

HETMANCZYK-TIMM  
BRAUN  
KAMM  
NOVEMBER 2018

## „GOODBYE EURIBOR - HELLO ESTER“ FACHBEITRAG ZUR BENCHMARK-VERORDNUNG UND DEREN EIN- FLUSS AUF DEN KAPITALMARKT

### EINLEITUNG

Der vorliegende Fachbeitrag beschreibt die wesentlichen Inhalte der bereits gültigen EU-Verordnung 2016/1011<sup>1</sup> (Benchmark-Verordnung). Diese fasst eine Reihe älterer Richtlinien (Richtlinie 2008/48/EG über Verbraucherkredite, Richtlinie 2014/17/EU über Wohnimmobilienkredite für Verbraucher) und die EU-Verordnung 596/2014 zum Marktmissbrauch zusammen. Erstmals wurden hier EU-weite, einheitliche Regeln festgelegt, welche als Reaktion auf die Manipulation von Referenzzinssätzen wie beispielweise der London Interbank Offered Rate (LIBOR), der Euro Interbank Offered Rate (EURIBOR) und der Tokyo Interbank Offered Rate (TIBOR) zu werten sind. Veröffentlicht wurde die EU-Verordnung bereits am 08.06.2016 und ist seit dem 01.01.2018 vollumfänglich gültig. Allerdings sind in Artikel 51 Übergangsbestimmungen festgelegt worden.

Der EU-Verordnung 2016/1011 unterliegen alle Teilnehmer der Finanzmärkte, die der Definition als „beaufsichtigtes Unternehmen“ genügen oder eine der drei unten vorgestellten Rollen einnehmen. Die einzige Ausnahme bilden Zentralbanken und Behörden.

Mit diesem Fachbeitrag möchten wir Sie auf dieses bisher kaum beachtete Regelwerk aufmerksam machen, denn wie anhand der aktuellen, im Folgenden beschriebenen Entwicklungen erkennbar ist, ist in wenigen Monaten mit fundamentalen Änderungen zu rechnen, auf die Ihr Institut vorbereitet sein sollte.

### AKTUELLE ENTWICKLUNGEN

#### **Wegfall von EONIA und EURIBOR ab Ende 2019:**

Der EONIA, der von der Europäischen Zentralbank anhand von Transaktionen im Interbankenmarkt als Referenzzins für Tagesgeld berechnet wird, hat sich über viele Jahre als wichtige Benchmark in der EU etabliert. Er dient vor allem als Basis für Kredite, Swaps und Sicherheiten im Finanzwesen. Die aktuelle Berechnung des EONIA widerspricht allerdings der geltenden EU-Verordnung 2016/1011. Deshalb wird die Berechnung und Veröffentlichung von EONIA Ende 2019 eingestellt. Auch der EURIBOR wird wegfallen. Denn auch die EURIBOR Referenzzinssätze werden von freiwillig teilnehmenden Panel-Teilnehmern quotiert. Somit entspricht auch der EURIBOR nicht der Verordnung und darf ab 2020 nicht mehr als Bench-

<sup>1</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX%3A32016R1011>

mark verwendet werden.

**ESTER neuer Referenzzins ab 2020:**

Der neue Referenzzins ESTER (Euro short-term rate) wird ab Oktober 2019 von der EZB veröffentlicht und löst damit die bisherigen Benchmarks ab. ESTER wird gebührenfrei zur Verfügung stehen. Die Daten stammen aus meldepflichtigen Transaktionen großer Banken. Damit sind nicht nur beaufsichtigte Institute, sondern alle Teilnehmer der Finanzmärkte betroffen, die Produkte mit diesen Referenzwerten im Portfolio haben. Neben den Handels- und Treasury-Teams, sind insbesondere auch die Back-Office-Einheiten und das Risikomanagement von den genannten Änderungen betroffen, die zudem ihre Rechtsabteilungen auf Grund vertraglicher Anpassungserfordernisse in Anspruch nehmen müssen.

ANWENDUNGSBEREICH DER EU-VERORDNUNG

Gemäß dieser Verordnung umfasst der Begriff „beaufsichtigtes Unternehmen“ unter anderem Banken, Wertpapierfirmen, Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen, UCITS<sup>2</sup> und AIFM<sup>3</sup>, Pensionsfonds, Fondsmanager, Kreditgeber für Verbraucherkredite und zentrale Gegenparteien. Drittparteien, welche lediglich mit der Berechnung beauftragt werden, bleiben in diesem Zusammenhang außen vor.

ZIEL DER EU-VERORDNUNG

Das Ziel der EU-Verordnung 2016/1011 ist es, mehr Sicherheit und Transparenz im Umgang mit Referenzwerten am europäischen Kapitalmarkt zu schaffen. Dies verlangt sowohl in der Bereitstellung als auch in der Verwendung von Referenzwerten ein gesteigertes Maß an Qualität und Überwachung. Letztlich dient die Verordnung der Prävention manipulativer Eingriffe in den Markt. Betrachtet man beispielsweise Zins-Fixings von variablen Produkten wie Floatern, bedeutet dies, dass jedes Kreditinstitut von der EU-Verordnung 2016/1011 betroffen ist.

BEGRIFFSDEFINITIONEN

Bevor weitere Regelungsinhalte der Verordnung vorgestellt werden, sind für ein besseres Verständnis zunächst einige Begriffe zu erläutern.

**Benchmark (Referenzwert):**

Eine Benchmark im Sinne der Verordnung ist ein Index, auf den Bezug genommen wird, um für ein Finanzinstrument einen zahlbaren Betrag oder einen Wert zu ermitteln, an den Zahlungsbeträge gekoppelt sind. Hierbei kann es sich um einen Index handeln, der verwendet wird, um die Zusammensetzung eines Fonds/Portfolios zu bestimmen. Die Verwendung einer Benchmark im Sinne der Verordnung ist nicht bereits dadurch gegeben, dass die Benchmark als Vergleichswert in der Dokumentation aufgeführt wird.

**Index:**

Ein Index ist jede Zahl, die die folgenden Bedingungen erfüllt:

- Jede Zahl, die veröffentlicht oder der Öffentlichkeit zugänglich gemacht wird
- Jede Zahl, die regelmäßig durch eine Formel, Berechnungsvorschrift oder Bewertung bestimmt wird
- Jede Zahl, deren Berechnung auf eine oder mehrere Basispreise (einschließlich geschätzter Preise, tatsächlicher oder geschätzte Zinssätze, Quotierungen) erfolgt

Insofern ist ein einzelner Preis oder Referenzkurs kein Index und somit auch keine Benchmark. Es fehlt an weitergehenden Berechnungen, etwaigen Eingabedaten oder einem gewissen Handlungsspielraum.

In der EU-Verordnung 2016/1011 werden verschiedene Arten von Benchmarks unterschieden, wonach die Vorschriften der Verordnung variieren.

<sup>2</sup> internationale Bezeichnung für OGAW (Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren)

<sup>3</sup> Verwalter alternativer Investmentfonds

## ROLLEN IN DER EU- VERORDNUNG

- Die Verordnung sieht abweichende Vorschriften für Benchmarks vor, deren Basiswerte ein „Zinssatz“ oder ein „Rohstoff“ sind.
- Die Anforderungen der Verordnung variieren entsprechend der Relevanz der Benchmark für den Markt. Es wird unterschieden in „Kritisch“, „Signifikant“ und „Nicht signifikant“.
- Die Verordnung differenziert zwischen Referenzwerten, welche aus regulierten sowie nicht regulierten Daten generiert werden.

Entscheidend ist die Frage, welche Rolle dem „beaufsichtigten Unternehmen“ zugewiesen wird. In der Verordnung werden grundsätzlich drei verschiedene Rollen unterschieden: der Nutzer, der Administrator und der Kontributor.

Die Rolle **Nutzer** hat ein Finanzmarktteilnehmer inne, wenn er Indizes für folgende Zwecke als Benchmark verwendet:

- Herausgabe eines Finanzinstruments, für das ein Index oder eine Indexkombination als Referenzwert dient (insbesondere strukturierte Produkte)
- Bestimmung eines zahlbaren Betrags eines Finanzinstruments, welches auf einen Index oder eine Indexkombination referenziert
- Messung der Wertentwicklung eines Fonds anhand eines Indexes oder einer Indexkombination

Kontrahenten von Finanzkontrakten, für die ein Index oder eine Indexkombination als Referenz dient, werden ebenfalls als Nutzer klassifiziert.

Eine natürliche oder juristische Person wird als **Administrator** bezeichnet, wenn sie Indizes für Nutzer bereitstellt, die für die Bewertung oder die Zusammensetzung von Anlagen verwendet werden. Darunter fallen Finanzinstrumente, die beispielsweise an Handelsplätzen gehandelt werden, oder Investmentfonds.

Als Bereitstellung einer Benchmark sind folgende Punkte definiert:

- Verwaltung der Berechnungsvorschriften für die Bestimmung der Benchmark
- Erhebung, Analyse oder Verarbeitung von Eingabedaten für die Berechnung der Benchmark
- Bestimmung einer Benchmark durch Anwendung einer Formel oder anderen Berechnungsmethode

Ein Kontributor (beispielsweise Bloomberg oder Reuters) ist jede natürliche oder juristische Person, die Eingabedaten beiträgt. Werden diese Eingabedaten für einen Administratoren bereitgestellt, der in der Europäischen Union angesiedelt ist, wird der Kontributor beaufsichtigt.

## IMPLIKATIONEN DER EU- VERORDNUNG FÜR DIE VER- SCHIEDENEN ROLLEN

Je nachdem welcher Rolle ein Marktteilnehmer zugeordnet ist, unterliegt dieser unterschiedlichen Vorschriften.

### **Rolle Benchmark-Nutzer:**

- Vom Benchmark-Nutzer ist zu gewährleisten, dass seine in der EU verwendeten Benchmarks von Benchmark-Administratoren bereitgestellt werden, die in der EU rechtsgültig als Benchmark-Administratoren zugelassen oder eingetragen sind.
- Bei der Verwendung von Benchmarks aus Drittstaaten ist darauf zu achten, dass diese die Gleichstellungsvorschriften erfüllen. In diesem Zusammenhang spielen auch die Verhandlungen zum Thema Brexit eine wesentliche Rolle, da beispielsweise eine Vielzahl von in GBP gehandelten Produkten auf variablen Zinssätzen basieren, die in den anderen EU-Ländern verwendet, aber von Großbritannien aus kontribuiert bzw. administriert werden.

- Falls sich die vom Benchmark-Nutzer verwendeten Benchmarks ändern oder nicht mehr verfügbar sind, ist vom Benchmark-Nutzer ein Verfahren zu etablieren, welches es ermöglicht, auf alternative Benchmarks umzustellen.

#### **Rolle Benchmark-Administrator:**

Der in der EU tätige Benchmark-Administrator muss durch eine national zuständige Behörde ordnungsgemäß zugelassen werden. Des Weiteren muss der Administrator Folgendes gewährleisten:

- Keine Beeinträchtigung durch Interessenkonflikte
- Klare Organisationsstruktur für alle an der Bereitstellung der Benchmark Beteiligten
- Ständige Aufsichtsfunktion über die Bereitstellung der Benchmark
- Vorhandensein einer ausreichenden Menge an Eingabedaten
- Verwendung einer robusten und zuverlässigen Methode, um den Markt abzubilden
- Meldung jeglicher (versuchter) Manipulationen der Benchmark gemäß der EU-Marktmisbrauchsverordnung
- Veröffentlichung der Berechnungsmethodik

Der Benchmark-Administrator gewährleistet die Aufbewahrung aller Dokumente für 5 Jahre (darunter fallen sämtliche Eingabedaten, die für die Bestimmung einer Benchmark verwendete Methodik sowie alle telefonischen und elektronischen Kommunikationen mit den Kontributoren).

#### **Rolle Benchmark-Kontributor:**

- Einhaltung der Anforderungen und Verpflichtungen, die im jeweiligen Verhaltenskodex enthalten sind
- Errichtung eines Systems, welches die Bereitstellung von Eingabedaten durch Interessenkonflikte nicht beeinträchtigt
- Zusammenarbeit bei der Prüfung und Beaufsichtigung von Benchmarks
- Lieferung von Daten für kritische Benchmarks nach Aufforderung durch eine zuständige Behörde

ERGÄNZUNG ZUR VERORDNUNG

#### **Q&A zur Verordnung durch die ESMA:**

Am 07. November 2019 veröffentlichte die ESMA eine aktualisierte Version der Q&A zur Verordnung 2016/1011. Hierin konkretisiert die Behörde einzelne Begriffe, verdeutlicht die Anwendung in bestimmten Einzelfällen und definiert Anforderungen für verschiedene, spezifische Rollen und Instrumente. Im Übrigen werden Sachfragen bezüglich der Phase des Übergangs geklärt.

UNSERE EINSCHÄTZUNG UND FAZIT

Die große Panik im Finanzmarkt ist bisher ausgeblieben, obwohl einige Fragen offen sind:

- Was passiert mit Altgeschäften, die in naher Zukunft nicht mehr auf den berechneten Referenzzins laufen dürfen?
- Was passiert mit den Basiskurven, der Bewertung von Zinsderivaten und der Zinsstrukturkurve im Allgemeinen?

Die Umstellung zu einer regulatorisch konformen Benchmark wie der ESTER ist eine sehr schwierige und komplexe Herausforderung für Banken, Versicherungen, Fonds und die weiteren Teilnehmer des Finanzmarktes. Hier sind bis Oktober 2019 in jedem betroffenen Haus voraussichtlich eine große Anzahl an Systemen, Programmen, Modellen, Berechnungen und Prozessen anzupassen.

1 PLUS i begleitet seine Kunden seit 15 Jahren bei der Umsetzung regulatorischer Anforderungen. Gerne unterstützen wir auch Sie bei der Implementierung der Vorgaben der EU-Verordnung 2016/1011. Über die weitere Entwicklung in diesem Themenbereich halten wir Sie auf dem Laufenden. Wir würden uns freuen, wenn Sie mit uns in Kontakt treten (in-

| fo@1plusi.de).