



**Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research.**



www.ppcmetrics.ch



Investment Consulting

Ablösung des LIBOR und alternative Referenzzinssätze nach Ende 2021

PPCmetrics AG

Luca Tonizzo, CFA, Senior Investment Consultant

Zürich, Juni 2021

Ausgangslage

- Der **London Interbank Offered Rate** (LIBOR) ist einer der wichtigsten Referenzzinssätze und spielt eine zentrale Rolle an den Finanzmärkten.
- Der **Rückgang der Liquidität** auf den unbesicherten Interbanken-Finanzierungsmärkten nach der Finanzkrise hat das Vertrauen in die **Zuverlässigkeit des LIBOR untergraben**.
- Die britische Finanzmarktaufsichtsbehörde (Financial Conduct Authority («FCA»)), die für die Überwachung des LIBOR-Referenzzinssatzes zuständig ist, **wird den LIBOR als weltweiten Referenzzinssatz nur noch bis Ende 2021 unterstützen**.
- In den verschiedenen Währungsräumen wurden **alternative Referenzzinssätze** identifiziert, welche den LIBOR nach Ende 2021 ablösen werden.
- In der **Schweiz** wird der **LIBOR per Ende 2021** durch den **SARON ersetzt**.
- Die vorliegende Präsentation beleuchtet die **wichtigsten Aspekte der Ablösung des LIBOR**, die **alternativen Referenzzinssätze** sowie mögliche **Implikationen für institutionelle Anleger**.

Referenzzinssätze

Referenzzinssätze spielen eine wichtige Rolle für den Finanzmarkt:

- Referenzzinssätze dienen als **Benchmark bei Kontrakten**, die an eine variable Verzinsung gekoppelt sind. Referenzzinssätze erleichtern die Preisfindung bei Finanzkontrakten, verringern deren Komplexität und erleichtern die Standardisierung.
 - Referenzzinssätze werden für die **Bewertung der Bilanzpositionen** benutzt, wie z.B. als Diskontsatz für gewisse Finanzinstrumente.
 - Referenzzinssätze werden von den **Derivatemärkten** oft für Instrumente wie Swaps, Optionen und Terminkontrakte eingesetzt (z.B. bei Zinsswaps werden Referenzzinssätze als variabler Zinssatz verwendet).
- ▶ **Der Referenzzinssatz ist wichtig, insbesondere als Benchmark für institutionelle Investoren.**

Ablösung des LIBOR

- Der **LIBOR** entspricht den von führenden Banken gemeldeten **Zinskonditionen** für **unbesicherte Kredite** zwischen Banken in London.
 - Am 27. Juli 2017 kündigte die britische Finanzmarktaufsichtsbehörde Financial Conduct Authority («FCA») an, **den LIBOR nur noch bis Ende 2021 zu unterstützen**. Dies verursachte **Unsicherheiten über die Zukunft des LIBOR**.
 - Der Grund für die Ablösung ist, dass der **Markt für unbesicherte Kredite nicht mehr genug aktiv ist, um die Repräsentativität des LIBOR für die Finanzierungskonditionen der Banken im unbesicherten Kreditmarkt sicherzustellen**. Aktuell basieren die LIBOR Meldungen mehrheitlich, je nach Währung, auf **fachlichem Urteil** («expert judgement»).
- ▶ **Die Ablösung des LIBOR durch die FCA stellt eine Herausforderung für die Finanzmärkte dar und hebt die Notwendigkeit für die Entwicklung alternativer Referenzzinssätze hervor.**

Alternative Referenzzinssätze

- Arbeitsgruppen in den jeweiligen Währungsräumen haben die folgenden **alternativen Referenzzinssätze** zum **LIBOR** empfohlen:

Währung	Empfohlener, alternativer Referenzzinssatz	Kreditsicherheit	Laufzeit	Lancierung	Administrator
CHF	Swiss Average Rate Overnight (« SARON »)	Besichert	Tagesgeldsatz	August 2009	SIX Swiss Exchange
USD	Secured Overnight Financing Rate (« SOFR »)	Besichert	Tagesgeldsatz	April 2018	Federal Reserve Bank of New York
EUR	Euro-Short Term Rate (« €STR »)	Unbesichert	Tagesgeldsatz	Oktober 2019	Europäische Zentralbank
GBP	Sterling Overnight Index Average (« SONIA »)	Unbesichert	Tagesgeldsatz	März 1997, reformiert im April 2018	Bank of England
YEN	Unsecured Tokyo Overnight Average Rate (« TONAR »)	Unbesichert	Tagesgeldsatz	November 1995	Bank of Japan

Quellen: SNB; FED; EZB; BoE; BoJ

Alternativer CHF-Referenzzinssatz: SARON

- In der Schweiz ist die **Nationale Arbeitsgruppe für Referenzzinssätze in Franken** («NAG»), unter Leitung der Schweizerischen Nationalbank (SNB), für die Reform der Referenzzinssätze in der Schweiz verantwortlich. In der NAG sind sowohl Teilnehmer des **Privatsektors** als auch der **SNB vertreten**.
- Die NAG empfiehlt den **SARON («Swiss Average Rate Overnight»)** als **Alternative für den CHF LIBOR**.
- Der SARON ist der **besicherte CHF (Repo-)Tagesgeldsatz**, d.h. der Satz, zu dem sich über 150 Banken und Versicherungen Geld untereinander ausleihen.
- Der SARON deckt das **liquideste** Segment des CHF-Geldmarktes. Der Satz basiert sowohl auf **abgeschlossenen Transaktionen als auch auf verbindlichen Preisstellungen**.
- Der SARON wird als **annualisierter Satz** publiziert.

Termin-Referenzzinssätze

- Eine der **Herausforderungen** bei der Auswahl von alternativen Referenzzinssätzen ist die Berechnung von **Termin-Referenzzinssätzen** (z.B. als Ersatz für den 3-Monats-LIBOR) basierend auf Tageszinssätzen.
- Während sich beispielsweise der 3-Monats-LIBOR als Termin-Referenzzinssatz auf die Zukunft bezieht (zum heutigen Zeitpunkt ist der Zinssatz in der Zukunft bekannt), **kann der 3-Monats-SARON nur rückwirkend auf Basis der realisierten Tageszinssätzen bestimmt werden** (zum heutigen Zeitpunkt ist der Zinssatz für die Zukunft nicht bekannt).
- Somit ist der **SARON Termin-Referenzzinssatz** bei **Abschluss** noch **nicht bekannt** und kann erst nach Ablauf des Termingeschäfts (z.B. nach drei Monaten) definitiv bestimmt werden.
- Im Gegensatz zum LIBOR stellt der **SARON** somit eine **realisierte Geldmarkrendite** dar. Der SARON kann als Total Return Index aufgefasst werden und steht gedanklich näher bei einer ex-post Performancebetrachtung.

Handlungsbedarf für institutionelle Anleger

- **Institutionelle Investoren** können wie folgt **betroffen** sein:
 - **Vermögensverwaltungsverträge** (insb. Benchmarks und Performancegebühren)
 - Direktinvestitionen in **Immobilien** und **Hypotheken**
 - Direkte **Derivate-Overlays** mit Kontrakten über 2021
- Empfehlenswert ist, dass **neue Geschäfte** nach Möglichkeit bereits auf **den neuen alternativen Referenzzinssätzen basieren**.
- **Anlagereglemente**: Es ist zweckmässig, die Anlagereglemente zu überprüfen und bei Bedarf auf die neuen Referenzzinssätze anzupassen.

Fazit

- Die **Zukunft des LIBOR nach Ende 2021** wurde durch die Ankündigung der britischen Finanzmarktaufsichtsbehörde («FCA») deutlich **unsicherer**. Es ist davon auszugehen, dass der LIBOR nach Ende 2021 **nicht mehr existieren** wird.
 - Die Nationale Arbeitsgruppe für Referenzzinssätze in Franken («NAG») hat den **SARON** (besicherter Tagesgeldsatz) als **Alternative** für den **CHF-LIBOR** identifiziert. Der SARON bildet auch die Basis für Termin-Referenzzinssätze.
- ▶ **Institutionelle Anleger können wie folgt betroffen sein:**
 - ▶ **Vermögensverwaltungsverträge (insb. Benchmarks und Performancegebühren)**
 - ▶ **Direktinvestitionen in Immobilien und Hypotheken**
 - ▶ **Direkte Derivate-Overlays mit Kontrakten über 2021**
 - ▶ **Es ist somit zweckmässig, die Reform zu verfolgen, frühzeitig Handlungsbedarf zu identifizieren und insbesondere das Anlagereglement zu überprüfen.**

Kontakt



Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research

PPCmetrics AG
Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11
E-Mail zurich@ppcmetrics.ch

PPCmetrics SA
23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Telefon +41 22 704 03 11
E-Mail nyon@ppcmetrics.ch

Website www.ppcmmetrics.ch
Social Media   

PPCmetrics (www.ppcmmetrics.ch) ist ein führender Schweizer Investment Consultant, Investment Controller, strategischer Anlageberater und Pensionskassenexperte. Unsere Kunden sind institutionelle Investoren (beispielsweise vom Typ Pensionskasse, Vorsorgeeinrichtung, Personalvorsorgestiftung, Versorgungswerk, Versicherung, Krankenversicherung, Stiftung, NPO und Treasury-Abteilung) und Privatanleger (beispielsweise Privatkunden, Family Offices, Familienstiftungen oder UHNWI - Ultra High Net Worth Individuals). Unsere Dienstleistungen umfassen das Investment Consulting und die Anlageberatung sowie die Definition einer Anlagestrategie (Asset Liability Management - ALM), die Portfolioanalyse, die Asset Allocation, die Entwicklung eines Anlagereglements, die juristische Beratung (Legal Consulting), die Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection), die Durchführung öffentlicher Ausschreibungen, das Investment Controlling, die aktuarielle und versicherungstechnische Beratung und die Tätigkeit als Pensionskassenexperte.

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.

Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.

PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research. **Mehr**

