



ANLEIHEN

Warum sollten sich die Spielregeln ändern, weil der LIBOR verschwindet?

April 23, 2018

Es gibt in Fachkreisen viele Diskussionen über das [Ende der London Interbank Offered Rate \(LIBOR\)](#) und darüber, wie sie ersetzt werden könnte. Weniger ausführlich diskutiert wird eine wichtige Auswirkung für Anleger in diesem Bereich: Änderungen der LIBOR-Klauseln bei Neuemissionen und geänderten Kreditverträgen und insbesondere die Umsetzung dieser Änderungen. Mark Boyadjian, Director unserer Floating Rate Debt Group, und Reema Agarwal, Vice President und Director of Research, erläutern dies.

Hintergrund

Kreditinstitute weltweit nutzen die London Interbank Offered Rate (LIBOR) seit Jahrzehnten, um die Zinssätze für eine Vielzahl von Finanzprodukten festzusetzen, darunter Zinsswaps, Kredite für Studenten, Hypotheken, Collateralized Loan Obligations (CLOs) und syndizierte variabelverzinsliche Kredite, bei denen eine als „Syndikat“ bezeichnete Gruppe von Kreditgebern einem einzelnen Kreditnehmer zu einem variablen Zinssatz Mittel bereitstellt.

Ein Panel führender in London tätiger Banken legt den LIBOR-Satz fest. Er beschreibt den Zinssatz, zu dem sich Banken kurzfristige, unbesicherte Mittel am Interbankenmarkt leihen können. Einfach ausgedrückt stellt der LIBOR den durchschnittlichen Zinssatz dar, den sie (die Banken) für einen Kredit voneinander verlangen würden. Seine verbreitete Nutzung durch so viele Marktteilnehmer basierte auf seiner Konstruktion und Verfügbarkeit.

Hunderte Billionen Dollar an Zinsrisiken sind an den LIBOR gebunden,^[1] der bis vor kurzem von zahlreichen Marktteilnehmern als genauer Standard-Zinssatz angesehen wurde.

Der LIBOR war in den vergangenen Jahren immer wieder von Manipulationsskandalen betroffen, die Zweifel am Bepreisungsverfahren und seiner Gültigkeit als Referenzsatz auslösten. Aus diesem Grund [wird der LIBOR in absehbarer Zeit auslaufen](#). Die britische Financial Conduct Authority bestätigte, dass die Fortführung des LIBOR nicht zugesichert werden kann, doch 20 der Panel-Banken des LIBOR werden seine Ermittlung bis 2021 fortsetzen.

Zukunft des LIBOR ist wichtig für uns

Bisher ist weiterhin nicht klar, welche Benchmark den LIBOR am Markt für syndizierte variabelverzinsliche Produkte ablösen wird. Ungeachtet des jüngsten LIBOR-Anstiegs (rund 100 Basispunkte in den letzten sechs Monaten) würde seine Ablösung eine Änderung an Kontrakten und Kreditverträgen erfordern, bei denen es weltweit um Billionen von Dollar geht. Die Zinssätze vieler dieser Finanzinstrumente werden derzeit auf Basis des LIBOR festgesetzt. Falls ein alternativer Referenzzinssatz die Risiko-Rendite-Merkmale, die der LIBOR bietet, nicht abbildet, dürfte eine solche Ablösung zu einer Neufestsetzung der Kreditaufschläge führen, die Kreditgeber eines Syndikats berechnen und Kreditnehmer zu zahlen bereit sind.

Im Falle eines Syndikats vereinbaren die an dieser Gruppe beteiligten Kreditgeber die gemeinsame Finanzierung eines Kredits, um das Ausfallrisiko auf mehrere Unternehmen verteilen zu können. Diese Kredite sind in der Regel für einen einzelnen Kreditgeber nicht zu stemmen. Daher erfüllt das Syndikat eine wichtige Aufgabe. Den Bedingungen des Kreditvertrages müssen alle diese Kreditgeber zustimmen, gleich ob sie einander kennen oder nicht.

Falls ein Kreditnehmer an einem Kreditvertrag eine Änderung vornehmen möchte, wird er in aller Regel die Gruppe der Kreditgeber im Syndikat (üblicherweise über den Agenten) kontaktieren, um den Grund für die vorgeschlagene Änderung mitzuteilen und zu erläutern. Änderungen an bestehenden Kreditverträgen können komplexe oder einfache Belange betreffen. Es kann sich beispielsweise um ein Ersuchen zur Verlängerung des Termins für die vierteljährliche Einreichung der Finanzausweise oder zur Verschiebung des Fälligkeitsdatums eines Kredits handeln.

Generell benötigt ein Kreditnehmer die Zustimmung einer deutlichen Mehrheit der eingetragenen Kreditgeber, bevor die Änderungen wirksam werden. [Änderungen wichtigerer Kreditbedingungen (z. B. Zinssatz und Laufzeit) würden die Zustimmung aller Kreditgeber erfordern.] Die Kreditgeber entscheiden gemeinsam, ob eine vorgeschlagene Änderung an den Bedingungen des Kreditvertrages zu gewähren, zu verweigern oder neu zu verhandeln ist. Dies würde eine Änderung des auf den Kredit zu zahlenden Zinssatzes beinhalten.

Im LIBOR-Bereich gibt es bei den meisten Kreditverträgen Sicherungs- oder Eventualklauseln für die vorübergehende Ersetzung des LIBOR. So wird beispielsweise häufig die Prime Rate als Ersatz herangezogen, falls der LIBOR nicht verfügbar ist. Die Prime Rate ist in der Regel jedoch höher als der LIBOR, und verständlicherweise ist der Kreditnehmer bestrebt, möglichst wenig Zinszahlungen auf den Kredit zu leisten. Daher muss der Kreditnehmer nur dann einen Ersatzzinssatz nutzen, wenn der LIBOR nicht verfügbar ist, und er kann, sobald wieder verfügbar, erneut auf den LIBOR zurückgreifen.

Nun besteht die Wahrscheinlichkeit, dass der LIBOR dauerhaft verschwindet. Und anstatt die Ablösung des LIBOR als typische affirmative Vertragsänderung zu behandeln – die die Einwilligung und Zustimmung der deutlichen Mehrheit der Gruppe der Kreditgeber erfordert – erstellen einige Kreditnehmer neue oder geänderte Kreditverträge mit einem Referenzzinssatz ihrer Wahl, und wenn eine bestimmte Anzahl von Kreditgebern diese Ersatzlösung nicht ablehnt (oder dagegen optiert), wird sie ohne Weiteres angenommen.

Dies ist eine beunruhigende und bedauerliche Marktdynamik, die uns als Anleger betrifft. In der Vergangenheit war der LIBOR am Markt für syndizierte variabelverzinsliche Leveraged Loans eine Hauptkomponente des Anlegerertrages. Somit könnte sich die Aufnahme neuer Bedingungen in einen Kreditvertrag, die von Kreditgebern verlangen, sich nicht zu beteiligen, falls sie den neuen Zinssatz nicht möchten, auf unsere Anleger negativ auswirken und diese traditionellen Ertragsquellen gefährden.

Schwieriges Geläuf

Im Grunde erlauben die ärgsten Beispiele für Klauseln zur LIBOR-Ersetzung den Verwaltungsstellen und Unternehmen (Kreditnehmern) künftig die Änderung der Kreditverträge ohne die affirmative Einwilligung eines Kreditgebers. Dies verändert dann das künftige Risikoprofil des Investments. Aus unserer Sicht ist es eine Grundregel des Kreditgeschäfts, dass jeder betroffene Kreditgeber einer vorgeschlagenen Verringerung oder Änderung des Zinssatzes oder der Benchmark für einen Kredit affirmativ zustimmen sollte.

In einigen Fällen sehen diese neuen und geänderten Kreditverträge vor, dass die Änderungen wirksam werden, sofern nicht 50 % der Kreditgeber binnen fünf Geschäftstagen ab Bekanntgabe widersprechen. Dies ist eine deutliche Abkehr von der bisherigen traditionellen Handhabung derartiger Änderungen. Nach unserer Auffassung ist es nicht realistisch oder von den Kreditgebern zu erwarten, binnen fünf Geschäftstagen negativ zu antworten (d. h. dagegen zu optieren), insbesondere, weil die Kreditgeber in diesen Syndikatsgruppen einander häufig nicht kennen und daher nicht die Möglichkeit zur gemeinsamen Erörterung solcher Änderungen oder annehmbarer Alternativen besitzen. Wir sehen bei diesen Änderungen sehr wenig Transparenz, und dies scheint Absicht zu sein, als ob Kreditnehmer oder Agentbank versuchen, einseitig bessere Bedingungen so auszuhandeln, dass die Kreditgeber kaum Notiz davon nehmen und überdies nicht imstande sind, konstruktiv eine annehmbare Alternative auszuhandeln.

Verwässerung der Anlegerrechte

Falls die Kreditgeber Änderungen an Kreditverträgen zulassen, die Agent oder Kreditnehmer die Auswahl eines LIBOR-Ersatzes ohne ihre affirmative Zustimmung ermöglichen, akzeptieren sie eine Aushöhlung des Kreditgeberschutzes, den wir für unsere Anlageklasse und unsere Anleger für sehr wichtig halten, und erhalten zugleich keine entsprechende Entschädigung für den Verzicht auf diese Option.

Diese neue Praxis der negativen Zustimmung für Änderungen an Kreditverträgen in Bezug auf die LIBOR-Ersetzung ist beunruhigend, und der Wortlaut und der Inhalt sind bisweilen unerhört. Wir kennen Klauseln in neuen und geänderten Kreditverträgen, die dem Kreditnehmer erlauben, den Referenzsatz LIBOR ohne JEDLICHE Zustimmung der Kreditgeber zu ändern. Überdies standen diese Passagen in einigen Fällen nicht in den Vertragsentwürfen, die den Anlegern übermittelt wurden. Sie wurden erst den Schlussfassungen der Kreditverträge hinzugefügt. Dies wirft die Frage nach ethischen Geschäftspraktiken auf.

Die Rechtmäßigkeit und die Redlichkeit eines solchen Vorgehens sind fragwürdig, doch wir verfolgen gegenüber dieser Entwicklung einen proaktiven Ansatz. Wir suchen in den Entwürfen von Kreditverträgen jeglicher Neuemissionen und in geänderten Kreditverträgen mit Neubepreisungen, in denen wir eine Anlage erwägen, nach derartigen Passagen.

Wir als Anleger sind nicht der Auffassung, dass diese neuen oder geänderten Formen von Kreditverträgen im besten Interesse unserer Kunden sind. Als Bedingung für eine Anlage versuchen wir, die vorherige Einwilligung und Zustimmung zu jeglichen Änderungen am LIBOR oder dem Referenzzinssatz im endgültigen Kreditvertrag festzuschreiben. Wir kennen überdies mehrere aktuelle Transaktionen zur Neubepreisung mit nachteiligen neuen Klauseln bezüglich des Referenzzinssatzes und haben in einigen Fällen beschlossen, unser Engagement in diesen Kreditnehmern zu beenden oder drastisch zu verringern.

Wir ermutigen unsere Partner und Mitbewerber, für den Schutz der Anlagen ihrer Kunden zu sorgen und nachteilige Klauseln zur Ersetzung des LIBOR aus neuen oder geänderten Kreditverträgen auszuschließen. Nach unserer Auffassung sollte jede Änderung betreffend den LIBOR eine affirmative Zustimmung von mehr als 50 % der Kreditgeber zu einem Ersatzindex erfordern. Anders ausgedrückt müsste eine Mehrheit der Kreditgeber gemeinsam dafür optieren, anstatt unter Druck rasch dafür zu sorgen, dass dagegen optiert wird.

Aus unserer Sicht gibt es eine einfache Lösung für das Problem, wie die LIBOR-Benchmark in Kreditverträgen zu ersetzen ist: Diese Änderung muss wie eine reguläre Änderung behandelt werden, die eine direkte mehrheitliche Zustimmung verlangt, und wir müssen in dieser Sache ein Mitspracherecht haben.

Die Kommentare, Meinungen und Analysen in diesem Dokument dienen nur zu Informationszwecken und sind nicht als persönliche Anlageberatung oder Empfehlung für bestimmte Wertpapiere oder Anlagestrategien anzusehen. Da die Märkte und die wirtschaftlichen Bedingungen schnellen Änderungen unterworfen sind, beziehen sich Kommentare, Meinungen und Analysen auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich ohne Ankündigung ändern. Dieses Dokument ist nicht als vollständige Analyse aller wesentlichen Fakten in Bezug auf ein Land, eine Region, einen Markt, eine Anlage oder eine Strategie gedacht.

In diesem Dokument möglicherweise verwendete externe Daten wurden von Franklin Templeton Investments („FTI“) nicht unabhängig verifiziert, bewertet oder überprüft. FTI haftet auf keinen Fall für Verluste, die durch die Nutzung dieser Informationen entstehen. Das Vertrauen auf die Kommentare, Meinungen und Analysen in diesem Material liegt ausschließlich im alleinigen Ermessen des Nutzers. Manche Produkte, Dienstleistungen und Informationen sind möglicherweise nicht in jedem Land verfügbar und werden außerhalb der USA von anderen mit FTI verbundenen Unternehmen und/oder ihren Vertriebsstellen, wie nach lokalem Recht und lokalen Vorschriften zulässig, angeboten. Bitte wenden Sie sich für weitere Informationen über die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen in Ihrem Land an Ihren eigenen professionellen Berater.

CFA® und Chartered Financial Analyst® sind Marken des CFA Institute.

Sie möchten weitere Einschätzungen von Franklin Templeton Investments per E-Mail erhalten? Dann abonnieren Sie unseren Blog [Beyond Bulls & Bears](#).

Die neuesten Tipps und Infos für Anleger finden Sie auf Twitter [@FTI_Germany](#).

Welche Risiken bestehen?

Alle Anlagen sind mit Risiken verbunden, einschließlich des potenziellen Verlusts des Anlagekapitals. Der Wert von Anlagen kann fallen oder steigen, und Anleger erhalten möglicherweise nicht den vollen Anlagebetrag zurück. Variabel verzinsliche Anleihen und Schuldtitel weisen in der Regel ein Rating unterhalb von Investment Grade auf. Die Anlage in höher und variabel verzinslichen Anleihen und Schuldtiteln mit niedrigerem Rating birgt ein größeres Ausfallrisiko. Dies könnte zum Verlust des angelegten Kapitals führen – ein Risiko, das bei nachlassender Konjunktur steigen kann. Der Zinsertrag aus variabel verzinslichen Anleihen schwankt mit den Änderungen der geltenden Zinssätze. Daher bieten variabel verzinsliche Anleihen bei steigenden Zinssätzen höhere Zinserträge, während sie bei fallenden Zinssätzen geringere Zinserträge erzielen. Veränderungen der Finanzkraft eines Anleihenemittenten oder der Bonitätsbewertung einer Anleihe können sich auf deren Wert auswirken.

[\[1\]](#) Quelle: ICE Benchmark Administration.