



WIFI WORKING PAPER 5/2019

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

Oliver Read / Jochen Beißer

,

First version: 26 March 2019

Present version: 26 March 2019

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

Oliver Read / Jochen Beißer

*Hochschule RheinMain University of Applied Sciences
Wiesbaden Business School
Bleichstr. 44
D-65183 Wiesbaden
E-Mail: oliver.read@hs-rm.de
jochen.beisser@hs-rm.de*

*First version: 26 March 2019
Present version: 26 March 2019*

Kurzzusammenfassung: Infolge der Anwendung der Benchmark-Verordnung steht fest, dass Eonia und Euribor in der aktuellen Form ab 1. Januar 2020 für Neugeschäft nicht mehr verwendet werden können. Die Working Group on Euro Risk-Free Rates hat Weichen gestellt, um die Lücken zu schließen. Als risikoloser Overnight-Referenzzinssatz wurde der €STR empfohlen. Die EZB startet mit der Veröffentlichung am 2. Oktober 2019. An der Euribor-Nachfolge wird zweigleisig gearbeitet. Einerseits strebt der Administrator European Money Markets Institute eine Zulassung des reformierten Euribor nach der hybriden Ermittlungsmethode an. Ein Antrag wird bei der belgischen Aufsichtsbehörde FSMA bis Juni 2019 gestellt. Andererseits befasst sich die Working Group mit der Entwicklung einer Zinsstruktur auf der Basis des €STR als Fallback-Lösung für Euribor.

Abstract: With the application of the Benchmark Regulation it is clear that Eonia and Euribor cannot be used in the current specification for new business from 1 January 2020. The Working Group on Euro Risk-Free Rates has made decisions to close the gap. It recommended €STR as risk-free overnight reference rate. The ECB will begin publication on 2 October 2019. The succession of Euribor is being dealt with on a dual track. On one side, the administrator European Money Markets Institute is looking for an approval of the reformed Euribor based on a hybrid methodology. It will file an application with the Belgian regulator FSMA until June 2019. On the other hand, the Working Group is developing a term structure of interest rates on the basis of €STR as fallback solution for Euribor.

Keywords: Financial benchmarks, Reference rates, ESTER, Eonia, Euribor, Libor, Benchmark Regulation, Working Group on Euro Risk-Free Rates

JEL classification: E43 (Interest Rates), G15 (International Financial Markets), G18 (Government Policy and Regulation)

I. Zinsmanipulationen, IOSCO-Leitlinien und Benchmark-Verordnung

Der Libor- und Euribor-Skandal hat erhebliche Konsequenzen für Referenzzinssätze nach sich gezogen. Manipulationen bei diesen Financial Benchmarks waren möglich, weil es keine spezifische Regulierung gab und ein Bezug zu Markttransaktionen nicht vorgesehen war. Der europäische Finanzmarkt ist bis heute noch mit den marktseitigen Reformen und den regulatorischen Anforderungen der Benchmark-Verordnung¹ (BMVO) beschäftigt (BEIBER/READ 2016; READ 2017a; READ 2017b).

Die International Organization of Securities Commissions (IOSCO) hat 2013 Leitlinien für Financial Benchmarks formuliert, welche die Grundlage für die weltweite Regulierung liefern, auch für die BMVO (IOSCO 2013). Von den 19 IOSCO-Leitlinien stellt insbesondere Nummer 7 (Suffizienz der Daten) die Administratoren von Referenzzinsen vor Herausforderungen. Die Dateneingaben sollten an beobachtbaren Transaktionen anknüpfen. Genau das erfüllen Libor und Euribor wegen der Meldung von indikativen Sätzen durch die Panelbanken nicht.

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 bereitgestellt haben, haben Zeit bis zum 1. Januar 2020, um eine Zulassung oder Registrierung der „alten“ Benchmark zu beantragen. Im Rahmen einer dreistufigen Kategorisierung werden sog. kritische Benchmarks einer strengeren Regulierung unterzogen. Zu den kritischen Zinsbenchmarks gehören Libor, Euribor und Eonia.² Das European Money Markets Institute (EMMI) hat weder für Eonia noch für Euribor eine Zulassung beantragt (Tabelle 1), folglich dürfen diese Referenzzinssätze für Neugeschäft ab Januar 2020 nicht mehr verwendet werden.

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 Durchführungsverordnung (EU) 2017/2446 der Kommission vom 19. Dezember 2017 zur Änderung der Durchführungsverordnung (EU) 2016/1368 zur Erstellung einer Liste der an den Finanzmärkten verwendeten kritischen Referenzwerte gemäß der Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates.

	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
Status nach der BMVO	Zulassung läuft Ende 2019 aus	Zulassung läuft Ende 2019 aus
Zuständige nationale Behörde gemäß BMVO	FSMA	FSMA
Administrator	EMMI	EMMI
Calculation Agent	EZB	Global Rate Set Systems Ltd (GRSS)
Anzahl Panelbanken	28	19
Berechnung	Volumengewichteter Mittelwert der gemeldeten Sätze	Gestutzter 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

Tabelle 1: Eonia und Euribor (Stand März 2019). Abkürzungen: M: Monate; W: Wochen.

II. Die Weiterentwicklung des Euribor

Der Euribor ist weder konform mit den IOSCO-Leitlinien noch mit der BMVO. Aus diesem Grunde hat die sog. Euribor+ Task Force des EMMI von 2015 bis 2017 ein erstes Euribor-Reformprojekt (Euribor+, Evolution of Euribor oder Transaction-based Euribor) vorangetrieben. Idee: Die Panelbanken sollten sämtliche relevante Transaktionen an das EMMI melden. Ein Testlauf (Pre-Live Verification Programm) mit 31 Banken zwischen September 2016 und Februar 2017 sollte einen Vergleich der Zeitreihen von Euribor und Euribor+ hinsichtlich Durchschnitt und Volatilität ermöglichen. EMMI musste im Mai 2017 einräumen, dass ein nahtloser Übergang auf die transaktionsbasierte Benchmark nicht möglich erscheint. Eine weitere Erkenntnis war, dass die drei Laufzeiten 2W, 2M, 9M zu illiquide waren. Ihre Abschaffung wurde Juni 2018 zum 3. Dezember 2018 beschlossen (EMMI 2017a; EMMI 2018).

Ein zweiter Reformversuch wurde unter dem Arbeitstitel „hybride Ermittlungsmethode für Euribor“ gestartet. Zwischen März 2018 und Februar 2019 gab es zwei Konsultationen für das überarbeitete Konzept (Tabelle 2) (EMMI 2018b; EMMI 2018d; EMMI 2018e; EMMI 2019a).

Datum	Schritt in der Kommunikation	Dokument
Mai 2017	Scheitern des ersten Euribor-Reformversuchs	Pre-Live Verification Program – Outcome and Way Forward
März 2018	Erste Konsultation zum zweiten Euribor-Reformversuch	Consultation Paper on a Hybrid Methodology for Euribor
Juni 2018	Abschaffung von Laufzeiten	Cessation of Euribor Tenors
	Ergebnisse der ersten Konsultation	Consultation Paper on a Hybrid Methodology for Euribor: Summary of stakeholder feedback
Okt. 2018	Zweite Konsultation	Second Consultation Paper on a Hybrid Methodology for Euribor
Feb. 2019	Ergebnisse der zweiten Konsultation	Second Consultation Paper on a Hybrid Methodology for Euribor: Summary of stakeholder feedback

Tabelle 2: Publikationen des EMMI zu Euribor.

III. Das Ende des Eonia

Der Eonia bezieht sich auf vergebene Overnight-Kredite unter Banken. Jede Panelbank meldet einen Satz und der Referenzzins wird als volumengewichteter Mittelwert berechnet (Tabelle 1). Unter dem Projektnamen „Eonia Review“ hat EMMI August 2016 eine Konsultation angestoßen, um Verbesserungen zu diskutieren (Tabelle 3). Es folgte eine Datenanalyse für den Zeitraum von September 2016 bis Februar 2017 mit dem zurückhaltenden Titel „Eonia Review Data Exercise“ (EMMI 2016; EMMI 2017b). Aus der Studie ging hervor, dass das Volumen der Overnight-Kredite sich auf wenige Kreditinstitute konzentriert. Damit sei der Referenzzinssatz zu abhängig von wenigen Adressen. Im Februar 2018 teilte 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 hat EMMI auf eine Reform und auf eine Zulassung nach der BMVO verzichtet.

Datum	Schritt in der Kommunikation	Dokument
Aug. 2016	Start des Eonia Review	Consultative Paper on Enhancements to the EONIA Benchmark
Juli 2017	Beginn einer Datenanalyse zu Eonia	EONIA Review Data Exercise Guidelines
Sep. 2017	Stellungnahme zur Gründung der WG-ERFR	EMMI welcomes the new working group on a risk-free reference rate for the euro area
Feb. 2018	Ergebnisse des Eonia Review und Verzicht auf eine Reform	State of Play of the EONIA Review
März 2019	Konsultation zum Auslauf des Eonia	Consultation Paper on the Recommendations for EONIA of the Working Group on Euro Risk-free Rates

Tabelle 3: Publikationen des EMMI zu Eonia.

IV. Die EZB als Administrator eines Referenzzinses

Die EMMI-Entscheidung, die einer Kapitulation vor den Regulierungsanforderungen gleichkommt, ist nur vor dem Hintergrund der Neupositionierung der Europäischen Zentralbank (EZB) zu verstehen. Die EZB hat sich von der Rolle als reine Aufsichtsbehörde gelöst und ist zu einer treibenden Kraft der Zinsbenchmark-Reform geworden. Am 21. September 2017 kamen folgende Ankündigungen (ECB 2017a; ESMA / EUROPEAN COMMISSION / ECB / FSMA 2017; EMMI 2017c):

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

Die EZB nahm das Heft des Handels in die Hand, indem sie einen eigenen risikolosen Referenzzins ins Rennen schickte. Zu diesem Zeitpunkt wurde eine Abschaffung des Eonia nicht explizit ins Spiel gebracht. Der Weg dahin war aber nicht weit, sobald eine Benchmark für Overnight-Kreditaufnahmen sich etablieren würde. Die Entwicklung der EZB-Benchmark

begann mit der Publikation eines Konsultationspapiers November 2017 und fand einen vorläufigen Abschluss im Juni 2018 mit der Veröffentlichung eines Definitionspapiers für den sog. Euro Short-Term Rate (ESTER) (ECB 2017b; ECB 2018a; ECB 2018b; ECB 2018c; ECB 2018d). Die Benchmark-Definition, bestehend aus Underlying Interest (zugrundeliegende Finanzmarktgröße) und Ermittlungsmethode befindet sich in Tabelle 4.

Underlying Interest	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.
Ermittlungsmethode	Die Ermittlung beruht auf Kreditaufnahmen in Euro nach der MMSR Regulierung ³ . Dabei werden unbesicherte Overnight-Finanzierungen mit festem Zinssatz und einem Volumen über 1 Mio. € herangezogen. Die Berechnung für jeden TARGET2-Geschäftstag erfolgt als volumengewichteter gestutzter Mittelwert gerundet auf die dritte Dezimalstelle. Die oberen und unteren 25% des Volumens bezogen auf den Zinssatz werden bei der Bildung des Mittelwerts ausgeklammert.

Tabelle 4: Benchmark-Definition des ESTER (€STR).

Im März 2019 hat die EZB ohne besondere Begründung die bis dahin vorgesehene Abkürzung ESTER in €STR geändert. Zudem wurde als Starttermin des €STR der 2. Oktober 2019 mit Transaktionsdaten des 1. Oktober 2019 angekündigt (ECB 2019a; ECB 2019b). Tabelle 5 fasst wichtige Publikationen der EZB in Bezug auf €STR zusammen.

Datum	Schritt in der Kommunikation	Dokument
Sep. 2017	Ankündigung zur Entwicklung eines risikolosen Zinssatzes	ECB to publish new unsecured overnight interest rate
	Gemeinsame Ankündigung mit ESMA/FSMA/Europäischer Kommission zur Bildung der WG-ERFR	New Working Group on a Risk-Free Reference Rate for the Euro Area
Nov. 2017	Erste Konsultation	First ECB public consultation on developing a euro unsecured overnight interest rate
Feb. 2018	Ergebnisse der ersten Konsultation	Summary of responses to the ECB's first public consultation on developing a euro unsecured overnight interest rate
März 2018	Zweite Konsultation	Second public consultation on the publication by the ECB of an unsecured overnight rate
Mai 2018	Ergebnisse der zweiten Konsultation	Summary of responses to the ECB's second public consultation on developing a euro unsecured overnight interest rate

³ MMSR Regulierung: Verordnung (EU) Nr. 1333/2014 der Europäischen Zentralbank vom 26. November 2014 über Geldmarktstatistiken (EZB/2014/48).

Juni 2018	Definition des ESTER	ESTER methodology and policies
	Zurverfügungstellung von Testdaten als Pre-ESTER	Pre-ESTER
Sep. 2018	EZB berichtet, dass WG-ERFR den ESTER als risikolosen Zinssatz empfiehlt	Private sector working group on euro risk-free rates recommends ESTER as euro risk-free rate
März 2019	Änderung der Abkürzung von ESTER in €STR	ECB changes the acronym for its euro short-term rate
	Ankündigung des Starttermins für €STR zum 2. Oktober 2019	ECB announces start date for euro short-term rate (€STR)
	Ankündigung der Empfehlungen der WG-ERFR	Working group on euro risk-free rates recommends transition path from EONIA to €STR and €STR-based forward-looking term structure methodology

Tabelle 5: Publikationen der EZB zur Entwicklung des ESTER (€STR).

Seit Juni 2018 veröffentlicht die EZB rückwirkend zum 15. März 2017 den sog. Pre-€STR, damit Marktteilnehmer sich mit dem neuen Referenzzins vertraut machen (ECB 2018e). Besonderes Augenmerk wird auf den Spread zu Eonia gerichtet. Die bisherigen Verläufe von Eonia und Pre-€STR sind recht stabil miteinander verbunden, wobei der Pre-€STR durchschnittlich 9 Basispunkte niedriger als der Eonia liegt. Der Spread lässt sich durch die unterschiedliche Art des Zinses erklären. Der Eonia ist ein Zins für vergebene Kredite (lending rate) und der €STR ein Zins für aufgenommene Kredite (borrowing rate).

V. Die Weichenstellungen der Working Group on Euro Risk-free Rates in Phase 1

Nach der Gründungserklärung der WG-ERFR musste zunächst die Zusammensetzung der Gruppe organisiert werden. Es beteiligen sich 21 Kreditinstitute als Mitglieder mit Stimmrecht und 5 Verbände als Mitglieder ohne Stimmrecht (Tabelle 6). Zu den Beobachtern zählt die EZB, die das Sekretariat zur Verfügung stellt.⁴

⁴ Sekretariat der WG-ERFR: https://www.ecb.europa.eu/paym/initiatives/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/html/index.en.html.

Rolle	Organisationen
Mitglieder mit Stimmrecht (21)	Bank of Ireland, Barclays, Bayerische Landesbank, BBVA, BNP Paribas, BPCE Natixis, Caixabank, Crédit Agricole, Deutsche Bank, DZ Bank, Erste Bank, Eurobank, HSBC, ING (Vorsitz), Intesa, KfW Bankengruppe, LBBW, Nordea, Santander, Société Générale, Unicredit
Mitglieder ohne Stimmrecht (5)	European Money Markets Institute (EMMI), European Fund and Asset Management Association, International Capital Market Association (ICMA), International Swaps and Derivative Association (ISDA), Loan Market Association (LMA)
Gäste (1)	European Investment Bank
Beobachter (4)	EZB (Sekretariat), Europäische Kommission, ESMA, FSMA

Tabelle 6: Zusammensetzung der WG-ERFR (Stand März 2019).

Seit Februar 2018 finden regelmäßige Treffen der WG-ERFR bei der EZB statt. Die Sitzungsunterlagen sind auf der EZB-Website frei zugänglich.⁵ Am 9. November 2018 hat die WG-ERFR eine Konferenz („Roundtable on euro risk-free rates“) bestehend aus Vorträgen und Podiumsdiskussionen abgehalten. Videoaufzeichnungen der Beiträge und Unterlagen sind online abrufbar.⁶

Ziel der WG-ERFR ist die Identifizierung und Empfehlung von risikolosen Zinssätzen im Euroraum und Fallback-Lösungen, die konform mit der BMVO sind (Tabelle 7).

	Aktuelle Zinsbenchmark	Neue Zinsbenchmark (konform mit BMVO)	Fallback-Lösung
Overnight-Zinssatz	Eonia	€STR steht als risikoloser Overnight-Zinssatz seit September 2018 fest	Noch ausstehend
Zinsstruktur bis zu einem Jahr	Euribor (1W, 1M, 3M, 6M, 12M)	EMMI stellt Antrag zur Zulassung des Hybrid Euribor (1W, 1M, 3M, 6M, 12M) bis Juni 2019	Zeitstruktur risikoloser Zinssätze auf der Basis des €STR

Tabelle 7: Empfehlungen der WG-ERFR für neue Zinsbenchmarks (Stand März 2019).

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);

⁵ Sitzungen der WG-ERFR:

https://www.ecb.europa.eu/paym/initiatives/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/html/past_meetings.en.html.

⁶ Konferenz der WG-ERFR: https://www.ecb.europa.eu/paym/intro/events/html/20181109_euro_risk-free_rates.en.html.

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 (das Sekretariat dieser Untergruppe ist ausnahmsweise bei der ESMA angesiedelt);
4. Übergang des Eonia zur neuen Zinsbenchmark (€STR).

VI. Untergruppe 1: Auswahl alternativer Overnight-Referenzzinssätze

Für die Identifizierung eines risikolosen Referenzzinssatzes als Alternative zu Eonia hat Untergruppe 1 einen formellen Prozess durchgeführt (Tabelle 8). April 2018 wurde zunächst ein Kriterienkatalog zur Beurteilung der Kandidaten veröffentlicht. Juni 2018 wurde ein Konsultationsprozess mit drei Kandidaten angestoßen: €STR (damals noch ESTER), GC Pooling Deferred von STOXX (Deutsche Börse Gruppe) und RepoFunds Rate von NEX Data Services Limited. Die beiden letztgenannten beziehen sich auf besicherte Overnight-Finanzierungen durch Wertpapierpensionsgeschäfte (Repos). Im Ergebnis hat die Konsultation bestätigt, dass die Marktteilnehmer den €STR favorisieren (WG-ERFR 2018a; WG-ERFR 2018b; WG-ERFR 2018c). Ergo hat sich die WG-ERFR am 13.09.2018 für den €STR ausgesprochen. Insbesondere hat die Arbeitsgruppe die rechtlich nicht verbindliche Empfehlung abgegeben, Eonia durch €STR in Finanzkontrakten zu ersetzen. Dies wurde mit der eingeschränkten Verwendung des Eonia bei fehlender Zulassung nach der BMVO begründet.

Datum	Untergruppe	Schritt in der Kommunikation	Dokument
April 2018	1	Kriterienkatalog für den risikolosen Zinssatz	EUR RFR – list of Criteria for the selection
Juni 2018	1	Konsultation zur Auswahl des risikolosen Zinssatzes	First public consultation by the working group on euro risk-free rates on the assessment of candidate euro risk-free rates
Aug. 2018	1	Ergebnisse der ersten Konsultation	First public consultation by the working group on euro risk-free rates on the assessment of candidate euro risk-free rates: Summary of responses
Sep. 2018	1	Empfehlung des €STR als risikolosen Zinssatz	Vgl. ECB (2018f)
Dez. 2018	4	Eonia-€STR-Übergangsbericht	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	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
Feb. 2019	4	Rückmeldungen zum Eonia-€STR-Übergangsbericht	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	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 und zur Zinsstruktur auf der Basis des €STR	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

Tabelle 8: Publikationen der WG-ERFR.

VII. Untergruppe 4: Der Eonia-€STR-Übergang

Ausgehend von der Entscheidung für €STR hat sich die Untergruppe 4 mit Fragen des Eonia-€STR-Übergangs befasst. Im Dezember 2018 hat die WG-ERFR einen Übergangsbericht herausgegeben und im Februar 2019 die Rückmeldungen publiziert (Tabelle 8). Am 14. März 2019 hat die WG-ERFR dann folgende Empfehlungen abgegeben (WG-ERFR 2018d; WG-ERFR 2019b; ECB 2019c; WG-ERFR 2019c):

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

- (a) Die Eonia-Ermittlungsmethode ist so zu verändern, dass Eonia durch €STR plus einem festen Spread ersetzt wird;
- (b) Die relevanten Behörden sind zu kontaktieren, um für die modifizierte Eonia-Ermittlungsmethode eine Konformität mit der BMVO herzustellen;
- (c) Ein sanfter Eonia-€STR-Übergang ist bis Ende 2021 anzustreben.

2. Weitere Empfehlungen an EMMI:

- (a) 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% vorzunehmen;
- (b) Die Eonia-Rekalibrierungsmethode und die Bestimmung des festen Eonia-€STR-Spreads sind zeitgleich vor dem Starttermin für €STR mitzuteilen;
- (c) 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 von €STR am nachfolgenden TARGET2-Geschäftstag T+1 erfdgt.

EMMI wollte den Eonia eigentlich auslaufen lassen, muss aber jetzt einen Prozess beginnen, um Eonia so modifizieren. Nur dann ist der Übergang zu €STR unter dem Rekalibrierungsansatz möglich. Am 20.03.2019 hat EMMI ein Konsultationspapier als Blitzreaktion auf die Empfehlungen der WG-ERFR vom 14.03.2019 veröffentlicht (EMMI 2019b). Unter anderem soll ab Oktober 2019 der Zeitpunkt der Veröffentlichung des Eonia (dann als €STR + fester Spread) auf 11.00 Uhr MEZ des nachfolgenden TARGET2-Geschäftstags T+1 verschoben werden. Die Konsultation endet am 15. April 2019, die Ergebnisse werden am 30. Mai 2019 veröffentlicht. Alles geschieht im Eiltempo.

VIII. 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 (Tabelle 8). Am 14. März 2019 hat die WG-ERFR folgende Stellungnahme veröffentlicht: (WG-ERFR 2018e; WG-ERFR 2019a; ECB 2019c; WG-ERFR 2019c)

- 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 Derivatemärkte wie beim Handel auf Multilateral Trading Facilities (MTFs), (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 zu 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 (ISDA 2018). Eine ISDA-Konsultation zum Euribor ist angedacht, sobald €STR gestartet ist. Mit einer engen Abstimmung zwischen WG-ERFR und ISDA ist also zu rechnen.

IX. Umstrukturierung der Working Group on Euro Risk-free Rates für Phase 2

Beim Treffen der WG-ERFR am 14. März 2019 wurde eine zweite Phase mit Fokus auf Übergang /Implementierung eingeläutet, begleitet von strukturellen Änderungen bei den Untergruppen (WG-ERFR 2019d). 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 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.

X. Ausblick

Infolge der Anwendung der BMVO steht fest, dass Eonia und Euribor in der aktuellen Form ab 1. Januar 2020 für Neugeschäft nicht mehr verwendet werden können. Die WG-ERFR hat Weichen gestellt, um die Lücken zu schließen. Als risikoloser Overnight-Referenzzinssatz hat die WG-ERFR den €STR empfohlen. Die EZB startet mit der Veröffentlichung am 2. Oktober 2019. Der Eonia-€STR-Übergang soll nach dem Rekalibrierungsansatz erfolgen. Die WG-ERFR hat nun eine zweite Phase mit Fokus auf Übergang/Implementierung der Eonia-Nachfolge von Kassaprodukten und Derivaten ausgerufen.

An der Euribor-Nachfolge wird zweigleisig gearbeitet. Einerseits strebt EMMI eine Zulassung des reformierten Euribor nach der hybriden Ermittlungsmethode an. Ein Antrag wird bei der FSMA bis Juni 2019 gestellt. 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, auf dem Weg in die neue Euro-Zinswelt.

Literatur

- BEIßER, JOCHEN und READ, OLIVER (2016): „Libor- und Euribor-Skandal und erste Konsequenzen“, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 5-2016, S. 17-22.
- ECB (2017a): ECB to publish new unsecured overnight interest rate, press release, 21 September 2017, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.pr170921.en.html>
- ECB (2017b): First ECB public consultation on developing a euro unsecured overnight interest rate, November 2017, https://www.ecb.europa.eu/paym/cons/html/euro_unsecured_overnight_interest_rate.en.html
- ECB (2018a): Summary of responses to the ECB's first public consultation on developing a euro unsecured overnight interest rate, February 2018, https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/cons/euoir/ecb.euro_unsecured_overnight_interest_rate_summary_of_responses.en.pdf
- ECB (2018b): Second public consultation on the publication by the ECB of an unsecured overnight rate, March 2018, https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/cons/euoir/consultation_details_201803.pdf
- ECB (2018c): Summary of responses to the ECB's second public consultation on developing a euro unsecured overnight interest rate, May 2018, https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/cons/euoir/ecb.euro_unsecured_overnight_interest_rate_summary_of_responses_2nd.en.pdf
- ECB (2018d): ESTER methodology and policies, June 2018, https://www.ecb.europa.eu/paym/initiatives/interest_rate_benchmarks/shared/pdf/ecb.ESTER_methodology_and_policies.en.pdf
- ECB (2018e): Pre-ESTER, June 2018, https://www.ecb.europa.eu/paym/initiatives/interest_rate_benchmarks/shared/pdf/ecb.Pre-ESTER.en.pdf
- ECB (2018f): Private sector working group on euro risk-free rates recommends ESTER as euro risk-free rate, press release, 13 September 2018, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.pr180913.en.html>
- ECB (2019a): ECB changes the acronym for its euro short-term rate, press release, 12 March 2019, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.pr190312~d6c6e2ba31.en.html>
- ECB (2019b): ECB announces start date for euro short-term rate (€STR), press release, 14 March 2019, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.pr190314~28790a71ef.en.html>
- ECB (2019c): Working group on euro risk-free rates recommends transition path from EONIA to €STR and €STR-based forward-looking term structure methodology, press release, 14 March 2019, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.pr190314_1~af10eb740e.en.html

- EMMI (2016): Consultative Paper on Enhancements to the EONIA Benchmark, 8 August 2016, https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/D0521B-2016%20Eonia%20Consultation%20Paper%20Feedback%20Summary_public.pdf
- EMMI (2017a): Pre-Live Verification Program – Outcome and Way Forward, 4 May 2017, https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/D0246B-2017_PLVP%20public%20report%20and%20way%20forward_FINAL.pdf
- EMMI (2017b): Eonia Review Data Exercise Guidelines, 6 July 2017, <https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/D0370A-2017%20ERDE%20Guidelines.pdf>
- EMMI (2017c): EMMI welcomes the new working group on a risk-free reference rate for the euro area, press release, 21 September 2017, https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/D0463-2017-EMMI%20welcomes%20the%20new%20working%20group%20on%20a%20risk%20free%20reference%20rate%20for%20the%20Euro%20area_Statement.pdf
- EMMI (2018a): State of Play of the Eonia Review, 21 February 2018, <https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/D0030D-2018-Eonia%20review%20state%20of%20play.pdf>
- EMMI (2018b): Consultation Paper on a Hybrid Methodology for Euribor, 26 March 2018, https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/D0083-2018%20Consultation%20Hybrid%20Euribor_full.pdf
- EMMI (2018c): Cessation of Euribor Tenors, 6 June 2018, <https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/D0237B-2018-CESSATION%20OF%20EURIBOR%20TENORS.pdf>
- EMMI (2018d): Consultation Paper on a Hybrid Methodology for Euribor: Summary of stakeholder feedback, 28 June 2018, <https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/D0244A-2018%20Feedback%20Summary%20Consultation%20Hybrid%20Euribor-final%20version.pdf>
- EMMI (2018e): Second Consultation Paper on a Hybrid Methodology for Euribor, 17 October 2018, https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/D0373-2018%20Second%20Consultation%20Hybrid%20Euribor_full.pdf
- EMMI (2019a): Second Consultation Paper on a Hybrid Methodology for Euribor: Summary of stakeholder feedback, 12 February 2019, https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/D0003A-2019%20Feedback%20Summary%20Second%20Consultation%20Hybrid%20Euribor_Final_20....pdf
- EMMI (2019b): Consultation Paper on the Recommendations for EONIA of the Working Group on Euro Risk-free Rates, 20 March 2019, <https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/D0088-2019%20EONIA%20consultation%20RFR%20WG.pdf>
- ESMA / EUROPEAN COMMISSION / ECB / FSMA (2017): New Working Group on a Risk-Free Reference Rate for the Euro Area, press release, 21 September 2017, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/new-working-group-risk-free-reference-rate-euro-area>
- ISDA (2018): ISDA Publishes Final Results of Benchmark Fallbacks Consultation, press release, 20 December 2018, <https://www.isda.org/2018/12/20/isda-publishes-final-results-of-benchmark-fallback-consultation/>

- IOSCO (2013): Principles for Financial Benchmarks – Final Report, July 2013, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>
- READ (2017a): „Der Weg zur Libor- und Euribor-Reform mit Transaktionsdaten“, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 15-2017, S. 29-34.
- READ (2017b): „Libor- und Euribor-Regulierung und bevorstehende Anwendung der Benchmark-Verordnung“, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 21-2017, S. 24-29.
- WG-ERFR (2018a): EUR RFR – list of Criteria for the selection, 20 April 2018, https://www.ecb.europa.eu/paym/initiatives/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/shared/pdf/20180420/2018_04_20_WG_on_euro_RFR_Item_4_3_criteria_list_for_RFR_selection.pdf
- WG-ERFR (2018b): First public consultation by the working group on euro risk-free rates on the assessment of candidate euro risk-free rates, June 2018, https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/cons/euro_risk-free_rates/consultation_details_201806.en.pdf
- WG-ERFR (2018c): First public consultation by the working group on euro risk-free rates on the assessment of candidate euro risk-free rates: Summary of responses, August 2018, https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/cons/euro_risk-free_rates/ecb.eoniatransitionreport201812.en.pdf
- WG-ERFR (2018d): Report by the working group on euro risk-free rates on the transition from EONIA to ESTER, December 2018, https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/cons/euro_risk-free_rates/ecb.eoniatransitionreport201812.en.pdf
- WG-ERFR (2018e): 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, December 2018, https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/cons/euro_risk-free_rates/ecb.consultation_details_201812.en.pdf
- WG-ERFR (2019a): 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, February 2019, https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/cons/euro_risk-free_rates/ecb.summaryofresponses01_201902.en.pdf
- WG-ERFR (2019b): Feedback on the report on the transition from EONIA to ESTER by the working group on euro risk-free rates: Summary of responses, February 2019, https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/cons/euro_risk-free_rates/ecb.summaryofresponses02_201902.en.pdf
- WG-ERFR (2019c): 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, 14 March 2019, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annex/ecb.sp190314_annex_recommendation.en.pdf

WG-ERFR (2019d): Working group on euro risk-free rates - Next steps, 20 March 2019,

https://www.ecb.europa.eu/paym/initiatives/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/shared/pdf/20190314/Item_4_reorganisation_of_the_WG_on_euro_RFR_and_next_steps.pdf