

# N

Monthly  
Newsletter  
September 2020

---

Banking and Finance

**Schellenberg  
Wittmer**



# LIBOR Ablösung bei Derivatetransaktionen

Dr. Olivier Favre

## Key Take-aways

- 1.** Das Ende des LIBOR naht. Per Ende 2021 ist zu erwarten, dass sich einzelne Banken aus dem Eingabeprozess zur Ermittlung von LIBOR Werten zurückziehen und diese darauf als nicht mehr repräsentativ gelten.
- 2.** Bei Transaktionen mit einer Laufzeit über 2021 hinaus sollten die Parteien Auffangregeln (sog. Fallback-Klauseln) für den Übergang vom LIBOR zu alternativen risikofreien Zinssätzen vereinbaren.
- 3.** Für Derivatetransaktionen können solche Fallback-Klauseln demnächst durch beidseitigen Beitritt zu einem ISDA Fallbacks Protokoll oder durch Abschluss einer Änderungsvereinbarung vereinbart werden.

## 1 LIBOR – das Ende naht

Bereits im Juli 2017 kündigte Andrew Bailey, der damalige Vorsitzende der Financial Conduct Authority (FCA), an, dass er nicht von **LIBOR Panel-Banken** erwarte, sich über das **Ende von 2021** hinaus beim LIBOR Eingabeprozess zu beteiligen. Aufsichtsbehörden haben seither die Position vertreten, dass der LIBOR gegen Ende 2021 abgeschafft werden sollte und die Zinsbestimmung auf risikofreie Zinssätze übergehen sollte. LIBOR-Referenzzinssätze sind derzeit aber immer noch weit verbreitet, insbesondere bei Zinsderivaten, Kreditverträgen und variabel verzinslichen Schuldverschreibungen.

Der LIBOR wird derzeit von der ICE Benchmark Administration Limited (IBA) verwaltet und steht täglich – aufgrund von Eingaben der Panel-Banken – in **fünf Währungen** (USD, GBP, CHF, JPY und EUR) und **sieben Laufzeiten** (über Nacht, eine Woche, einen Monat, zwei Monate, drei Monate, sechs Monate und zwölf Monate) zur Verfügung.

Wenn sich LIBOR Panel-Banken per Ende 2021 aus dem Eingabeprozess zurückziehen, kann die FCA in der Folge – bereits vor Ende der Publikation von LIBOR Werten – entscheiden, dass bestimmte LIBOR-Werte **nicht mehr repräsentativ** sind.

## 2 Gebrauch von risikofreien Zinssätzen (RFRs)

Die nationalen Arbeitsgruppen in den relevanten Märkten haben die folgenden risikofreien Zinssätze (**risk-free rates** oder **RFRs**) identifiziert, die bereits heute als Alternative zum LIBOR bzw. seinem Äquivalent in der EU und Japan, dem EURIBOR und dem TIBOR (zusammen mit dem LIBOR die **IBORs**), verwendet werden können: (i) CHF (CHF-LIBOR): Swiss Average Rate Overnight (**SARON**); (ii) USD (USD-LIBOR): Secured Overnight Financing Rate (**SOFR**); (iii) GBP (GBP-LIBOR): Sterling Overnight Index Average (**SONIA**); (iv) AUD (BBSW): Australia Overnight Cash Rate (**AONIA**); (v) JPY (JPY-LIBOR, TIBOR, Euroyen-TIBOR): Tokyo Overnight Average Rate (**TONA**); (vi) CAD (CDOR): Canadian Overnight Repo Rate Average (**CORRA**); (vii) HKD (HIBOR): HKD Overnight Index Average (**HONIA**); (viii) EUR (EUR-LIBOR, EURIBOR): Euro Short Term Rate (**EuroSTR**).

Im Gegensatz zu den IBORs handelt es sich bei den RFRs um **Tageszinssätze (overnight rates)**. Werden RFRs für einen Berechnungszeitraum von mehr als einem Tag verwendet, müssen die Tageszinssätze für die entsprechende Laufzeit angepasst werden. Dies erfolgt mittels compounding bzw. einer "Aufzinsung".

Nach dem aktuellen Stand ist vorgesehen, dass der EURIBOR auch nach Ende des LIBOR weiterhin publiziert wird.

## 3 Fallbacks für Transaktionen auf dem Derivatemarkt

Für Transaktionen, die sich auf einen LIBOR-Zinssatz anstelle eines RFR beziehen und mit einer Laufzeit **über das Ende des LIBOR hinaus** abgeschlossen werden, müssen die Parteien Auffangregeln (sog. Fallback-Klauseln) vereinbaren, damit vorhersehbar bleibt, welche Zahlungen geschuldet sind.

Für neue Abschlüsse können solche Klauseln in die Transaktionsdokumentation bei Abschluss der Transaktion aufgenommen werden. Bei vorbestehenden Transaktionen ist aber eine Vertragsänderung erforderlich.

Eine **Fallback-Klausel** sollte einerseits definieren, welche Ereignisse den Übergang zu den alternativen risikofreien Zinssätzen **auslösen**. Andererseits sollte sie diese **alternativen Zinssätze** und die Methode für die **Aufzinsung** bestimmen und – soweit möglich – einen **spread** definieren, um die Unterschiede zwischen dem LIBOR-Zinssatz und den alternativen risikofreien Zinssätzen abzubilden (bspw. hinsichtlich des Kreditrisikos, da LIBOR-Werte auf der Annahme beruhen, dass die Transaktionen im Interbankenmarkt abgeschlossen werden).

[Die International Swaps and Derivatives Association, Inc. \(ISDA\)](#) beabsichtigt, demnächst Fallback-Klauseln in die für Zinsderivate massgeblichen **2006 ISDA Definitionen** aufzunehmen. Von dem von ISDA zu definierenden Zeitpunkt an werden damit Fallback-Klauseln, soweit eine Transaktion auf diese angepassten 2006 ISDA Definitionen verweist, in neue Transaktionen aufgenommen. Für vorbestehende Transaktionen beabsichtigt ISDA zudem, demnächst ein "Protokoll" (**ISDA Fallbacks Protocol**) zu veröffentlichen. Mittels "Beitritt" beider Vertragsparteien zum ISDA Fallbacks Protokoll würden diese Vertragsparteien Fallback-Klauseln in bereits bestehende Transaktionen übernehmen.

### 3.1 Auslösende Ereignisse

Folgende Ereignisse könnten einen Übergang zu den alternativen risikofreien Zinssätzen auslösen:

- i. eine öffentliche Erklärung oder Veröffentlichung durch oder im Namen des zuständigen **Administrators** des betreffenden IBOR, in der bekannt gegeben wird, dass die Bereitstellung des betreffenden IBOR dauerhaft oder auf unbestimmte Zeit eingestellt worden ist oder eingestellt wird (vorausgesetzt, dass es keinen Nachfolger gibt, der den betreffenden IBOR weiterhin bereitstellt);
- ii. eine öffentliche Erklärung oder Veröffentlichung der **Aufsichtsbehörde** des IBOR Administrators, der Zentralbank für die Währung des betreffenden IBOR, eines Insolvenzbeamten mit Zuständigkeit für den Administrator des IBOR, einer Abwicklungsbehörde mit Zuständigkeit für den Administrator des IBOR oder eines Gerichts oder einer Einrichtung mit ähnlicher Insolvenz- oder Abwicklungsbefugnis für den Administrator des IBOR, in der erklärt wird, dass der Administrator des IBOR die Bereitstellung des IBOR dauerhaft oder auf unbestimmte Zeit eingestellt hat oder einstellen wird (vorausgesetzt, dass es keinen Nachfolger gibt, der den betreffenden IBOR weiterhin bereitstellt); und
- iii. eine Entscheidung der zuständigen Behörde, dass ein LIBOR-Referenzzinssatz nicht mehr repräsentativ ist, was einen Übergang zu den risikofreien Zinssätzen auslösen soll (sog. **pre-cessation trigger**).

Bei i. und ii. wird das auslösende Ereignis möglicherweise erst in einem späteren Zeitpunkt nach der Ankündigung wirksam. Wenn z.B. der Administrator eines relevanten IBOR im Voraus ankündigt, dass er die Veröffentlichung des relevanten IBOR zu einem bestimmten Zeitpunkt in der Zukunft einstellen wird, wäre das Ereignis zum Zeitpunkt dieser Ankündigung eingetreten, aber die Fallbacks gelten erst zu dem zukünftigen Zeitpunkt, an dem die Veröffentlichung des IBOR eingestellt wird.

### 3.2 Definition alternativer Zinssätze

Die 2006 ISDA Definitionen und das ISDA Fallbacks Protokoll werden jeden relevanten IBOR einem bestimmten **alternativen Zinssatz** zuordnen, der bei Wirksamwerden des auslösenden Ereignisses gelten würde.

### 3.3 Aufzinsung

Im Derivatemarkt ist vorgesehen, die Aufzinsung für jede IBOR Laufzeit per Ende der Laufzeit mit der "**lookback/backward-shift**" Methode vorzunehmen, wobei die Aufzinsung rückblickend am Ende der Laufzeit vorgenommen wird (in arrears) und die Berechnungsperiode zwei Bankarbeitstage zeitversetzt zur Laufzeit früher beginnt bzw. endet. Damit soll sichergestellt werden, dass der betreffende Betrag schon vor dem Zahltag bekannt ist.

### 3.4 Spread-Anpassung

Um den Unterschieden beim Kredit- und Liquiditätsrisiko und weiteren Faktoren, wie z.B. Angebots- und Nachfrageschwankungen zwischen den relevanten IBORs und den alternativen Zinssätzen Rechnung zu tragen, soll dem entsprechenden Wert ein **spread** beigerechnet werden. Dieser soll für jede Laufzeit als Median aufgrund der Daten über einen Rückblickzeitraum von fünf Jahren bestimmt werden.

### 3.5 Veröffentlichung der angepassten alternativen Zinssätze

Es ist die Absicht der ISDA, dass **Bloomberg** die aufgezinsten und spread-bereinigten Werte in den entsprechenden Laufzeiten veröffentlicht. Bloomberg wird für jede dieser Laufzeiten drei Werte veröffentlichen: den aufgezinsten Wert des alternativen Zinssatzes, den relevanten spread und einen "all-in"-Wert als Summe aus aufgezinstem Wert und dem spread.

## 4 Vereinbarung von Fallbacks in Derivatetransaktionen

### 4.1 Vorbestehende Transaktionen

#### *ISDA Fallbacks Protokoll*

Für bereits **bestehende Transaktionen** können die Parteien dem **ISDA Fallbacks Protokoll** beitreten, sobald dieses verfügbar ist, und mit beidseitigem Beitritt die Fallback-Klauseln in die betreffenden Verträge einfügen.

Das ISDA Fallbacks Protokoll soll nicht nur ISDA-Rahmenverträge bzw. unter Bezugnahme auf die ISDA Definitionen abgeschlossene Transaktionen erfassen, sondern auch bestimmte andere Rahmenverträge und darunter abgeschlossene Transaktionen. Es ist vorgesehen, dass folgende **Schweizer Rahmenverträge** in den Anwendungsbereich des ISDA Fallbacks Protokolls fallen: (i) Schweizer Rahmenverträge für OTC-Derivate (einschliesslich der Versionen von 2003 und 2013, und zwar ungeachtet dessen, ob Transaktionen unter Bezugnahme auf ISDA Definitionen abgeschlossen werden oder nicht), (ii) Schweizer Rahmenverträge für Repo-Geschäfte (einschliesslich der bilateralen Fassung von 1999 und der multilateralen Fassung von 1999) und (iii) Schweizer Rahmenverträge für Wertpapierleihgeschäfte (Fassung von 2011).

Das ISDA Fallbacks Protokoll soll zudem auch gewisse **Besicherungsanhänge** zu Derivaterrahmenverträgen durch

die Aufnahme der Fallback-Klauseln, soweit relevant für die Zinsberechnung unter Bezugnahme auf einen IBOR, ergänzen.

#### *Bilaterale Vereinbarungen*

Als Alternative zum Beitritt zum ISDA Fallbacks Protokoll könnten die Parteien von Derivatetransaktionen die Verträge mittels **bilateralen Vereinbarung** abändern, indem sie die Anwendung von Fallback-Klauseln vereinbaren.

Die Schweizerische Bankiervereinigung beabsichtigt, einen **Schweizer IBOR Appendix** zu veröffentlichen, der im Sinne eines Mustervertrages für diese Zwecke für die Schweizer Rahmenverträge abgeschlossen werden kann. Der Swiss IBOR Appendix soll die gleichen Fallbacks, wie sie im ISDA Fallbacks Protokoll aufgenommen werden, in die Schweizer Rahmenverträge aufnehmen.

---

## Parteien von Derivateverträgen werden vor Ende 2021 Fallback-Klauseln in die Verträge aufnehmen müssen.

---

### 4.2 Neue Transaktionen

Neue Transaktionen, die Parteien nach der Veröffentlichung der mit den Fallback-Klauseln ergänzten 2006 ISDA Definitionen abschliessen, werden diese Fallback-Klauseln beinhalten, sofern die Transaktionen die 2006 ISDA Definitionen als Vertragsbestandteil einbeziehen.

Für Transaktionen, die unter Schweizer Rahmenverträgen abgeschlossen werden, ist dies in der Regel nicht der Fall. Mit dem Abschluss des Schweizer IBOR Appendix sollen aber die im ISDA Fallbacks Protokoll enthaltenen Fallback-Klauseln auch zum Vertragsbestandteil solcher neuer Transaktionen werden.

## 5 Tough Legacy Transaktionen

Sofern sich die Parteien nicht auf die Aufnahme von Fallback-Klauseln mit einer der unter (4) oben genannten Methoden einigen können (Tough Legacy Transaktionen), bleibt das weitere Schicksal der Pflichten der Vertragsparteien nach Ende der Veröffentlichung des LIBOR ungewiss.

In England könnte möglicherweise eine neue Gesetzgebung erlassen werden bzw. zur Anwendung kommen, wonach die **FCA** unter der Voraussetzung, dass der LIBOR für eine bestimmte Währung nicht mehr repräsentativ ist, die Befugnis erhält, die weitere Veröffentlichung von LIBOR-Werten (sog. synthetischer LIBOR) für einen begrenzten Zeitraum vorzuschreiben. Dies dürfte voraussetzen, dass dies für einen geordneten Übergang zu alternativen risikofreien Zinssätzen erforderlich ist und ein grosser Teil des Marktes Fallback-Klauseln in die Dokumentation aufgenommen hat. Zum jetzigen Zeitpunkt ist nicht vorhersehbar, ob, wie und für wie lange ein synthetischer LIBOR-Wert festgelegt würde.

## 6 Fazit

Für eine Planbarkeit des Übergangs von LIBOR-Werten zu alternativen risikofreien Zinssätzen sollten die Parteien von Derivatetransaktionen rechtzeitig vor dem Ende der Publikation des LIBOR, bzw. bevor der LIBOR als nicht mehr repräsentative gilt, Fallback-Klauseln in die Verträge aufnehmen. Dies kann bspw. mittels beidseitigem Beitritt zum ISDA Fallbacks Protokoll, wenn dieses verfügbar ist, oder aufgrund einer bilateralen Vereinbarung umgesetzt werden.



**Dr. Olivier Favre**  
Partner Zürich  
olivier.favre@swlegal.ch



**Dr. Philippe Borens**  
Partner Zürich  
philippe.borens@swlegal.ch



**Caroline Clemetson**  
Partnerin Genf und Zürich  
caroline.clemetson@swlegal.ch



**Tarek Houdrouge**  
Partner Genf  
tarek.houdrouge@swlegal.ch

Der Inhalt dieses Newsletters stellt keine Rechts- oder Steuerauskunft dar und darf nicht als solche verwendet werden. Sollten Sie eine auf Ihre persönlichen Umstände bezogene Beratung wünschen, wenden Sie sich bitte an Ihre Kontaktperson bei Schellenberg Wittmer oder an eine der oben genannten Personen.

Schellenberg Wittmer AG ist Ihre führende Schweizer Wirtschaftskanzlei mit mehr als 150 Juristinnen und Juristen in Zürich und Genf sowie einem Büro in Singapur. Wir kümmern uns um alle Ihre rechtlichen Belange – Transaktionen, Beratung, Prozesse.



**Schellenberg Wittmer AG**  
Rechtsanwälte

**Zürich**  
Löwenstrasse 19  
Postfach 2201  
8021 Zürich / Schweiz  
T +41 44 215 5252  
www.swlegal.ch

**Genf**  
15bis, rue des Alpes  
Postfach 2088  
1211 Genf 1 / Schweiz  
T +41 22 707 8000  
www.swlegal.ch

**Singapur**  
Schellenberg Wittmer Pte Ltd  
6 Battery Road, #37-02  
Singapur 049909  
T +65 6580 2240  
www.swlegal.sg