

## Die Abschaffung des Libor und die Auswirkungen auf Hypothekendarnehmer

# Viele Kredite sind betroffen – welche Alternativen gibt es?

Die Tage des Libor sind gezählt: Bereits ab 2021 soll der Libor durch geeignetere Referenzzinssätze ersetzt werden. Die Financial Conduct Authority (FCA), eine englische Regulatorin, nennt schwere Manipulationsskandale als Hauptgründe für die Abschaffung. Dies hat mitunter Auswirkungen auf schweizerische Hypothekendarnehmer, welche ihre Kredite über den Libor verzinsen.

In den späten 60er Jahren wurde nach einer Möglichkeit gesucht, syndizierte Kredittransaktionen zu erleichtern und die Transparenz der Preisgestaltung solcher Konsortialkredite zu erhöhen. Sowohl der Kreditmarkt als auch neuartige derivative Finanzierungsinstrumente erlebten in den späten 1960er Jahren einen starken Aufschwung; verlässliche Zinsbenchmarks wurden notwendig, damit für selbe Instrumente nicht unterschiedliche Referenzzinssätze verwendet werden.

### So entstand der Libor

Im Jahre 1986 wurde der Libor (London Interbank Offered Rate) schliesslich eingeführt, der als einheitlicher Refinanzierungssatz für unzählige Finanzierungsinstrumente dient und von sämtlichen Marktteilnehmern anerkannt wird. So wurde das Problem der Intransparenz für Darlehen und andere Finanzprodukte aufgrund unterschiedlich verwendeter Zinssätze aus der Welt geschafft. Um den einheitlichen Libor-Satz, jeweils für die wichtigsten Währungen, zu berechnen, wird täglich einer Auswahl an Referenzbanken in London (i.d.R. Bankinstitute, welche enorme Volumen an Kredite vergeben und selber aufnehmen) die sogenannte «Libor Submission Question» gestellt, in welcher die Banken angeben, zu welchem Zinssatz diese Blankokredite für die verschiedenen Laufzeiten (1–12 Monate) aufnehmen könnten. Die Berechnung des Libors basiert somit tatsächlich auf einer simplen Umfrage und nicht auf tatsächlich abgeschlossenen Transaktionen.

Im Falle des CHF-Libor, welcher als Referenzzinssatz für CHF-Darlehen und weiteren CHF-Finanzprodukte gilt, werden täglich 11 Banken zu ihrer Zinsmeinung befragt. Die drei höchsten und drei niedrigsten Zinsmeinungen werden ausser Acht gelassen und von den verbleibenden fünf Meldungen das arithmetische Mittel

errechnet. Der dreimonatige CHF-Liborsatz sagt per 24. August 2018 aus, dass Banken an diesem Datum unbesicherte Kredite mit einer Laufzeit von drei Monaten zu einem Zinssatz von  $-0.7256\%$  p.a. aufnehmen können.

### Weitere Referenzzinssätze

Neben dem Libor haben sich weitere Referenzzinssätze entwickelt, welche sich am Prinzip des Libors anlehnen, jedoch an anderen Finanzplätzen berechnet werden resp. auf die Zinsmeinungen anderer Referenzbanken basieren: der Euribor (Euro Interbank Offered Rate), welcher auf den Zinsmeinungen von 24 europäischen Banken basiert und in Euro geführt wird oder der Tibor (Tokyo Interbank Offered Rate), welcher in Tokyo fixiert wird.

Der Tibor ist nicht mit dem Libor in japanischen Yen zu verwechseln sowie der Euribor nicht mit

dem EUR-Libor, da andere Referenzbanken hinsichtlich ihrer Zinsmeinung angefragt werden und somit eine andere Ausgangslage vorhanden ist (per 24. August 2018: Dreimonats Tibor (JPY):  $0.069\%$  / Dreimonats JPY-Libor:  $-0.030\%$ ). Banken, welche in Tokyo für den Tibor berücksichtigt werden, würden somit per Stichtag unbesicherte JPY-Gelder über drei Monate für  $0.069\%$  p.a. aufnehmen, während Banken in London für den JPY-Libor angeben, dass sie unbesicherte JPY-Gelder über drei Monate für  $-0.030\%$  p.a. leihen würden.

### Bedeutung des Libor als Referenzzinssatz

Der Libor wurde nun seit etwas mehr als drei Jahrzehnten für eine Vielzahl an Finanzprodukten als Referenzzinssatz eingesetzt: von einfachen Darlehen über Hypothekendarlehen bis hin zu komplexen, derivativen Finanzinstrumenten.

Raphael Michel, Consultant und Partner bei pro ressource – Finanzierungsoptima



Kevin Pizzirani, Consultant bei pro ressource – Finanzierungsoptima



Dabei hat der Finanzmarkt mittlerweile exorbitante Werte erreicht. Mitte 2018 wurden Finanzinstrumente mit einem Volumen von CHF 211 Billionen gehandelt, welche an den Libor-Satz gekoppelt sind (Abb. 1, rote Balken).

Es darf nicht ausser Acht gelassen werden, dass CHF-Libor-Geschäfte auch im Ausland gehandelt werden können, wengleich komplett ausländische Hypothekengeschäfte in Schweizer Franken ohne Bezug zur Schweiz nicht dem Regelfall entsprechen. Aufgrund der grossen Volumina in fünf verschiedenen Währungen wird es wenig verwundern, dass der Libor auch als «world's most important number» bezeichnet wird.

### Auslöser für die Abschaffung des Libor

Im Jahr 2012 kam der grösste Finanzskandal nach der Subprime-Krise zum Vorschein: Eine Vielzahl an Banken haben jahrelang an Manipulationen diverser Referenzzinssätze mitgewirkt – darunter auch am Libor. Einige Kreditinstitute haben nicht ihre bankinternen Werte, sondern auf die «Libor Submission Question» eine schlichtweg erfundene Zahl angegeben. Durch Kartellabsprachen haben Banken auf diese Weise Gewinne aus ungerechtfertigten Zinserträgen generiert und somit Anlegern Finanzprodukte zu teuer verrechnet. Bereits kleinste Differenzen im Referenzzinssatz haben schwerwiegende Auswirkungen auf Marktteilnehmer, welche am immensen Volumen von CHF 211 Billionen partizipieren.

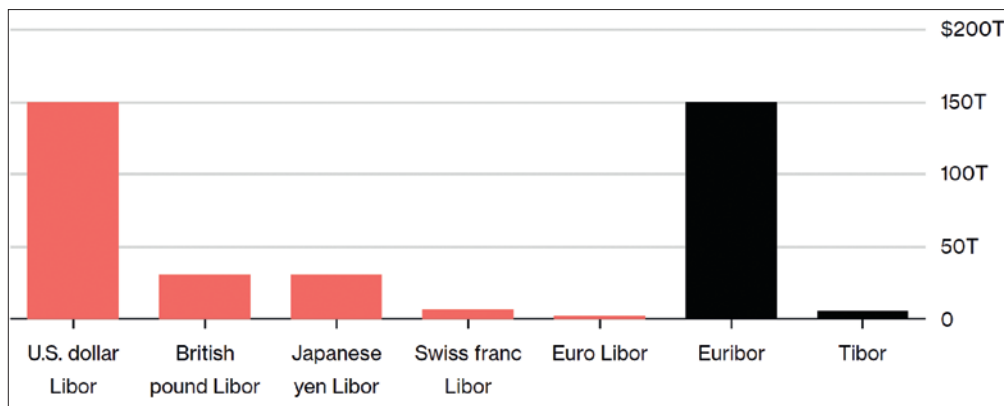


Abbildung 1: Referenzzinssätze im Vergleich, in USD Billionen (Quelle: Bloomberg Datenbank)

Schwer schien das nicht zu sein, zumal der Libor – wie oben erläutert – auf einer einfachen Befragung basiert und keine genauen Daten hinzugezogen werden. Zwar wurden einer Vielzahl an betroffenen Banken Bussen in Milliardenhöhe auferlegt, der Schaden gegenüber dem Anleger war jedoch angerichtet.

Die Schwere des Libor-Skandals führte dazu, dass die englische Regulatorin FCA im Juli 2017 die Auflösung des Libors per 2021 verkündete.

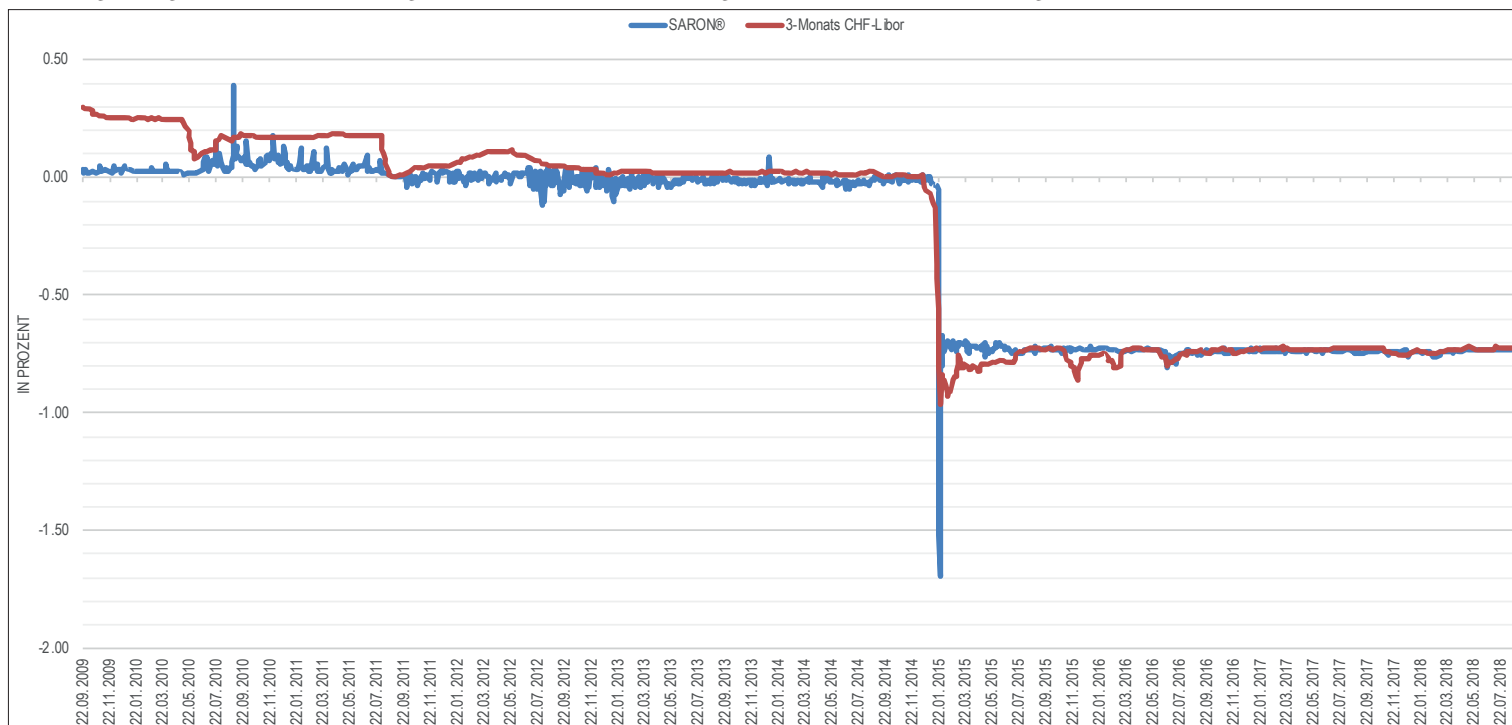
### Auswirkungen für Schweizer Hypothekendarnehmer

Seit Verkündung seitens FCA wird rege nach Alternativen für den Libor gesucht, so auch von der Nationalen Arbeitsgruppe für Referenzzinssätze in Franken (NAG). Das Gremium, welches aus Vertretern vieler Kreditinstitute und der Schweizerischen Nationalbank (SNB) besteht, sucht derzeit nach einem valablen Ersatz für den CHF-Libor. Der von der SNB und der SIX Swiss Exchange im Jahr 2009 entwickelte SARON (Swiss Average Rate Overnight) stellt eine solche Alternative dar, welche aktuell genauestens geprüft wird.

Der SARON unterscheidet sich in einigen Hinsichten vom CHF-Libor. Beim SARON handelt es sich um einen laufenden, Volumen-gewichteten Durchschnittszinssatz, der auf abgeschlossenen Interbanken-Rückkaufvereinbarungen des jeweiligen Handelstages basiert. Die Natur solcher Rückkaufvereinbarungen (auch Repo-Geschäft genannt), führt dazu, dass es sich beim

Der SARON unterscheidet sich in einigen Hinsichten vom CHF-Libor. Beim SARON handelt es sich um einen laufenden, Volumen-gewichteten Durchschnittszinssatz, der auf abgeschlossenen Interbanken-Rückkaufvereinbarungen des jeweiligen Handelstages basiert. Die Natur solcher Rückkaufvereinbarungen (auch Repo-Geschäft genannt), führt dazu, dass es sich beim

Abbildung 2: Vergleich Zinssatzentwicklung SARON(R) und der dreimonatige CHF-Libor (Quelle: Bloomberg Datenbank)



SARON um einen besicherten Zinssatz handelt, während der Libor auf unbesicherten Geschäften berechnet wird. Dieser bedeutende Unterschied führt dazu, dass Gelder, welche an den SARON gekoppelt sind, kostengünstiger sind, da sie mit einer Sicherheit hinterlegt werden.

In Interbanken-Repo-Geschäften leihen sich in der Regel Banken untereinander Geld gegen Wertschriften als Sicherheiten, welche zu einem im Voraus vereinbarten Datum zurückgekauft werden. Beim SARON handelt es sich um einen «über Nacht»-Satz. Dabei erhält die verleihende Bank A von der borgenden Bank B Wertschriften als Sicherheiten und gewährt Bank B ein Darlehen für einen Tag. Bank B wird bereits am Folgetag die für das Repo-Geschäft benötigten Sicherheiten zurückkaufen. Auf diese Weise kann kurzfristige Liquidität beschafft werden.

Das wohl wichtigste Augenmerk liegt auf der Evaluation des SARON: während der Libor-Satz aufgrund einer Umfrage errechnet wird, handelt es sich beim SARON um tatsächlich durchgeführte Transaktionen, die einsehbar sind. Damit soll das Manipulationsrisiko deutlich reduziert werden.

**Ob der SARON eine Alternative ist, bleibt offen**

Obwohl sich der SARON als nennenswerte Alternative für den CHF-Libor anzubieten scheint, steht jedoch völlig offen, ob dieser den CHF-Libor auch ersetzen wird. Die Nationale Arbeits-

gruppe für Referenzzinssätze in Franken (NAG) empfiehlt die Implementierung des SARON, überprüft jedoch weiterhin mögliche Vorgehensweisen und Auswirkungen, zumal ein Wechsel vom bekannten Referenzzinssatz zum relativ jungen SARON nicht tagtäglich vorkommt und grosse Unsicherheiten mit sich bringt.

Die Komplexität des Wechsels ist nicht zu unterschätzen und wirft viele Fragen auf. Es ist nicht klar, wie Kapitalgeber ihre Margenstruktur bei einem Wechsel des Referenzzinssatzes gestalten werden. Weil der SARON auf gesicherten Geschäften beruht, fällt dieser Zinssatz tiefer aus und ist somit günstiger als der CHF-Libor-Satz. Es ist daher naheliegend, dass Kapitalgeber aus diesem Grund ihre Margenstrukturen nach oben anpassen werden, um die bestehende Zinsdifferenz zu den Referenzzinssätzen halten zu können.

Offen ist zudem, ob Kapitalgeber wie Banken auch tatsächlich den SARON als Referenzzinssatz oder ob sie einen intern definierten Zinssatz, der sich lediglich an den neuen Referenzzinssatz anlehnt, verwenden werden. Das Risiko hierbei ist, dass Intransparenz entsteht und Kunden dadurch benachteiligt werden, da sie die internen Refinanzierungssätze der Kapitalgeber nicht vergleichen und verfolgen können.

**Es ist angezeigt, die weitere Entwicklung aufmerksam zu verfolgen**

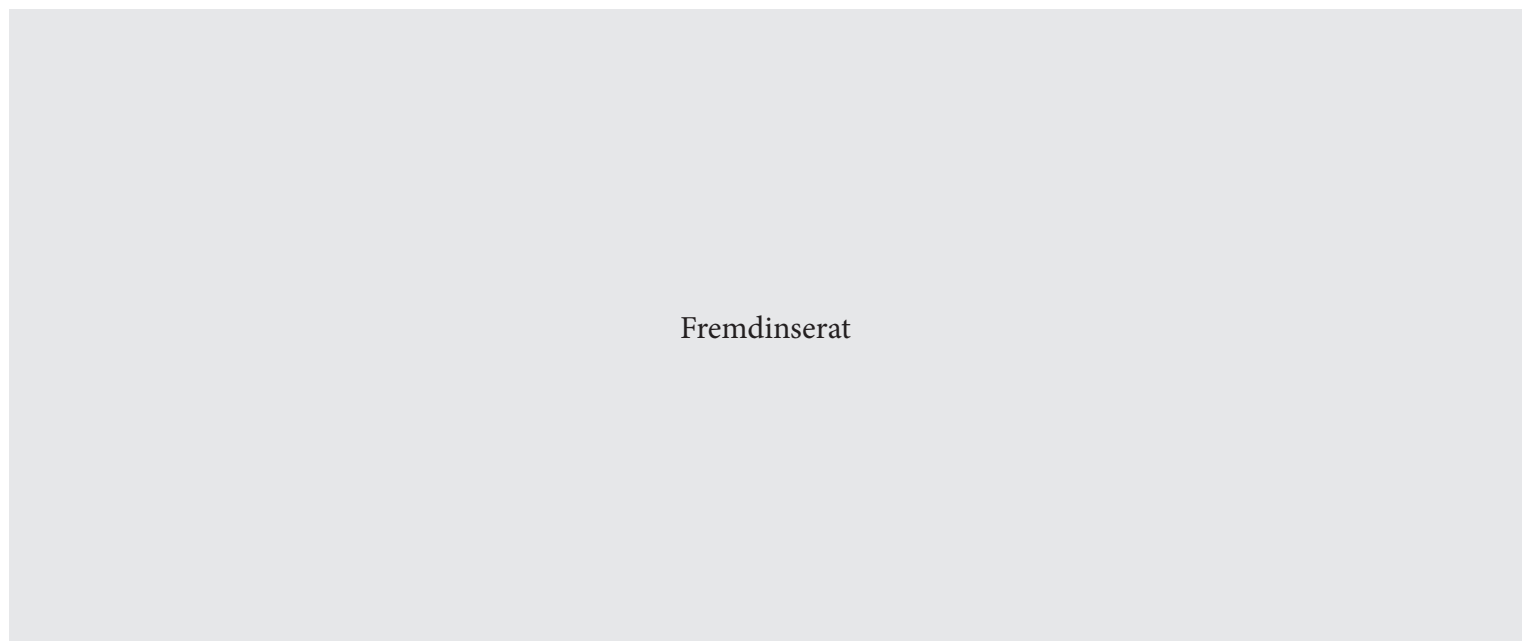
Neben Hypothekarkrediten sind auch derivative Finanzinstrumente wie u.a. Zinsswaps von der

Änderung des Referenzzinssatzes betroffen. Gerade bei Zinsswaps mit einer Laufzeit über 2021 hinaus entstehen durch den Referenzzinssatzwechsel Probleme beim Pricing. Auch hier stellt sich die Frage, wie eine neu entstehende Differenz vom «alten» CHF-Libor zum neuen Referenzzinssatz gehandhabt werden soll. Zudem kann es bei ungleichem Wechsel der Referenzzinssätze im Kreditgeschäft und den derivativen Finanzinstrumenten zu Inkongruenzen bei Absicherungsgeschäften führen.

Zum jetzigen Zeitpunkt halten Schweizer Banken vorerst an ihren am Libor gekoppelten Produkten fest und prüfen, analog zur NAG, sämtliche Chancen und Risiken der SARON-Implementierung und möglichen Alternativen. Hypothekarknehmer – insbesondere solche, die ihre Darlehen und/oder Absicherungsgeschäfte an den Libor gekoppelt haben – ist wärmstens zu empfehlen, die Thematik rund um die Libor-Ablösung genau zu verfolgen.

**Weitere Informationen**

pro ressource – Finanzierungsoptima  
 Talacker 50  
 8001 Zürich  
 Telefon 044 204 90 00  
 info@proressource.ch  
 www.proressource.ch



Fremdinserrat