



Benchmark-Verordnung: Licht im Index-Dickicht

Nach dem Skandal um manipulierte Zinssätze soll eine Verordnung künftig sicherstellen, dass Referenzwerte transparent und robust sind. Das bringt Verwaltungsaufwand für die Anbieter. Aber auch Berater müssen sich künftig eingehender mit Indizes und anderen Referenzwerten befassen

von Elton Mikulic, Rechtsanwalt bei Otto Mittag Fontane

Manipulationsskandale um Referenzzinssätze wie den Libor oder Edelmetall- und Rohstoffpreise sorgten vor einiger Zeit für Aufsehen. Eine der nachhaltigen Erkenntnisse daraus bestand darin, dass strukturelle Interessenkonflikte und daraus resultierende Marktverzerrungen nur mittels regulatorischer Eingriffe auflösbar sind. In Zukunft sollen neue Vorschriften die Robustheit und die Integrität der innerhalb des EU-Binnenmarktes verwendeten Referenzwerte sicherstellen und den Anlegerschutz stärken. Die Vorschriften wurden in einer neuen Verordnung (EU) 2016/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden, verankert (Benchmark-Verordnung). Zu einem großen Teil sollen sie am 01.01.2018 in Kraft treten.

Verordnung gilt nur für Indizes

Der Kernbegriff der Verordnung ist der „Referenzwert“. Referenzwerte sind alle Indizes, auf die Bezug genommen wird, um den für ein Finanzinstrument oder einen Finanzkontrakt (Kreditvertrag) zahlbaren Betrag zu bestimmen. Hier ist typischerweise an Anleihen und Zertifikate zu denken, deren Auszahlungsbetrag von dem Stand oder Wert eines Basiswertes abhängt. Auch Verbraucherkreditverträge, deren Verzinsung an Referenzzinssätze gebunden ist,

sind umfasst. Ausdrücklich anwendbar ist die Verordnung auch auf Referenzwerte, an die die Wertentwicklung eines Investmentfonds gebunden wird (z.B. bei ETFs). In allen Fällen ist dabei ausschlaggebend, dass



Elton Mikulic,
Otto Mittag Fontane, Frankfurt am Main

der Referenzwert ein Index ist. Es muss sich also um einen veröffentlichten Wert handeln, der regelmäßig und unter Verwendung einer Formel oder einer Berechnungsmethode auf Grundlage des Wertes einer oder mehrerer Basispreise oder sonstiger Werte oder Erhebungen bestimmt wird. Ausgenommen von der Verordnung ist die Verwendung eines einzelnen Preises oder Wertes als Bezugsgrundlage für ein Finanzinstrument (z.B. Derivate auf einzelne Aktien), da hierbei keine komplexe Berechnung

vorgenommen wird und kein Ermessensspielraum bei der Bewertung besteht.

Reine Indexanbieter nicht betroffen

Die Benchmark-Verordnung bindet jeweils eigenständige Pflichtenprogramme an die Rolle und Funktion der Beteiligten. Den sogenannten Administrator eines Referenzwertes belegt die Verordnung dabei mit dem umfangreichsten Pflichtenprogramm. Administrator ist, wer die Kontrolle über die Bereitstellung eines Index ausübt, die Mechanismen für dessen Berechnung verwaltet, notwendige Eingabedaten erhebt, analysiert und verarbeitet, einen Referenzwert errechnet und veröffentlicht. In der Praxis sind also vor allem die großen Indexanbieter (Deutsche Börse, Stoxx, MSCI, Dow Jones etc.) davon betroffen. Ausgenommen sind reine Indexanbieter, deren Indizes keine Referenzwerte darstellen und somit nicht für die Bewertung von Finanzinstrumenten oder Finanzkontrakten verwendet werden.

Das Pflichtenprogramm für die Administratoren umfasst weitgehende organisatorische Maßnahmen zur Identifizierung und Vermeidung von Interessenkonflikten und Manipulationen. Hierzu gehören unter anderem Chinese Walls, eine unternehmensinterne unabhängige Aufsichtsfunktion, das Führen von Aufzeichnungen sowie Mechanismen zur Bearbeitung von Beschwerden.

Institutionen, die Eingabedaten bereitstellen, auf deren Grundlage Administra-

toren Referenzwerte berechnen, werden hingegen als sogenannte Kontributoren erfasst. Hierbei handelt es sich vornehmlich um Betreiber von Börsen und Handelsplattformen, deren Kurse zur Berechnung von Indizes (Referenzwerten) genutzt werden.

Sie müssen sich an einen Verhaltenskodex halten, den der Administrator aufstellen muss und dessen Mindestinhalt von der Verordnung vorgegeben ist. Sofern es sich bei dem Kontributor um ein beaufsichtigtes Unternehmen handelt, das Eingabedaten für einen in der EU angesiedelten Administrator beiträgt, muss auch dieser bestimmte Anforderungen an die Unternehmensführung und die interne Kontrolle erfüllen. Letztendlich regelt die Verordnung die Verwendung eines Referenzwertes. Eine Verwendung liegt dabei unter anderem dann vor, wenn man ein Finanzinstrument ausgibt oder Vertragspartei eines Finanzkontraktes ist, für den ein Index als Bezugsgrundlage dient.

Beaufsichtigte Unternehmen innerhalb der EU dürfen Referenzwerte nur verwenden, wenn der Administrator oder der Referenzwert in ein bestimmtes EU-Administratoren- und Referenzwert-Register eingetragen ist. Hierbei handelt es sich um ein von der ESMA geführtes öffentliches Register.

Von „kritisch“ bis „nicht-signifikant“

Um die Verhältnismäßigkeit der administrativen Anforderungen zu wahren, unterscheidet die Verordnung drei Kategorien von Referenzwerten. Die erste Gruppe bilden „kritische“ Referenzwerte, für die der höchste Regulierungsstandard gilt. Sie werden nach quantitativen und qualitativen Kriterien bestimmt. Grundsätzlich als „kritisch“ einzustufen sind Referenzwerte, die als Bezugsgrundlage von Finanzinstrumen-

ten, Finanzkontrakten und Investmentfonds in einem Gesamtvolumen von über 500 Milliarden Euro dienen. Daneben können weitere Referenzwerte als „kritisch“ registriert werden, wenn ein plötzlicher Wegfall dieses Referenzwertes erhebliche nachteilige Wirkungen auf die Stabilität der Märkte haben

Der Wildwuchs von selbstgestrickten Indizes bei Anlageprodukten wird durch die neue Verordnung eingedämmt

könnte. Aus diesem Grund können Administratoren und Kontributoren von „kritischen“ Referenzwerten von den Aufsichtsbehörden verpflichtet werden, ihre diesbezüglichen Dienstleistungen aufrechtzuerhalten beziehungsweise den Referenzwert auf einen anderen Administrator zu übertragen.

Die zweite Kategorie bilden sogenannte „signifikante“ Referenzwerte. Darunter fallen Indizes, die entweder ein Verwendungsvolumen von über 50 Milliarden Euro aufweisen oder für die es keinen geeigneten marktbestimmten Ersatz gibt. Dem geringsten Regulierungsstandard unterliegen indes „nicht-signifikante“ Referenzwerte. Administratoren nicht-signifikanter Referenzwerte können entscheiden, einen Großteil der neuen Bestimmungen nicht anzuwenden, müssen diese Entscheidung aber im Rahmen einer Konformitätserklärung gegenüber der Aufsichtsbehörde begründen und überprüfen lassen. Für alle Referenzwerte gilt aber, dass die Administratoren sogenannte Referenzwert-Erklärungen veröffentlichen müssen, die die Methodik und die technischen Spezifikati-

onen des Index erläutern und deren Inhalt von der ESMA näher bestimmt wird.

Qualität bislang kaum berücksichtigt

Die Regulierer sehen die Gefahr, dass Berater und Anleger die Qualitätsanforderungen an Administratoren und Kontributoren bei ihrer Anlageentscheidung zu wenig berücksichtigen. Zwar wird der Wildwuchs von selbstgestrickten Indizes bei Anlageprodukten durch den hohen Verwaltungsaufwand in Zukunft eingedämmt, allerdings kann die spezifische Kategorisierung eines bestimmten Index als Basiswert in Zukunft ein Geeignetheitsmerkmal darstellen, das bei der Anlageberatung berücksichtigt werden muss. Deshalb fordert die Verordnung aus Transparenzgründen auch, dass zumindest im Prospekt Angaben zu der Registrierung des Administrators und des Referenzwertes gemacht werden. Darüber hinaus ist nicht auszuschließen, dass sich Anlageberater zumindest grundsätzlich mit dem Inhalt der Referenzwert-Erklärungen auseinandersetzen müssen, um eine anleger- und anlagegerechte Empfehlung abgeben zu können.

Berater müssen aktiv werden

Die Benchmark-Verordnung ist die regulatorische Antwort auf das Versagen des Marktes, transparente, robuste und integre Referenzwerte zur Verfügung zu stellen. Der zukünftige Verwaltungsaufwand für Administratoren und Kontributoren ist zwar hoch, wird aber als Nebeneffekt den Markt von Anlageprodukten bereinigen, die sich auf intransparente und manipulationsanfällige Indizes beziehen. Anlageberater werden sich in Zukunft darauf einstellen müssen, sich im Rahmen einer Geeignetheitsprüfung eingehender mit den Eigenschaften und der Kategorisierung eines Referenzwertes befassen zu müssen, sofern sie ein Finanzinstrument empfehlen, das einen solchen Referenzwert in Bezug nimmt. Allerdings wurde allen Beteiligten eine Übergangszeit von zwei Jahren gewährt. Am 01.01.2018 bestehende Referenzwerte können bis zum 01.01.2020 weiterhin verwendet werden, sofern ein diesbezüglicher Antrag auf Zulassung oder Registrierung nicht vorher abgelehnt wird.

Referenzwertkategorien und Bedingungen für die Einteilung

gemäß Benchmark-Verordnung, Gültigkeit ab 01.01.2018

Kritischer Referenzwert	Volumen aller Finanzinstrumente, Finanzkontrakte und Investmentfonds, die sich auf den Referenzwert beziehen, übersteigt 500 Milliarden Euro oder Wegfall des Referenzwerts hätte erhebliche nachteilige Wirkungen auf die Finanzmarktstabilität
Signifikanter Referenzwert	Volumen aller Finanzinstrumente, Finanzkontrakte und Investmentfonds, die sich auf den Referenzwert beziehen, übersteigt 50 Mrd. EUR oder es gibt keinen oder einen nur in sehr geringem Maße geeigneten marktbestimmten Ersatz
Nicht-signifikanter Referenzwert	Nichtvorliegen der oben genannten Kriterien, Opt-Out-Möglichkeit für bestimmte Anforderungen im Rahmen einer Konformitätserklärung

Stand: 10.11.17; Quelle: Otto Mittag Fontane

* Dies ist ein externer Beitrag. Der Inhalt gibt nicht zwingend Meinung und Einschätzung der Redaktion wieder.