

So bereiten wir uns auf die LIBOR-Reform vor

Wichtige Fragen – klare Antworten

März 2021

- Die Referenzzinssätze LIBOR (London Interbank Offered Rate) und andere IBORs werden – sobald ihre Veröffentlichung ausläuft – durch vergleichbare Zinssätze ersetzt.
- Der Sterling LIBOR wird durch SONIA ersetzt, den Sterling Overnight Index Average.
- Bei M&G managt ein unternehmensweites Projektteam den Übergang vom LIBOR und den anderen IBORs zu den neuen Referenzzinssätzen.
- Für den Wert der von uns gemanagten Anlagen erwarten wir nur minimale Veränderungen. Wir verpflichten uns dazu, dass sich die Konditionen für unseren Kunden durch die Umstellung nicht verschlechtern.
- Sie selbst müssen dabei nicht aktiv werden. Wir informieren Sie rechtzeitig, bevor veränderte Fondsziele in Kraft treten.

Der Wert der Vermögenswerte des Fonds kann sowohl fallen als auch steigen. Dies führt dazu, dass der Wert Ihrer Anlage steigen und fallen wird, und Sie bekommen möglicherweise weniger zurück, als Sie ursprünglich investiert haben. Bitte beachten Sie, dass die frühere Wertentwicklung keinen Hinweis auf die künftige Wertentwicklung darstellt.

ALLGEMEINES

Was ist der LIBOR und was passiert mit ihm?

LIBOR steht für die London Interbank Offered Rate. Er ist der Zinssatz – oder genauer gesagt die Familie von Zinssätzen –, zu dem sich Banken gegenseitig kurzfristig Geld leihen. Der LIBOR ist seit mehr als dreißig Jahren eine tragende Säule der Finanzmärkte und wird für verschiedene Währungen und Zeiträume bereitgestellt. Vielen Finanzkontrakten liegt einer der IBOR-Sätze als Benchmark zugrunde – zum Beispiel, um die Höhe von Zinszahlungen zu bestimmen.

Der LIBOR wird voraussichtlich Ende 2021 letztmalig bereitgestellt. Für den US-Dollar (USD) LIBOR ist diese Frist allerdings bis zum 30. Juni 2023 verlängert worden, und zwar für alle Laufzeiten außer eine Woche und zwei Monaten. Ersetzt werden auch ähnliche Interbank Offered Rates (IBORs), die in anderen Märkten verwendet werden. In Großbritannien wird der LIBOR für Pfund Sterling durch SONIA ersetzt – den Sterling Overnight Index Average. Einer branchenweiten Konsultation zufolge ist SONIA die am besten geeignete Methode, um den LIBOR auf dem Pfund Sterling-Markt zu ersetzen.

Warum wird der LIBOR zurückgezogen und warum gibt es diese Änderungen?

Die Finanzaufsichtsbehörden wollen vertrauenswürdige und relevante Standardmessgrößen für Marktzinsen.

Diese sollen in einem langfristig glaubwürdigen, transparenten und robusten Prozess ermittelt werden. Der LIBOR basiert auf den Durchschnittswerten von Zinssätzen, die ein Panel von Banken bereitstellt. Die Regulierungsbehörden streben an, dass diese Benchmarksätze von den Zentralbanken verwaltet werden. Zudem sollen sie auf einer großen Anzahl von Transaktionen in tiefen und liquiden Märkten basieren. Diese Ziele verfolgen die Behörden mit der Einführung von SONIA anstelle des LIBOR für Pfund Sterling Zinssätze.

Im Zuge der globalen Finanzkrise vor über einem Jahrzehnt haben die Banken den Interbanken-Kreditmarkt weniger in Anspruch genommen. Der bisherige Feststellungsprozess hat Fragen nach der Robustheit und Zuverlässigkeit einiger Zinssätze aufgeworfen – speziell bei den Zinssätzen für die weniger häufig genutzten Fälligkeitstermine. Darüber hinaus gab es Bedenken hinsichtlich des Rufs des LIBOR: Es wurde aufgedeckt, dass einige Marktteilnehmer im Umfeld der globalen Finanzkrise die Mitteilungen für die Zinssätze manipuliert hatten.

Was ist SONIA?

Die Sterling Overnight Index Average Rate (SONIA) ist ein Zinssatz, der in vielen Bereichen der Finanzmärkte bereits weit verbreitet ist. Er basiert ausschließlich auf Transaktionen und wird von der Bank of England veröffentlicht und verwaltet. Der Zinssatz wird als zuverlässiger Marktstandard für den täglichen Gebrauch angesehen.

Welche anderen Zinssätze werden als Folge der LIBOR-Abschaffung eingeführt?

Andere Märkte machen ähnliche Entwicklungen durch, um ihre IBOR-Zinssätze durch neue, nahezu Risk Free Rates (RFRs) zu ersetzen – ähnlich wie SONIA.

Der USD LIBOR wird durch die Secured Overnight Financing Rate (SOFR) ersetzt. Der SOFR unterscheidet sich allerdings in einigen wichtigen Punkten vom USD LIBOR.

Auf den Euro-Märkten wird der EURIBOR nicht ersetzt, allerdings wird er künftig anders berechnet. Wegfallen wird allerdings der Euro Overnight Index Average (EONIA); dafür wurde die neue Euro Short Term Rate (ESTR) eingeführt.

Die kurzfristige Renditestruktur in Schweizer Franken wird künftig auf der Swiss Average Rate Overnight (SARON) basieren. Sie ersetzt den Schweizer Franken LIBOR.

Es wird erwartet, dass der Yen-LIBOR durch den TONAR (Tokyo Overnight Average Rate) ersetzt wird. Allerdings wird der TIBOR (Tokyo Interbank Offered Rate) weiterhin verwendet, was den Aufbau von Liquidität im TONAR verlangsamt.

Die oben genannten Referenzzinssätze sind im Anhang A aufgeführt.

Warum haben wir SONIA nicht schon früher eingesetzt?

IBORs werden an den Finanzmärkten seit mehr als dreißig Jahren als zentrale Referenzzinssätze herangezogen. Sie waren schon tief in das Gefüge der Branche eingebettet, bevor SONIA 1997 eingeführt wurde. Im Zuge der Entwicklung des Finanzsektors in den letzten zehn Jahren wurde SONIA häufiger und vertiefter eingesetzt. Damit ist der Referenzzinssatz zuverlässiger und robuster geworden, so dass er ein geeigneter Ersatz für den Sterling-LIBOR ist.

Wie unterscheidet sich SONIA vom Pfund Sterling LIBOR?

SONIA basiert auf tatsächlichen Transaktionen, die am vorhergehenden Geschäftstag stattgefunden haben, und zwar auf Übernachtsbasis. Daher gilt der Zinssatz nur für einen Geschäftstag und ist rückwärtsgerichtet. Der LIBOR hingegen ist zukunftsorientiert; die Zinssätze werden zu Beginn verschiedener standardisierter Zeiträume oder Laufzeiten (z. B. 1 Monat, 3 Monate, 6 Monate usw.) festgelegt. Die Höhe der nächsten Zinszahlung ist daher zu Beginn der Periode bekannt. Diese Eigenschaft hat den LIBOR historisch gesehen zu einem geeigneten Benchmark-Zinssatz gemacht. Damit SONIA über einen

längeren Zeitraum angewendet werden kann, muss jeder tägliche Zinssatz über den ganzen Zeitraum („Term-Rate“) aufgezinnt werden. Der vollständige und endgültige Zinssatz für eine ganze Laufzeit ist erst am Ende – oder kurz vor dem Ende – der Zinsperiode bekannt.

Sind SONIA oder die anderen neuen RFRs besser als der LIBOR?

SONIA und LIBOR werden seit geraumer Zeit parallel bereitgestellt. Sie werden durch unterschiedliche, wenn auch verwandte Prozesse bestimmt und berechnet, und jeder der Zinssätze hat für die Marktteilnehmer attraktive Eigenschaften. SONIA kommt aus dem tiefen und liquiden Markt für Zinsswap-Derivate. Der Bank of England zufolge werden mit SONIA jährlich Vermögenswerte von mehr als 30 Billionen Pfund bewertet. Seine Transparenz, Liquidität und Robustheit machen den Zinssatz zu einem idealen und glaubwürdigen Ersatz für den LIBOR. Im Laufe der Zeit wird SONIA immer mehr als ein angemessenes Abbild des zugrunde liegenden Zinsmarktes angesehen, und seine Integrität ist fest untermauert. Regulierungsbehörden und Marktteilnehmer arbeiten seit einiger Zeit gemeinsam intensiv daran, den Übergang vom LIBOR zu SONIA und den anderen neuen RFRs so reibungslos und transparent wie möglich zu gestalten.

SONIA und die anderen RFRs werden weithin als robuster angesehen als die bisherigen Referenzzinssätze, da sie transaktionsbasiert sind: Sie basieren auf tatsächlichen Marktgeschäften und nicht nur auf Zinsangaben von Banken, wie es bei den LIBOR-Sätzen der Fall war.

Gilt der ursprüngliche Zeitplan für die Beendigung des IBOR noch?

Die meisten IBORs sollen wie geplant zum Ende des Jahres 2021 nicht mehr veröffentlicht und genutzt werden. Auch die Veröffentlichung des US-Dollar (USD) LIBOR für Laufzeiten mit einer Woche und zwei Monaten soll zu diesem Zeitpunkt auslaufen. Allerdings hat die ICE Benchmark Administration (IBA) die Frist für andere Laufzeiten des USD LIBOR bis zum 30. Juni 2023 verlängert. Diese Verlängerung gibt den auf USD LIBOR basierenden Verträgen mehr Zeit, um zu reifen. Zugleich haben die Banken mehr Zeit, um den endgültigen Übergang angemessen vorzubereiten. In der Zwischenzeit werden alle Marktteilnehmer aufgefordert, nach dem 31. Dezember 2021 keine neuen USD LIBOR-Verträge mehr abzuschließen.

M&G ist in einem gewissen Umfang in USD LIBOR engagiert, der Anteil ist jedoch insgesamt eher gering. Wir planen nach wie vor, die meisten dieser Engagements vor Ende 2021 aus unseren Portfolios zu entfernen.

Wie reagiert M&G auf diese Entwicklungen?

Bei M&G managt ein unternehmensweites Projektteam den Übergang von den IBORs zu ihren Ersatz-RFRs. Das Team hat bereits identifiziert, wie sich die Umstellung auf unsere Fonds und Strategien auswirkt – und was das für die Anlagen unserer Kunden bedeuten kann. Wir setzen alles daran, diese Auswirkungen so gering wie möglich zu halten. M&G arbeitet zudem eng mit der Financial Conduct Authority (FCA), der Bank of England und mit anderen Vermögensverwaltern zusammen, um einen möglichst reibungslosen und transparenten Übergang zu den neuen RFRs zu gewährleisten.

Weitere Informationen finden Sie auf der Internetseite der FCA unter <https://www.fca.org.uk/markets/libor>.

AUSWIRKUNGEN AUF FONDS UND ANLAGEN

Wie wirkt sich der Wechsel vom LIBOR zu einem neuen Referenzzinssatz auf meine Fonds aus?

Es gibt drei grundsätzliche Möglichkeiten, wie ein Fonds von der Änderung des bestehenden LIBOR-Satzes betroffen sein kann.

- 1 Der Fonds oder das Mandat hält Anlagen, deren Wert oder der von ihm generierten Cashflow derzeit ausdrücklich an einen IBOR gebunden sind. Dazu gehören beispielsweise variabel verzinsliche Schuldverschreibungen (Floater) oder forderungsbesicherte Wertpapiere, in die einige unserer Rentenfonds investieren. Im Laufe der Zeit werden diese Fonds zu Vermögenswerten wechseln, die an die neuen Ersatzzinssätze (RFRs) gebunden sind.
- 2 Der Fonds oder das Mandat hat eine Performance-Benchmark oder ein Ziel, das an einen IBOR gebunden ist. Ein Beispiel könnte ein Fonds sein, dessen Performance-Benchmark der 3-Monats-Sterling-LIBOR ist. In diesen Fällen planen wir, die Performance-Benchmark durch eine geeignete Alternative zu ersetzen, die sich wahrscheinlich auf den Ersatz-RFR bezieht.
- 3 Die Performancegebühren des Fonds sind an einen der sich ändernden IBOR-Sätze gebunden.

Das Projektteam von M&G hat die Fonds identifiziert, die wahrscheinlich von einer oder mehreren der oben genannten Möglichkeiten betroffen sein werden. Es plant auch den besten Weg und Zeitpunkt für die Umstellung der Vermögenswerte oder der Benchmark. Das gilt auch für die Berechnung der Performancegebühr jedes Fonds,

um die marktweite Umstellung vom bestehenden auf den neuen Zinssatz zu ermöglichen.

Ab wann werden die Änderungen wirksam?

Es wird erwartet, dass die meisten IBORs wie geplant nach dem 31. Dezember 2021 eingestellt werden. Der USD-LIBOR jedoch wird für die meisten Laufzeiten bis zum 30. Juni 2023 weitergeführt. Verschiedene Teile jedes Marktes gehen unterschiedlich schnell voran. Aktuell wird davon ausgegangen, dass die Märkte und Marktteilnehmer bis zum Jahresende schrittweise auf SONIA und die anderen Ersatz-RFRs umstellen. Dazu gehört, dass Finanzinstitute an den LIBOR gebundene Fonds und Produkte in Pfund Sterling wahrscheinlich künftig auf SONIA referenzieren werden. Viele auf Pfund Sterling lautende Vermögenswerte und Instrumente nutzen SONIA bereits, und ihre Zahl wächst kontinuierlich.

Bei M&G arbeiten wir intensiv daran, die Änderungen reibungslos und mit geringstmöglichen Auswirkungen für die Kunden umzusetzen. Dafür werden wir einen Zeitplan festlegen, den wir für angemessen halten. Im Vereinigten Königreich wird der Pfund Sterling LIBOR noch bereitgestellt, um die rechtzeitige und planvolle Einführung von SONIA zu ermöglichen.

Wenn mein Fonds ein Performance-Ziel und/oder eine Performance-Gebühr hat, die an einen IBOR gekoppelt ist: Welcher neue Referenzzinssatz wird herangezogen – und ab wann?

Die Produktteams bei M&G erarbeiten derzeit ihre Empfehlungen für Produktänderungen; diese folgen unseren internen Product Governance-Verfahren. Unsere Produkte stellen wir im Laufe des Jahres 2021 um.

M&G verpflichtet sich, dass sich die Konditionen für unseren Kunden durch die Umstellung nicht verschlechtern.

Wie will M&G den Spread zwischen einem neuen RFR und seinem IBOR-Vorgänger berechnen?

Eine wichtige Methode zur Bestimmung des Spreads zwischen einem IBOR und dem Ersatz-RFR ist die Credit-Spread-Anpassung, die im IBOR-ISDA-Fallback-Protokoll der ISDA (International Swaps and Derivatives Association) und dem nachfolgenden IBOR-Fallback-Supplement festgelegt wurde. M&G ist diesem Protokoll im Januar 2021 beigetreten. Daher gilt diese Methode auch für Fallbacks auf unsere Swap- und Derivatepositionen.

M&G verwendet die von dem anerkannten Datenanbieter Bloomberg bereitgestellten Anpassungsraten für die Renditedifferenzen (Credit Spreads).

M&G'S VORBEREITUNGEN

Wie treibt M&G den Übergang vom LIBOR voran?

M&G arbeitet mit erheblichen Ressourcen daran, die IBORs so reibungslos wie möglich und mit minimalen Auswirkungen für unsere Kunden zu ersetzen.

Das M&G IBOR-Programm konzentriert sich auf die folgenden Punkte.

- 1 Die Auswirkungen von Änderungen auf die von uns verwalteten Vermögenswerte identifizieren und managen:
 - A M&G verfolgt das IBOR-Engagement der von uns gemangten Vermögenswerte auf monatlicher Basis. Diese Daten helfen uns zu verstehen, in welchem Maße sich unsere Fondsmanager von IBORs entfernen und die neuen RFRs übernehmen. Unserer Analyse zufolge nimmt der IBOR-Anteil ab; für die kommenden Monate erwarten wir eine Beschleunigung dieser Entwicklung.
 - B Die Analysten und Fondsmanager von M&G treiben den Übergang weg von IBORs voran, indem sie Engagements dort verringern, wo wir es im Kundeninteresse für sinnvoll halten.
 - C M&G bindet die Fondsmanager aktiv ein, um einen Governance-Prozess für Anlagen mit IBOR-Bezug sicherzustellen.
 - D M&G hat innerhalb seiner Private-Asset-Deal-Teams damit begonnen, bestehende Deals mit IBOR-Bezug zu sichten.
- 2 Die Auswirkungen auf unsere Produkte identifizieren und verstehen:
 - A Produktteams von M&G entwickeln Empfehlungen, um den IBOR als Benchmark oder in der Performance-Gebührenstruktur zu ersetzen.
 - B M&G wird sicherstellen, dass alle Änderungen unseren internen Product Governance-Verfahren folgen.
 - C Wir haben die Marketingmaterialien identifiziert, die IBOR-Verweise enthalten. Diese passen wir entsprechend des Zeitplans für die Produktänderung an.
 - D Wir haben Produktdokumente wie Investment Management Agreements (IMAs) identifiziert, die Verweise auf den LIBOR oder einen anderen IBOR enthalten. Diese formulieren wir neu und stimmen sie gegebenenfalls mit den Kunden ab. IBOR-Verweise in Dokumenten – etwa Prospekten und Marketingmaterialien – aktualisieren wir ebenfalls.
- 3 Auswirkungen auf unseren Betrieb und unsere Systeme identifizieren und verstehen:
 - A Nach einer Bewertung der internen Systeme von M&G bestätigen wir, dass die Auswirkungen minimal sind und kein Risiko für unser Geschäft darstellen.
 - B Unsere Lieferanten und Systemlieferanten verfügen alle über umfangreiche IBOR-Programme. Wir haben uns mit diesen Partnern ausgetauscht, um einschätzen zu können, inwieweit sie auf die Umstellung vorbereitet sind. Wir haben die wichtigsten Bereiche identifiziert, die wir im Blick behalten müssen. Wir werden unsere Lieferanten diesbezüglich weiterhin überwachen.
 - C Unsere operativen Teams haben ihre Prozesse überprüft. Bei möglichen Problemquellen haben wir Pläne entwickelt, um jegliche Auswirkungen auf unseren Geschäftsbetrieb zu minimieren. M&G ist bereits heute operativ auf die neuen RFRs eingestellt. Wir haben bereits Produkte erworben, die an neue RFRs gekoppelt sind; zudem wurden einige ältere Anlagen bereits vom LIBOR abgekoppelt.
- 4 M&G beteiligt sich aktiv an Branchenaktivitäten:
 - A M&G nimmt aktiv am Austausch mit Branchenverbänden und -arbeitsgruppen zur IBOR-Umstellung teil. So bleiben wir auf dem Laufenden über die regulatorischen und Marktentwicklungen.
 - B M&G pflegt zum Fortschritt des Übergangsprozesses einen engen und kontinuierlichen Dialog mit der FCA und anderen Regulierungsbehörden.
 - C M&G prüft sorgfältig, ob sich aus Konsultationen zur IBOR-Umstellung Auswirkungen für unsere Kunden ergeben, und reagiert entsprechend.
 - D Die Aktivitäten von M&G in der Branche tragen dazu bei, die Maßnahmen für die Übergangsphase und den Umgang mit verbleibenden IBOR-Risiken auf fundierter Basis auszuwählen. Das Ziel sind stets optimale Ergebnisse für unsere Kunden.

Welche Fortschritte macht M&G dabei, die von der Aufsichtsbehörde gesetzten Zieltermine für an IBORs gebundene Produktlaunches und Anlagen einzuhalten?

Wir wollen jedes der Ziele erreichen, das die FCA in ihrer „Dear CEO“-Mitteilung vom 27. Februar 2020 festgelegt hat. Dazu gehören:

- 1 Infrastruktur zur Nutzung von RFRs bereitstellen.** M&G hat dieses Ziel bereits erreicht, und wir verfügen über die notwendige Infrastruktur.
- 2 Bis Ende Q3 2020 keine Fonds und Produkte mehr auflegen, die an den Pfund Sterling LIBOR gekoppelt sind.** Dieses Ziel haben wir ebenfalls erreicht.
- 3 Governance-Verfahren und Kontrollen zu den IBOR-gebundenen Vermögenswerten einführen.** Wir haben ein Kontrollsystem implementiert, das unser IBOR-Engagement überwacht.
- 4 Bis Ende des ersten Quartals 2021 die Ausgabe von Krediten einstellen, die an den Pfund Sterling LIBOR gekoppelt sind.** Wir gehen davon aus, dass wir dieses Zieldatum für unser Kreditgeschäft einhalten.
- 5 Bis Ende des ersten Quartals 2021 den Anteil der verwalteten Vermögenswerte signifikant verringern, die an einen IBOR gekoppelt sind.** Wir machen weiterhin Fortschritte dabei, dieses Ziel zu erreichen.

Wir überprüfen kontinuierlich die Fortschritte, die wir auf dem Weg zu den entsprechenden Zielen machen.

Erwartet M&G, nach Dezember 2021 noch an IBORs gebundene Instrumente oder Produkte zu halten?

Wir gehen davon aus, dass M&G nach Dezember 2021 keine an IBORs gebundene Produkte mehr halten wird.

Aufgrund komplexer rechtlicher Gegebenheiten ist es jedoch möglich, dass einige Anlagen bis dahin nicht an einen neuen RFR angepasst werden können. Solche Geschäfte oder Bestände werden als „Tough Legacy“-Vermögenswerte klassifiziert. Der Begriff „Tough Legacy“ muss allerdings noch formal definiert werden. Wir warten derzeit auf die Veröffentlichung des Konsultationspapiers des britischen Finanzministeriums zur Definition und Behandlung solcher Vermögenswerte.

Erwartet M&G Probleme dabei, IBOR-Referenzen aus Vermögenswerten oder Produkten zu entfernen?

- 1 Vermögenswerte, in die wir investiert haben:** Bei IBOR-gebundenen Anlagen – etwa Anleihen oder variabel verzinslichen Schuldverschreibungen – nehmen wir Kontakt zu den Emittenten auf, um deren Umstellungspläne zu verstehen. Oft ist M&G

davon abhängig, dass die Emittenten die IBOR-Verweise in den Wertpapieren ersetzen.

Bei Kredittiteln werden wir mit den Kreditnehmern und ihren Bevollmächtigten kooperieren bzw. arbeiten bereits zusammen. Wir bemühen uns um Änderungen der Vertragsbedingungen, um der Einstellung des jeweiligen IBORs Rechnung zu tragen. Dabei sind wir auf die Zustimmung des Kreditnehmers und oft auch anderer Kreditgeber angewiesen.

Bei bestimmten LIBOR-Verträgen können Änderungen aufgrund der rechtlichen Struktur nicht praktikabel sein. Diese werden als „Tough Legacy“-Vermögenswerte klassifiziert. Der Begriff „Tough Legacy“ ist formal noch nicht endgültig definiert. Wir gehen jedoch davon aus, dass es in diesem Zusammenhang Bedarf an regulatorischen Maßnahmen gibt. Wir werden diese Entwicklungen weiterhin genau verfolgen.

- 2 Eigene Produkte:** M&G möchte mit Blick auf die Marktbedingungen den besten Zeitpunkt ermitteln, um unsere IBOR-gebundenen Produkte umzustellen. Wir sehen derzeit für 2021 keine wesentlichen Probleme bei diesem Prozess.

Wie wird M&G mit seinen Kunden kommunizieren?

Wir haben 2020 und im bisherigen Verlauf von 2021 zum Thema der Umstellung mit unseren Kunden kommuniziert. Dies werden wir auch weiterhin so halten.

Wie wir über Produktänderungen informieren, hängt von den Regeln für die jeweiligen Fonds ab. Möglicherweise müssen wir die Kunden um ihre Zustimmung zu den vorgeschlagenen Änderungen bitten; dazu ist ein Gesellschafterbeschluss erforderlich. Wenn die Änderungen nicht zustimmungspflichtig sind, können wir in einer informellen Kundenmitteilung über Einzelheiten informieren. Alternativ können wir – unter Berücksichtigung unserer Product Governance-Prozesse – nach der Umstellung informieren.

Wenn Kunden eng mit Anlageberatern zusammenarbeiten, werden wir uns mit diesen in Verbindung setzen: Die Berater sollen die von uns vorgeschlagenen Änderungen nachvollziehen und ihre Kunden entsprechend beraten können.

Alle Anleger werden – in welcher Form auch immer – informiert, wenn wir die von uns vorgeschlagenen Änderungen finalisiert haben.

Ist M&G auf Marktinitiativen angewiesen, um sich auf die Abschaffung der IBORs vorzubereiten?

Ja. Der Abschied vom IBOR ist ein internationaler Prozess und wird von Marktteilnehmern und verschiedenen Aufsichtsbehörden vorangetrieben. M&G beteiligt sich aktiv an Branchendiskussionen, bei denen es um Standards für den künftigen Einsatz der RFRs geht. Die Brancheninitiativen betreffen die Verwendung von RFRs bei Neuemissionen und die Frage, wie IBOR-Kontrakte in RFRs umgewandelt werden können („Legacy Transition“). Es geht um folgende Initiativen:

Neuemissionen:

- 1 Konventionen zur Zinsberechnung;
- 2 zukunftsgerichtete Term-Rates;
- 3 Fallback-Dokumentation (für IBOR- Kontrakte zum Fallback auf RFRs).

Umwandlung von IBOR-Kontrakten in RFRs („Legacy Transitions“):

- 1 Credit-Spread-Anpassung, also die Erhöhung des RFR, damit er dem jeweiligen IBOR entspricht (in der Regel in Basispunkten oder Hundertstelprozentpunkten);
- 2 Standardisierung der Rechtstexte bei der Umwandlung eines IBOR-Kontrakts;
- 3 Standardisierung der Rechtstexte bei der Umwandlung eines IBOR-bezogenen Kontrakts im Sinne eines Fallbacks, also wenn der IBOR nicht mehr veröffentlicht wird;
- 4 „Tough Legacy“-Lösungen, also Verträge, die nicht einfach geändert werden können und eine alternative – möglicherweise gesetzliche – Lösung erfordern.

Weitere Informationen finden Sie in Anhang B.

WEITERE INFORMATIONEN

Wie werden die Marktinitiativen gesteuert, und welche Rolle spielt M&G?

Die Arbeitsgruppe für Sterling Risk-Free Reference Rates (RFRWG) steuert die Marktinitiativen auf den Pfund Sterling-Märkten. Die Bank of England hat sie gegründet, um den Übergang zu koordinieren. Die Arbeitsgruppe erstellt Berichte und gibt Empfehlungen an die Marktteilnehmer. Die Bank of England ist kraft Amtes Mitglied; zur Gruppe selbst gehören Akteure des privaten Sektors, die auch die Leitung übernehmen.

Die RFRWG ist in eine Hauptarbeitsgruppe und technische Untergruppen aufgeteilt. Die Untergruppen befassen sich mit den technischen Fragen bei der Umstellung und geben Empfehlungen an die Hauptarbeitsgruppe. Diese technischen Fragen werden entweder von Mitgliedern der

RFRWG oder durch den Austausch zwischen der RFRWG und Teilnehmern am breiteren Pfund Sterling-Markt eingebracht. Hat sich die RFRWG auf Lösungsempfehlungen geeinigt, werden diese dem breiteren Markt vorgelegt. Auf diesem Wege können Branchenstandards vereinbart werden. Erscheint gelegentlich eine gesetzgeberische Lösung oder eine Empfehlung der Aufsichtsbehörde als notwendig, wird die RFRWG diese Anfrage im Namen des breiteren Pfund Sterling-Marktes an die Bank of England adressieren.

M&G ist einer von fünf Vermögensverwaltern in der RFRWG; insgesamt sind 26 Teilnehmer aus dem privaten Sektor dabei. M&G stellt die Co-Vorsitzenden von zwei der fünf Untergruppen der RFRWG.

Wie stimmt sich die Branche auf internationaler Ebene ab?

Die Regulierungsbehörden arbeiten bei der Entwicklung von Lösungen für die Fragen im IBOR-Übergangsprozess eng zusammen, besonders die Bank of England und das Federal Reserve Board (Fed) in den USA. Das „Alternative Reference Rates Committee“ (ARRC) ist die US-Version der RFRWG. An den Sitzungen des ARRC nehmen Vertreter der RFRWG teil und umgekehrt. Sie berichten über den aktuellen Stand in den jeweiligen Märkten; so können die Ansätze für Marktinitiativen im Bedarfsfall aufeinander abgestimmt oder voneinander abgegrenzt werden.

Ist der ISDA-Spread für Nicht-Swap-Transaktionen wie Anleihen und Kredite wichtig?

Nach branchenweiten Konsultationen wurde im Jahr 2020 eine Vereinbarung getroffen: Wenn Anleihen oder Darlehen zum Fallback-Zeitpunkt umgestellt werden, soll die Differenz zwischen RFR und LIBOR mit dem ISDA-Spread berechnet werden. Das ist auch die primäre empfohlene Methode zur Spread-Berechnung, wenn ein Vertrag vor dem Zeitpunkt des Fallbacks geändert wird – ein als „aktiver Übergang“ bekannter Prozess.

Ein solcher aktiver Übergang findet statt, wenn ein Anleiheemittent / Kreditvermittler die Zustimmung der Anleihegläubiger / Kreditgeber einholt, um einen IBOR-Kontrakt zu ändern und einen RFR als Bezugsgröße einzubauen.

Am 6. Januar 2021 hat die RFRWG einen offenen Brief an Bloomberg geschrieben. Darin hat sie darum gebeten, dass nach den Konsultationen auch Marktteilnehmer in Nicht-Swap-Transaktionen den ISDA-Spread nutzen dürfen. Bloomberg hat dies in der Folge auch zugesagt.

Anhang A

Aktueller Referenzzinssatz		Stichtag	Erwartete Alternative		Datum der Erstveröffentlichung (als Alternativen)	Verwalter der alternativen Zinssätze
Pfund Sterling LIBOR	London Interbank Offered Rate	31 Dezember 2021	SONIA	Sterling Overnight Index Average (ungesichert)	23. April 2018	Bank of England
USD LIBOR	USD London Interbank Offered Rate	30. Juni 2023 (außer 31.12.2021 für 1-Wochen- und 2-Monats-USD LIBOR)	SOFR	Gesicherter Overnight-Finanzierungssatz (gesichert)	3. April 2018	Federal Reserve Bank of New York
EURIBOR	Euro Interbank Offer Rate	N/A	EURIBOR	Reformierter EURIBOR	Gestaffelte Reform Ende 2019 abgeschlossen	European Money Marktes Institute
EONIA und EUR LIBOR	Euro Overnight Index Average / Euro London Interbank Offered Rate	31. Dezember 2021	ESTR	Euro Short Term Rate (ungesichert)	2. Oktober 2019	Europäische Zentralbank
CHF LIBOR	CHF Londoner Interbank Offer Rate	31. Dezember 2021	SARON	Swiss Average Rate Overnight (gesichert)	Dezember 2017	SIX Swiss Exchange Ltd.
JPY LIBOR und TIBOR	JPY London Interbank Offered Rate / Tokyo Interbank Offered Rate (TIBOR) (nur Derivate)	31. Dezember 2021	TONAR	Tokio Overnight Average Rate (ungesichert) / TIBOR	Dezember 2016	Bank of Japan

Quelle: M&G. Stand: Februar 2021.

Anhang B

Zusätzliche Informationen zu marktweiten Initiativen und Standards, von denen M&G abhängig ist.

Neuemissionen:

- 1 Die Konventionen für die Zinsberechnung beziehen sich auf die Standards für die Konstruktion eines RFR-gebundenen Vertrags. Dies umfasst auch die Bedingungen und technischen Details für die Berechnung von entsprechenden Zinsen und Zahlungen.
- 2 Bei zukunftsgerichteten Term-Rates geht es um die Anpassung der ansonsten rückwärtsgerichteten RFRs. Dazu werden die Daten der RFR-Swap-Märkte für Übernacht-Zinssätze herangezogen und über Laufzeiten extrapoliert, die dem IBOR entsprechen: also beispielsweise 1, 2, 3, 6 oder 12 Monate. Normalerweise werden bei RFRs historische Raten aufgezinst („Compounded in arrears“). Bei zukunftsorientierten Term-Rates sind die Zinszahlung bereits zu Beginn der Zinsperiode bekannt und nicht erst am Ende. Daher ist der Zinssatz weniger robust, da er aus einer Berechnung an einem Tag abgeleitet wird und nicht über mehrere Tage wie bei der Zinseszinsmethode. Die zukunftsorientierten Term-Rates werden nur für einen kleinen Teil der Pfund Sterling-Märkte als ungeeignet angesehen.
- 3 Fallback-Dokumentation bezieht sich auf den standardisierten Rechtstext in einer neuen IBOR-Emission. Der Fallback-Rechtstext soll einen reibungslosen Übergang zu einem anderen Referenzzinssatz ermöglichen, sobald der jeweilige IBOR wegfällt.

Umwandlung von IBOR-Kontrakten in RFRs („Legacy Transitions“):

- 1 Die Anpassung der Renditedifferenzen bezieht sich auf den Wert, mit dem eine Äquivalenz zwischen einem RFR und seinem jeweiligen IBOR erreicht wird. Dieser Credit Spread ist erforderlich, da IBORs zukunftsorientierte Zinssätze sind, die das Kreditrisiko einer Bank einbeziehen. Die neuen Referenzzinssätze dagegen sind nahezu risikofrei. Daher sind die IBOR-Sätze tendenziell höher als die entsprechenden RFRs.
- 2 Bei der Standardisierung der Rechtstexte zur aktiven Umwandlung eines bestehenden IBOR-Vertrags geht es um den Prozess, in dem die IBOR-Referenz durch eine RFR-Referenz ersetzt wird. Auf den Anleihe- und Kreditmärkten ist jeder Vertrag ein Unikat; daher lässt sich dieser Prozess nur bis zu einem gewissen Grad standardisieren. Aufgrund der Vielzahl von Verträgen auf den Pfund Sterling-Märkten ist eine

Standardisierung dieser Rechtstexte jedoch wichtig: Es geht darum sicherzustellen, dass die Unternehmen über die technischen und rechtlichen Möglichkeiten verfügen, die große Anzahl von Verträgen rechtssicher und fair umzuwandeln.

- 3 Die Standardisierung der Rechtstexte für die Umwandlung eines IBOR-Kontrakts im Wege eines Fallbacks bezieht sich auf Änderungen der Fallback-Bedingungen eines Kontrakts: Dieser wird in einen RFR umgewandelt, wenn der IBOR nicht mehr veröffentlicht wird. Im Gegensatz zur oben genannten Regelung würde dies eine Umwandlung des Vertrags zu einem späteren Zeitpunkt ermöglichen. Dies kann beispielsweise bei einer Absicherung des Vertrags („Hedging“) vorteilhaft sein.
- 4 Bei „Tough Legacy“-Lösungen geht es um IBOR-Verträge, deren Umwandlung gesetzgeberische Lösungen erfordern. Bei solchen Kontrakten bestehen keine praktikablen Möglichkeiten der Umwandlung. Dazu gehören beispielsweise Verträge mit mehreren Parteien, bei denen eine 100%ige Zustimmung zur Änderung erforderlich ist. Darunter fallen auch Asset-Backed-Securities, bei denen es keinen Deal-Sponsor gibt, der einen Zustimmungsprozess einleiten kann.

Was ist das ISDA 2020 IBOR Fallback-Protokoll?

In den Jahren 2018-2020 gab es auf den Derivatemarkten mehrere marktweite Konsultationen. Im Ergebnis hat die International Swaps and Derivatives Association (ISDA) eine Methode vereinbart, um die Differenz zwischen einem RFR und dem jeweiligen IBOR zu berechnen. Berechnet wird dabei die mittlere Differenz zwischen dem IBOR und dem RFR über einen Zeitraum von fünf Jahren. Diese Differenz ist eine Credit Spread-Adjustierung und wird als „ISDA-Spread“ bezeichnet. Sie kann sich von Markt zu Markt unterscheiden und wird von Bloomberg berechnet.

Das ISDA Fallbacks Protocol erweitert den Wortlaut bestehender bilateraler Swaps, die fast alle von der ISDA geregelt werden. Dadurch wird ein rechtlicher Mechanismus geschaffen, durch den der Vertrag nach Wegfall eines IBORs automatisch mit der RFR-basierten Zinsberechnung zusätzlich zum (oder reduziert um den) ISDA-Spread beginnt. Die Kurzform für diesen Mechanismus ist der „ISDA-Fallback“.

Dies geht einher mit Ergänzungen der ISDA-Definitionen aus dem Jahr 2006. Diese gelten ab dem 25. Januar 2021 für alle neuen Swap-Transaktionen. Neue Verträge werden damit standardmäßig über eingebaute ISDA-Fallbacks verfügen, die nach Wegfall der IBORs greifen.

