Fees. Auch die Modelle zur Berechnung der Fees müssen in den IT-Systemen angepasst werden.

Da viele Fonds direkt und indirekt betroffene Wertpapiere halten, ist es erforderlich, dass potenzielle Wertänderungen dieser Produkte analysiert und quantifiziert werden. Insbesondere wenn Fallback-Trigger-Events in ISDA-Verträgen angestoßen werden, können sich die Bewertungen bei Derivaten signifikant ändern.

Wir sehen folgende Handlungsfelder für Asset & Wealth Manager, um ökonomische Risiken durch betroffene Fonds zu managen:

- Erhebung der direkten und indirekten Exposures für alle Portfolios
- Identifikation der direkt betroffenen Risiko- und/oder Performance-Benchmarks sowie Analyse der möglichen Auswirkungen auf die Portfolio-P&L, beispielsweise über Performance Fees
- Analyse der Auswirkung auf den Net Asset Value (NAV) der Portfolios, die sich aufgrund der Umstellung auf neue Referenzzinssätze durch betroffene Wertpapiere ergeben kann

2. Operative Prozesse und IT-Systeme

Signifikante Änderungen auf operative Prozesse und IT-Systeme ergeben sich unter anderem durch die geänderten Publikationszeiten der Referenzzinssätze. Beispielsweise wird der €STR einen Tag später (T+1) veröffentlicht. Die neuen Publikationszeiten führen dazu, dass die Referenzzinssätze, die an T+1 publiziert werden, die ökonomischen Werte vom vorherigen Tag widerspiegeln. Diese Änderung wird Auswirkungen auf viele Asset-and-Wealth-Management-Prozesse haben. In diesem Zusammenhang müssen nicht nur IT-Prozesse und -Systeme zum Einspielen der betroffenen Wertpapierdaten sowie das Prozessieren der Stammdaten in die Downstreamsysteme auf Betroffenheit analysiert werden. Auch Auswirkungen auf beispielsweise das Collateral Management, die NAV- und Net-Present-Value(NPV)-Berechnung, Derivatepreise und Reportingprozesse müssen genauer beleuchtet werden. Darüber hinaus müssen neue Finanzprodukte in den IT-Systemen aufgesetzt werden. Hierzu müssen neben neuen Wertpapierstammdaten auch bestehende Zinskurven, Diskontierungsmodelle, Kalkulationen und Bewertungsmodelle analysiert und gegebenenfalls angepasst werden.

Diese vielfältigen Anpassungen über die gesamte Wertschöpfungskette hinweg werden umfangreiche Systemtests erforderlich machen.

Asset & Wealth Manager sollten daher frühzeitig mit der Ausarbeitung der relevanten Testfälle und Test-szenarien anfangen, um genügend Zeit für umfangreiche Front-to-Back-Testphasen einzuplanen.

Wir sehen folgende Handlungsfelder für Asset & Wealth Manager, um operativen Risiken vorzubeugen:

- umfassende Betroffenheitsanalyse der operativen Prozesse und der zugrundeliegenden IT-Systeme vor dem Hintergrund der veränderten Publikationszeiten für die neuen Referenzzinssätze wie beispielsweise €STR und EONIA.
- Identifikation und Bewertung der Auswirkungen auf bestehende Diskontierungsmodelle, Abgrenzungsberechnungen, Bewertungsmodelle und zugrunde liegende operative Prozesse und IT-Systeme, beispielsweise für die NAV-Berechnung
- Analyse der Auswirkungen der Parallelphase mit einhergehender Abbildung von zwei Zinskurven in den IT-Systemen und Planung der erforderlichen Umstellungen/ Anpassungen
- Analyse der Schnittstellen zu Drittanbietern wie beispielsweise Fondsdienstleistern, Verwahrstellen, Asset-Servicing-Anbietern, Brokern und Marktdatenanbietern sowie gemeinsame Ausarbeitung von Übergangsplänen

3. Anpassung bestehender Verträge und Dokumente

Die Umstellung auf neue Referenzzinssätze bringt außerdem erhebliche Aufwände durch Anpassung der bestehenden Verträge und Dokumente mit sich. Für einige Vertragsanpassungen wird es voraussichtlich Marktstandards geben, beispielsweise die Anpassung der ISDA-Verträge. Bei anderen Vertragswerken wiederum werden im Vorfeld eine Zustimmung von Kundenseite, eine regulatorische Freigabe oder neue bilaterale Vertragsverhandlungen erforderlich sein.

Grundsätzlich sehen wir bei Asset & Wealth Managern drei Vertragskategorien betroffen:

- I. fondsspezifische und kundenspezifische Verträge/Dokumente wie beispielsweise Investment Management Agreements (IMAs), Fondsprospekte, Anlagerichtlinien, Key Investor Information Documents (KIIDs) und Marketingunterlagen, die von Relationship-Managern genutzt werden; bei einigen dieser Dokumente müssen Änderungen eventuell vorab mit Kunden oder Regulatoren abgestimmt werden
- II. produktspezifische Verträge/Dokumente wie beispielsweise CSA-Verträge, ISDA-Verträge, Collateral-Management-Verträge, Clearing-Verträge, die Anpassungen hinsichtlich der herangezogenen Referenzzinssätze erfordern
- III. bestehende Verträge mit Drittanbietern wie beispielsweise Verwahrstellen, Brokern, IT-Systemanbietern oder Marktdatenanbietern; die Anpassung dieser Verträge wird voraussichtlich mit bilateralen Verhandlungen einhergehen

Auf der Basis bisheriger Projekterfahrungen sehen wir, dass die Anzahl der Verträge, die bei Asset & Wealth Managern auf globaler Ebene im Zusammenhang mit der Reform der Referenzzinssätze auf Betroffenheit analysiert werden müssen, sogar im dreistelligen oder vierstelligen Bereich liegen kann. Daher sollten für effiziente Vertragsanpassungen auch Überlegungen angestellt werden, IT-Tools zur Analyse heranzuziehen, die künstliche Intelligenz einsetzen.

Wir sehen folgende Handlungsfelder für Asset & Wealth Manager, um rechtliche Risiken zu minimieren:

- Identifikation aller Verträge und Dokumente mit direkter oder indirekter Betroffenheit
- Prüfung und Bewertung bestehender Fallback-Klausen durch Rechtsexperten und Anwälte
- Definition der neuen Fallback-Formulierungen für neue und bestehende Verträge
- Erstellung eines Zeitplanes für die Ansprache der diversen internen und externen Stakeholder (u. a. Investoren, Broker, Depotbanken, Master-Kapitalverwaltungsgesellschaften, externe Portfoliomanager oder Advisors) sowie die Durchführung der erforderlichen Vertragsanpassungen
- Information über geänderte Prozesse, Verträge, Fondsprospekte etc. an interne und externe Stakeholder (u. a. Regulatoren, Investoren); Überarbeitung der Kommunikationsstrategie für interne und externe Stakeholder (u. a. Regulatoren, Investoren, Geschäftspartner)

Wie kann PwC Sie unterstützen?

Das Team von Asset & Wealth Management Consulting bei PwC Deutschland unterstützt Asset & Wealth Manager bei allen Herausforderungen, die mit der Reform der Referenzzinssätze einhergehen. Wir begleiten unsere Kunden von der Vorstudie über die Definition des Änderungsbedarfs bis hin zur Umsetzung der neuen regulatorischen Anforderungen inklusive Unterstützung beim Austausch mit Regulatoren und Investoren. Außerdem nutzen wir eine Reihe von Tools, die Sie beim Impact-Assessment, bei Vertragsanalyse sowie den Vertragsanpassungen und anderen Projektphasen unterstützen können.

Als führender Berater hinsichtlich der Reform der Referenzzinssätze bringt PwC fundierte praktische Erfahrungen aus zahlreichen internationalen und nationalen Projekten, gepaart mit tiefgreifender fachlicher und technischer Expertise, mit.

Mithilfe unseres PwC-Netzwerks unterstützen wir zahlreiche Financial-Services-Kunden in Deutschland, Europa und weltweit bei ihren Referenzzinssatzprogrammen einschließlich Bedarfsanalyse, Änderung der operativen Prozesse, Anpassung der IT-Systeme, Vertragsumstellungen und Vorbereitung der Kundenkommunikation.

Im Rahmen des globalen PwC-Netzwerks und der PwC-IBOR-Kampagne tauschen wir uns kontinuierlich über regulatorische Neuerungen und daraus resultierende Implikationen für unsere Kunden aus und diskutieren Marktstandards sowie aktuelle Fragestellungen rund um die Thematik der Referenzzinssätze.

Wir pflegen langjährige Beziehungen zu den führenden Banken und Industriegruppen, die beim Übergang von aktuellen zu alternativen Referenzzinssätzen eine wichtige

Rolle spielen. Wir sind Mitglied der EZB-Unterarbeitsgruppe Financial Accounting and Risk Management in der Eurozone und der Unterarbeitsgruppe Communication and Outreach in Großbritannien.

Wir empfehlen Asset & Wealth Managern, frühzeitig konkrete Schritte zur Umstellung der Referenzzinssätze einzuleiten. Wichtig ist, jetzt zu handeln und die damit verbundenen Herausforderungen frühzeitig zu erkennen und auch zu bewältigen. Darüber hinaus ist es für Asset & Wealth Manager essenziell, sowohl auf Chancen als auch Risiken, welche die IBOR-Reform bietet, adäquat zu reagieren – mit dem Ziel, weiterhin wettbewerbsfähig zu bleiben.

Ihre Ansprechpartner



Martin Weirich
Director,
AWM Consulting, AWM Finance,
Risk & Regulatory Cluster Leader
Tel.: +49 69 9585-3806
Tel.: +49 175 2636956
martin.weirich@pwc.com



Heiko Christmann
Senior Manager,
FS Risk Consulting
Tel.: +49 211 981-5402
Tel.: +49 160 97991360
heiko.christmann@pwc.com

Über uns

Unsere Mandanten stehen tagtäglich vor vielfältigen Aufgaben, möchten neue Ideen umsetzen und suchen Rat. Sie erwarten, dass wir sie ganzheitlich betreuen und praxisorientierte Lösungen mit größtmöglichem Nutzen entwickeln. Deshalb setzen wir für jeden Mandanten, ob Global Player, Familienunternehmen oder kommunaler Träger, unser gesamtes Potenzial ein: Erfahrung, Branchenkenntnis, Fachwissen, Qualitätsanspruch, Innovationskraft und die Ressourcen unseres Expertennetzwerks in 157 Ländern. Besonders wichtig ist uns die vertrauensvolle Zusammenarbeit mit unseren Mandanten, denn je besser wir sie kennen und verstehen, umso gezielter können wir sie unterstützen.

PwC. Fast 12.000 engagierte Menschen an 21 Standorten. 2,3 Mrd. Euro Gesamtleistung. Führende Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft in Deutschland.



