

Financial Benchmarks: Bedeutung, Problematik und regulatorische Ansätze

Beat Brändli¹, Basil Guggenheim² und Matthias Jüttner³

Financial benchmarks have become important reference points in the global financial market guiding world-wide obligations in financial contracts in the amount of hundreds of billions of US-Dollars. Since July 2012, after the attempted manipulation of Libor became known, the issues of credibility and representativeness of such widely used financial benchmarks are in the spotlight of the global community.

An international reform process was initiated under the auspices of the G20, coordinated by the Financial Stability Board (FSB). This led in particular to the IOSCO Principles from 2013 to make financial benchmarks more solid. Additionally, after consultation of a market participants group, the FSB recommended to promote

alternative (risk-free) reference points to the most important financial benchmarks, given that certain transactions are better suited to these alternatives. In Switzerland, already two alternative rates exist, namely the so called TOIS fixing and the SARON.

The European Union is on the verge to adopt a wide regulation for financial benchmarks used in the Union addressing administrators but also contributors and users. The EU Regulation still allows Swiss administrators to be recognized in the EU, or their benchmarks to be endorsed respectively. On the long run an equivalence decision of the European Commission might be aimed for to get a more general market access.

Inhaltsübersicht

- I. Einführung: Definition, Zweck und Verwendung
- II. Glaubwürdige und repräsentative Benchmarks
 - 1. Unternehmensführung
 - 2. Berechnungsmethodik und Datengrundlage
- III. Reformbestrebungen auf nationaler und internationaler Ebene
- IV. Regulierung in der EU
 - 1. Benchmark-Verordnung
 - 2. Anwendungsbereich der EU-Verordnung
 - 3. Regulatorische Inhalte der EU-Verordnung
 - 4. Kategorisierung der Benchmarks nach ökonomischer Bedeutung
 - 5. Das Anerkennungsregime für Drittländer
- V. Auswirkungen für die Schweiz

¹ Prof. Dr. Beat Brändli, Assistenzprofessor für Wirtschaftsrecht, Schwerpunkt Gesellschaftsrecht, an der Universität St. Gallen; verantwortlich für die Abschnitte 4–5 des vorliegenden Artikels.

² Dr. Basil Guggenheim, Ökonom in der Organisationseinheit Geldmarkt der Schweizerischen Nationalbank, verantwortlich für die Abschnitte 1–3 des vorliegenden Artikels. Die Ausführungen in diesem Beitrag geben die persönlichen Ansichten des Autors wieder.

³ Dr. Matthias Jüttner, Ökonom in der Organisationseinheit Geldmarkt der Schweizerischen Nationalbank, verantwortlich für die Abschnitte 1–3 des vorliegenden Artikels. Die Ausführungen in diesem Beitrag geben die persönlichen Ansichten des Autors wieder. Der Autor dankt Marcel Zimmermann für die wertvollen Diskussionen und Kommentare.

I. Einführung: Definition, Zweck und Verwendung

Die heutige globalisierte Welt eröffnet neue Möglichkeiten, aber es herrscht auch eine Flut an Informationen. Um diese unzähligen Informationen rasch zu verarbeiten und zu verwenden, haben sich an den Finanzmärkten Indizes entwickelt. Ziel dieser Indizes ist es, diese Informationen so zu kondensieren, dass ein repräsentatives Bild des Marktgeschehens gewonnen werden kann. Indizes tragen damit zur Transparenz an den Finanzmärkten bei. Mittlerweile existieren Indizes für eine Vielzahl verschiedener Märkte. Im Bereich des Geld- und Kapitalmarktes nennt man diese Indizes auch Referenzzinssätze. Marktteilnehmer können sich an Indizes bei ihrer eigenen Preisgestaltung orientieren. Zudem können die Konditionen von abgeschlossenen Transaktionen anhand der Indizes beurteilt werden. Auch Zentralbanken bedienen sich dieser Informationsquelle bei der Beurteilung des Zustandes an den Finanzmärkten.

Referenzzinssätze oder auch Indizes allgemein, welche nicht nur als Informationsquelle genutzt, sondern auch in Finanzprodukten verwendet werden, bezeichnet man als Financial Benchmarks, nachfolgend auch Benchmarks.⁴ Beispielsweise richten sich

⁴ Vgl. Seraina Grünewald, Financial Benchmarks – Bedeutung und internationale Regulierungsbestrebungen, SZW 6/2015, 586–591, S. 587.

in bestimmten Kreditverträgen wie für Hypothekarkredite die Zinszahlungen nach der Entwicklung von Referenzzinssätzen. Eine andere Gruppe von Finanzprodukten, bei denen Indizes zur Anwendung kommen, sind Derivate. Die Wertentwicklung dieser Finanzinstrumente leitet sich aus einem Basiswert ab. Die beschriebenen Indizes können dabei als Basiswerte in Derivatkontrakten fungieren. Entsprechend kann die Preisentwicklung des jeweiligen Marktes, welcher durch die Benchmark reflektiert wird, repliziert werden.

Dies ist durchaus für das gesamte Wirtschaftsgeschehen und nicht nur für den Finanzmarkt relevant. Wie in allen Gebieten der Volkswirtschaft ermöglicht auch hier der Handel eine weitere Spezialisierung und somit Kostensenkungen über Effizienzgewinne. Derivate und ihre Arbeitstiere, die Benchmarks, ermöglichen es somit der Finanzindustrie, über Handel und Spezialisierung der Realwirtschaft letztlich beispielsweise tiefere Kreditzinssätze anzubieten.

Benchmarks werden aber nicht nur im Bereich des Geld- und Kapitalmarktes verwendet, sondern auch im Bereich des Devisen-, Aktien- oder des Rohwarenmarktes. Auch für den Handel von Wetterderivaten existieren Indizes, welche die Temperaturwerte verschiedener Wetterstationen als Basis verwenden. Allein das ausstehende Volumen sämtlicher Derivate, welche nicht über eine Börse, sondern bilateral abgeschlossen werden, wird per Ende 2014 auf rund USD 630 Bio. (630 000 Milliarden) geschätzt, was rund dem Achtfachen des weltweiten Wirtschaftsprodukts entspricht.⁵ Davon entfällt mit rund 80% der Grossteil auf Zinsderivate. Der Libor – die bedeutendste Benchmark im Bereich des Geld- und Kapitalmarktes – wird Schätzungen zufolge für Finanzprodukte im Wert von über USD 300 Bio. verwendet. Für den Libor in Franken gehen die Schätzungen in die Richtung von rund CHF 6 Bio.⁶ Nicht nur vom Volumen, sondern auch von den Laufzeiten her sind die Zahlen enorm. Der Grossteil von Finanzprodukten mit dem Libor als Benchmark hat eine Laufzeit von rund fünf Jahren, aber auch Laufzeiten von dreissig bis fünfzig Jahren sind nicht selten.⁷ Neben der direkten Ver-

wendung in Finanzprodukten werden Benchmarks auch indirekt verwendet. So werden von Banken und anderen Finanzmarktteilnehmern Benchmarks auch als Ausgangspunkt bei der Preisfindung von Krediten genutzt.

Zusammenfassend lässt sich somit sagen, dass glaubwürdige und repräsentative Benchmarks ein wichtiges Element für die heutigen Finanzmärkte darstellen. Was nun unter den beiden in der Welt der Benchmarks oft verwendeten Begriffen «glaubwürdig» und «repräsentativ» genau verstanden wird, ist der Inhalt des nächsten Abschnittes. Der dritte Abschnitt umschreibt die bisherigen nationalen und internationalen Reformbestrebungen. Im vierten Abschnitt wird auf die neue Regulierung der Europäischen Union im Bereich Benchmarks eingegangen, inkl. des Regimes für Drittländer. Im fünften Abschnitt werden sodann abschliessend deren Auswirkungen und etwaiger Handlungsbedarf für die Schweiz beleuchtet.

II. Glaubwürdige und repräsentative Benchmarks

Bei den Reformdiskussionen wird häufig der Ruf nach «glaubwürdigen» und «repräsentativen» Indizes bzw. Benchmarks laut. Es stellt sich die Frage, was man unter diesen Begriffen versteht oder welche Voraussetzungen erfüllt sein müssen, damit man einem Index diese Attribute zugestehen kann. Grundsätzlich können die Reformansätze bei Benchmarks in zwei Bereiche unterteilt werden.

1. Unternehmensführung

Der eine Bereich umfasst die Unternehmensführung (Governance) für die Bereitstellung des Index. Darunter versteht man die Verantwortung für den Bereitstellungsprozess, sprich das Aufstellen und die Einhaltung von Regeln bei der Bereitstellung eines Index, wobei meist mehrere Parteien involviert sind. Die Hauptverantwortung sollte dabei beim Administrator des Index liegen, welcher die Regeln für die involvierten Parteien festlegt. Die Berechnung kann durch den Administrator selbst oder durch eine andere spezialisierte Institution erfolgen wie beispielsweise einen Makler (Broker) oder eine Börse. Die Einhaltung des Prozesses wird unter Umständen wiederum von einem Gremium überprüft, in welchem verschiedene Interessensparteien vertreten sind. Die Berechnungs-

⁵ Siehe Derivat-Statistiken der BIZ, auffindbar unter <www.bis.org/statistics/bulletin1512.pdf#page=226>.

⁶ Siehe finaler Bericht der «Market Participant Group» vom 17. März 2014. Das Dokument ist auffindbar unter <www.fsb.org/2014/07/r_140722b/>.

⁷ Siehe wiederum Derivat-Statistiken der BIZ (Fn. 5).

grundlage für den Index stammt von Kontributoren. Dabei wird entweder die Marktaktivität dieser Kontributoren verwendet oder Zinsmeldungen eines Panels von ausgewählten Kontributoren (Panelbanken). Auch bei den Kontributoren selbst kann es bereits zu internen Kontrollen kommen. Solange dieser Bereich klar definiert ist, gilt die Benchmark als «glaubwürdig». Weist dieser Bereich Schwachstellen auf, kann der Index manipulationsanfällig sein.

2. Berechnungsmethodik und Datengrundlage

Der zweite Bereich umfasst die Berechnungsgrundlage und -methodik des Index. Ist die Berechnungsgrundlage breit und die Methodik sinnvoll, gilt die Benchmark als «repräsentativ». Während der erste Bereich relativ einfach reformiert werden kann, ist insbesondere die Berechnungsgrundlage nur schwer anzupassen.

Anhand eines Beispiels kann die Problematik veranschaulicht werden. Für ein Marktsegment, in dem Geld getauscht wird, soll ein Index entwickelt werden. Der Tausch von Geld kann auf unbesicherter oder besicherter (Geld gegen Wertschriften) Basis stattfinden. Dabei kommt es zu Transaktionen zwischen Banken, Banken und sogenannten institutionellen Investoren (bspw. Pensionskassen) oder Privatkunden. Zunächst muss also festgelegt werden, welche Art des Geschäftes zwischen welchen Geschäftspartnern repräsentiert werden soll, da die Natur der Geschäfte sehr unterschiedlich sein kann.

Bei der eigentlichen Ermittlung haben sich darüber hinaus unterschiedliche Methoden entwickelt. Die international bedeutendsten Referenzzinssätze wie Libor, Euribor, Tibor (sog. «Ibors») werden derzeit mit Zinsmeldungen von Panelbanken ermittelt. Diese Banken übermitteln einem dafür ausgewählten Agenten (entweder dem Administrator selber oder einem vom Administrator beauftragten Kalkulationsagenten) täglich zum gleichen Zeitpunkt den Zinssatz, zu dem sie am Interbankenmarkt unbesicherte Geldmarktkredite in der jeweiligen Währung und Laufzeit in handelsüblicher Grösse aufnehmen könnten. Der Durchschnitt der Zinskonditionen bildet das Ibor-Fixing, also den für diesen Tag massgebenden Zinssatz.

Alternativ könnte der Index direkt aus den abgeschlossenen Transaktionen des zu repräsentierenden Marktsegmentes berechnet werden und sich nicht auf die Einschätzung der Panelbanken stützen. Entsprechend kann sich die Zusammensetzung der Kon-

tributoren täglich ändern. Aber auch in diesem Fall ist die Definition des Index nicht trivial. Soll das Volumen der Transaktion berücksichtigt werden? Wann wird der Index veröffentlicht und welche Transaktionen fliessen in die Berechnung ein? Falls der Index nur das aktuelle Umfeld widerspiegeln soll, dann dürften auch nur die kürzlich abgeschlossenen Transaktionen berücksichtigt werden.

Die Abgrenzung des Marktsegmentes und die Berechnungsmethode haben somit grosse Auswirkungen auf den Aussagegehalt und das Verhalten des Index. Marktteilnehmer müssen im Wissen um die Definition des Index über die geeignete Verwendung in einem Vertrag entscheiden. Eine transparente und nachvollziehbare Beschreibung des Index ist für Marktteilnehmer eine notwendige Voraussetzung hierfür.

III. Reformbestrebungen auf nationaler und internationaler Ebene

Infolge der umfangreichen Verwendung in Finanzprodukten bewirken schon minimale Veränderungen des Libor deutliche Verluste und Gewinne auf den korrespondierenden Derivatpositionen. Dies verleitete Marktteilnehmer dazu, den Libor zu manipulieren.⁸ Auch wenn die Manipulationen die Benchmark absolut gesehen nur geringfügig veränderten, wurde die Glaubwürdigkeit stark beeinträchtigt. Erst nachdem im Juli 2012 Barclays PLC tatsächlich Manipulationsversuche des Libor zugab,⁹ wurde die Problematik global aufgearbeitet und die Manipulationsanfälligkeit der international bedeutendsten Referenzzinssätze schliesslich als supranationale Achillesferse auf dem Geldmarkt identifiziert.¹⁰

⁸ Unter Marktmanipulationen fallen alle Aktivitäten, die absichtlich preisverzerrend wirken, die entsprechenden Wirkungen gezielt in Kauf nehmen oder deren preisverzerrende Wirkungen bei pflichtgemäßem Verhalten hätten erkannt werden können. Erste Verdachtsmeldungen beim Libor wurden 2008 laut, siehe *Mollenkamp Carrick*, Bankers Cast Doubt on Key Rate Amid Crisis, *The Wall Street Journal*, 16. April 2008 und sodann *Mollenkamp Carrick/Whitehouse Mark*, Study Casts Doubt on Key Rate. *WSJ Analysis Suggests Banks May Have Reported Flawed Interest Data for Libor*, *The Wall Street Journal*, 29. Mai 2008.

⁹ Vgl. *Enrich David/Cimilucca Dana*, Missteps doomed Barclays' Leaders, 15. Juli 2012.

¹⁰ Vgl. FSB, Reforming Major Interest Rate Benchmarks, July 2014.

Dies löste globale Reformbestrebungen aus, mit dem Ziel, die Glaubwürdigkeit der Referenzzinssätze wiederherzustellen. Im Jahr 2013 wurde das Financial Stability Board (FSB) von den G20-Staaten beauftragt, die Reformen im Bereich der Referenzzinssätze voranzutreiben und zu koordinieren. Das FSB anerkannte zudem die IOSCO Principles for Financial Benchmarks von 2013 als wegweisenden Standard und beauftragte die IOSCO sogleich, die Ibor-Zinssätze daran zu messen. Im darauffolgenden Jahr publizierte das FSB Empfehlungen für die weiteren Reformen von Referenzzinssätzen. Der Bericht wurde von Vertretern des öffentlichen Sektors begleitet und stützt sich dabei auf Ergebnisse einer Arbeitsgruppe, bestehend aus Marktvertretern und den bis dahin verfügbaren Resultaten der IOSCO-Überprüfung. Dabei wird eine zweigleisige Vorgehensweise empfohlen. Zum einen sollen die bestehenden Referenzzinssätze weiter verbessert werden. Zum anderen wird die Entwicklung von alternativen Referenzzinssätzen angestrebt. Ziel ist es, dass neben verbesserten, unverändert auf unbesicherten Geldmarkttransaktionen basierenden Ibor-Zinssätzen, künftig auch vermehrt Referenzzinssätze entstehen, die sich auf nahezu risikolose Geschäfte beziehen. Hintergrund dieser Empfehlung ist, dass Marktteilnehmer aus einer Auswahl von Indizes den für den jeweiligen Zweck passenden Referenzzinssatz auswählen können. Derzeit basiert der grösste Anteil am ausstehenden Zinsabsicherungsgeschäft auf den Ibor-Zinssätzen, die die ökonomischen Bedürfnisse der Verwender nicht vollständig abdecken. Beispielsweise repräsentieren die Ibor-Zinssätze die Finanzierungsbedingungen von Banken auf unbesicherter Basis. Im Index spiegelt sich also unter anderem das allgemein gültige Zinsniveau, aber auch das Kreditrisiko der Banken wider. Marktteilnehmer möchten sich aber ggf. nur gegen die Veränderungen einer der Komponenten absichern.

Falls es zu einer steigenden Verwendung von alternativen Benchmarks kommen sollte, würde sich zudem die Problematik des oben beschriebenen Anreizes zur Manipulation verringern, da ein geringerer Hebel bei der Veränderung des Benchmarks vorhanden ist. Die Kehrseite der zweigleisigen Vorgehensweise ist allerdings, dass sich die Liquidität des Marktes für Zinsabsicherungsgeschäfte auf verschiedene Derivatmärkte aufteilt.

Die Reformarbeiten für die Ibor-Zinssätze wurden auch von den jeweiligen Administratoren durch-

geführt. Für den Libor ist dies ICE Benchmark Administration (IBA), die den vorherigen Administrator, die British Banking Association, im Jahr 2014 ablöste. IBA veröffentlichte bisher zwei Positionspapiere mit Reformvorschlägen.¹¹ In der Folge wurden Interessensparteien im Rahmen von Konsultationen und Konferenzen nach ihrer Einschätzung befragt. Die Zusammenfassung dieser Meinungen wurde im Dezember 2015 veröffentlicht. Kernelement der Reformen wird voraussichtlich eine stärkere Berücksichtigung von Transaktionen bei der Meldung von Zinskonditionen sein bzw. wird das Vorgehen beim Fehlen von Transaktionen einheitlich geregelt und somit standardisiert. Die Reformarbeiten der IBA werden von einem Komitee begleitet, welches in regelmässigen Abständen die Methodologie, Definition und weitere Aspekte rund um den Libor diskutiert und überprüft.

Um die zweite Empfehlung des FSB – alternative Referenzzinssätze basierend auf nahezu risikolosen Transaktionen zu entwickeln – umzusetzen, wurden in den Währungsräumen US-Dollar, Britisches Pfund, Yen und Schweizer Franken Arbeitsgruppen konstituiert.

Für den Schweizer Franken wurden bisher der SARON und das TOIS-Fixing als mögliche Alternativen identifiziert. Das TOIS-Fixing repräsentiert den unbesicherten, der SARON den besicherten Tagesgeldbereich. Ein weiterer Unterschied ist die Berechnungsmethode. Während das TOIS-Fixing vergleichbar dem Libor auf einem Panel basiert, wird für die Berechnung des SARON auf effektive Transaktionen und verbindliche Preisofferten abgestützt. Das TOIS-Fixing steht jedoch zunehmend auf einer dünneren Berechnungsgrundlage. Wie bereits die Datenumfrage der SNB aus dem Jahr 2014 zeigt, ist die Aktivität des unbesicherten Segmentes sehr niedrig. Zudem hat die Anzahl der Panelbanken in den letzten Jahren sukzessive abgenommen und eine weitere Panelbank hat ihren Austritt angekündigt. Die Arbeitsgruppe für den Schweizer Franken hat aus diesen Gründen nun empfohlen, die anstehenden Reformschritte auf den SARON zu fokussieren.

Die Arbeitsgruppen in den anderen Währungsräumen planen konkrete Empfehlungen, wonach alternative Referenzzinssätze gewählt werden sollen und wie der Übergang in der Verwendung dieser Re-

¹¹ Die Dokumente sind auffindbar unter <www.theice.com/iba/libor>.

ferenzzinssätze für Zinsswapgeschäfte aussehen könnte.¹² Das FSB beabsichtigt, im Juli 2016 einen Abschlussbericht über die Umsetzung der Reformempfehlungen aus dem Jahr 2014 zu veröffentlichen. Infolge der hohen Komplexität dieser Thematik scheint es jedoch wahrscheinlich, dass die Reformarbeiten noch weiter andauern werden.

IV. Regulierung in der EU

1. Benchmark-Verordnung

Die EU hat die internationalen Reformbestrebungen ebenso aufgegriffen und ist kurz vor Abschluss einer Verordnung, um der Problematik der Manipulation von Benchmarks entgegenzutreten (sog. Benchmark-Verordnung¹³). Am 4. Dezember 2015 haben der Rat und das Europäische Parlament einen finalen Kompromisstext präsentiert,¹⁴ dessen Annahme lediglich noch eine Formalität darstellen dürfte.

Bei der Benchmark-Verordnung kann von einem EU-Finish gesprochen werden, bei welchem die internationalen Vorgaben (hier die IOSCO Standards, aber auch Überlegungen zu alternativen Benchmarks) um Anleger- und Verbraucherschutzbestimmungen¹⁵ angereichert worden sind. Letzte Streitpunkte waren noch die Kategorisierung der Benchmarks sowie das einzurichtende Drittstaatenregime,¹⁶ welches für die Schweiz von besonderer Bedeutung ist.

2. Anwendungsbereich der EU-Verordnung

Die Verordnung gilt für die Bereitstellung von Benchmarks, das Beitragen von Eingabedaten zu einer Benchmark und die Verwendung einer Benchmark in der Europäischen Union. Von der Verordnung erfasst sind somit Administratoren einer Benchmark, deren Kontributoren wie auch Nutzer derselben.¹⁷ Ausgenommen von der Regulierung sind insb. Zentralbanken, welche als Administratoren von Benchmarks tätig sind.¹⁸ Von Zentralbanken administrierte Benchmarks dürften folglich auch nicht von der Verordnung erfasst werden.¹⁹ Eine Ausnahme von der Regulierung findet sich zudem für Administratoren, die sich nicht bewusst waren und dies auch nicht sein mussten, dass die von ihnen bereitgestellte Benchmark für die Berechnung eines Finanzinstruments bzw. -kontrakts verwendet wird.²⁰

3. Regulatorische Inhalte der EU-Verordnung

Als von den IOSCO-Prinzipien übernommene Vorschriften sind die Regeln zur Unternehmensführung und Kontrolle von Administratoren,²¹ zur Qualität von Eingabedaten und der Methodik²² sowie zur Rechenschaftsablage²³ zu sehen. Als EU-spezifischer Anlegerschutz werden die obligate Zulassung und Aufsicht von Administratoren,²⁴ die Kompetenz nationaler Behörden, gegebenenfalls Beiträge in Form von Eingabedaten von Kontributoren (einzig kritischer Benchmarks) verlangen zu können²⁵ sowie spezifische Verbraucherschutzbestimmungen geschaffen. Zu Letzteren zählen eine mindestens alle zwei Jahre zu aktualisierende Benchmark-Erklärung des Administrators²⁶ sowie die Bekanntgabe der geplanten

¹² Diverse Dokumente der Arbeitsgruppen sind auffindbar unter <www.newyorkfed.org/arrc/> für US Dollar, <www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/sterlingoperations/rfr/rfr.aspx> für Britisches Pfund, <www.boj.or.jp/en/paym/market/sg/index.htm> für Yen.

¹³ Der genaue Titel auf Deutsch lautet: Verordnung über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Benchmark verwendet werden (sog. Financial Benchmarks).

¹⁴ Council of the European Union, Interinstitutional File 2013/0314 (COD), Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts – Approval of the final compromise text, 4 December 2015 (nachfolgend Entwurf Benchmark-Verordnung).

¹⁵ Siehe insb. Titel IV Entwurf Benchmark-Verordnung.

¹⁶ Vgl. Rat der EU, Manipulation marktrelevanter Benchmarks: Rat bestätigt Einigung mit dem EP über strengere Vorschriften, Pressemitteilung 913/15 vom 9. Dezember 2015; vorher bereits: Luxembourg Ministry of Finance, Luxembourg Presidency reaches agreement with the European Parliament on the Benchmarks Regulation, Media Release 25. Dezember 2015.

¹⁷ Art. 2 Entwurf Benchmark-Verordnung.

¹⁸ Art. 2 Ziff. 2 (a) Entwurf Benchmark-Verordnung.

¹⁹ Siehe insb. Erw. Rz. 16 der Verordnung. Im Fall bspw. des SARON, den die SNB mitinitiiert hat, geschieht aber die Administration durch die SIX, womit keine Ausnahme von der EU-Regulierung einhergehen dürfte.

²⁰ Art. 4 Entwurf Benchmark-Verordnung.

²¹ Titel II Kapitel 1 Entwurf Benchmark-Verordnung (Art. 5–6).

²² Titel II Kapitel 2 Entwurf Benchmark-Verordnung (Art. 7–7b).

²³ Titel II Art. 5c; Art. 8 Entwurf Benchmark-Verordnung (in Titel II Kapitel 2).

²⁴ Titel VI Entwurf Benchmark-Verordnung.

²⁵ Art. 14, insb. Ziff. 4 (a) Entwurf Benchmark-Verordnung.

²⁶ Titel IV Art. 15 Entwurf Benchmark-Verordnung.

Massnahmen bei Änderung oder Einstellung der Benchmark.²⁷

Die Regulierung knüpft daher bei den Administratoren an, stellt aber auch Vorschriften für beaufsichtigte Kontributoren²⁸ – worunter z.B. mit Blick auf den Libor auch schweizerische Banken fallen – wie auch beaufsichtigte Nutzer²⁹ von Benchmarks auf.³⁰

4. Kategorisierung der Benchmarks nach ökonomischer Bedeutung

Die Administratoren werden ferner in verschiedene Kategorien eingeteilt, die sich an der ökonomischen Bedeutung (sprich dem monetären Umfang der davon abhängigen Finanzgeschäfte) der administrierten Benchmark orientieren:³¹

- (1) Hängen mit der Benchmark letztlich Finanzinstrumente bzw. -kontrakte von über EUR 500 Mrd. zusammen (territorial unbeschränkt), wird diese als kritisch angesehen.³² Zudem gilt eine Benchmark auch dann als kritisch, wenn es für sie keine Surrogate (alternative Benchmarks) gibt und ihr Wegfall³³ die Finanzstabilität³⁴ in mind. einem Mitgliedstaat in kritischer Weise gefährden würde.³⁵

- (2) Als signifikante Benchmarks gelten sodann solche, welche Finanzinstrumente bzw. -kontrakte von mindestens EUR 50 Mrd. beeinflussen oder aber über keine Surrogate verfügen und deren Wegfall die Finanzstabilität in mind. einem EU-Land wesentlich beeinträchtigen könnte.³⁶
- (3) Wer diese ökonomischen Kriterien nicht erreicht, fällt grundsätzlich in die Kategorie der nicht-signifikanten Benchmarks.³⁷

Für die Administratoren von nicht-signifikanten Benchmarks sind regulatorische Erleichterungen vorgesehen,³⁸ für Administratoren von signifikanten Benchmarks ist die Grundordnung zu beachten, Administratoren kritischer Benchmarks haben darüber hinaus zusätzliche Anforderungen zu erfüllen.³⁹ Daneben besteht ein Sonderregime für Benchmarks mit regulierten Daten⁴⁰ (darunter fallen insb. solche, deren Eingabedaten aus regulierten Handelsplätzen stammen), für Referenzzinssätze (*interest rate benchmarks*)⁴¹ sowie für Rohstoff- (*Commodity*)-Benchmarks.⁴² Die Überprüfung der Einteilung der Benchmarks in die ökonomischen Grössenklassen wird Aufgabe der Europäischen Kommission sein.⁴³

5. Das Anerkennungsregime für Drittländer

Für die Schweiz ist das Anerkennungsregime für Drittländer von Bedeutung. Schweizer Administratoren (wie bspw. die SIX, STOXX oder ACI-Suisse) haben ein vitales Interesse, dass von ihnen administrierte Benchmarks (z.B. SMI oder STOXX Indizes, Swiss Reference Rates, TOIS Fixing) weiterhin auch im EU-Raum verwendet werden dürfen. Zudem sind bestehende europäische Nutzer von Schweizer Bench-

²⁷ Titel IV Art. 17 Entwurf Benchmark-Verordnung.

²⁸ Dabei handelt es sich um beaufsichtigte Unternehmen nach Art. 3 Ziff. 1 (14) (sprich Kreditinstitute, Wertpapierfirmen, Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen, Investmentfonds [OGAW] und Verwalter alternativer Investmentfonds [AIFM], zentrale Gegenparteien (CCPs), Transaktionsregister sowie auch die Administratoren selbst), die Eingabedaten an einen in der EU angesiedelten Administrator liefern.

²⁹ Die Benchmark-Verordnung spricht hier von beaufsichtigten Unternehmen (siehe dazu Fn. 25), welche Benchmarks verwenden (Art. 19).

³⁰ Für beaufsichtigte Kontributoren siehe Kapitel 3 Artikel 11, für beaufsichtigte Nutzer siehe Art. 19.

³¹ Siehe Titel III Entwurf Benchmark-Verordnung.

³² Kapitel 3 Entwurf Benchmark-Verordnung.

³³ Darunter wird auch der Fall subsumiert, dass eine Benchmark nicht mehr auf verlässlichen Daten (*unreliable data input*) aufbaut.

³⁴ Unter diesem Terminus wird die gesamte Aufzählung von Art. 13 Ziff. 1 lit. c gefasst, sprich: Kritische Auswirkungen auf die Marktintegrität, die Finanzstabilität, die Realwirtschaft oder die Finanzierung von Haushalten und Unternehmen.

³⁵ Art. 13 Ziff. 1 (c) und *de facto* auch Art. 13 Ziff. 1 (b). Ob dies bei ihm der Fall ist, entscheidet letztlich jeder Mitgliedstaat für sich selbst.

³⁶ Kapitel 5, Art. 14b Entwurf Benchmark-Verordnung.

³⁷ Kapitel 5 Entwurf Benchmark-Verordnung.

³⁸ Art. 14d Ziff. 1 Entwurf Benchmark-Verordnung.

³⁹ Für kritische Benchmarks siehe Art. 13a ff. Entwurf Benchmark-Verordnung.

⁴⁰ Titel III, Art. 12a Entwurf Benchmark-Verordnung. Dabei handelt es sich um Benchmarks, die lediglich Eingabedaten verwenden, welche bereits einer Regulierung unterworfen sind; vgl. zur umfangreichen Definition Art. 3 Ziff. 30 Entwurf Benchmark-Verordnung.

⁴¹ Titel III, Art. 12b Entwurf Benchmark-Verordnung. Für Referenzzinssätze gilt zusätzlich Anhang I, dafür sind Art. 14b, 14c und 14d nicht anwendbar.

⁴² Titel III Kapitel 4 Entwurf Benchmark-Verordnung.

⁴³ Kapitel 3, Art. 13 Ziff. 1 und Kapitel 4, Art. 14a Ziff. 3 Entwurf Benchmark-Verordnung.

marks genauso interessiert, auch in Zukunft auf diese abstellen zu können. Volkswirtschaftlich macht es ohnehin Sinn, dass der Marktzutritt in die EU für potenziell neue bzw. alternative Benchmarks, die in der Schweiz verwaltet werden, erhalten bleibt.

Damit ein in der Schweiz administrierter Index von beaufsichtigten Nutzern in der EU verwendet werden kann, muss dessen Administrator sowie die Benchmark in das von der ESMA⁴⁴ für Administratoren und Benchmarks geführte Register aufgenommen werden.⁴⁵ Dazu bestehen grundsätzlich drei Möglichkeiten, die nachfolgend beschrieben werden.

a) Registrierung aufgrund Gleichwertigkeit der Systeme

Für die Registrierung aufgrund einer Gleichwertigkeit der Systeme bedarf es kumulativ a) eines Gleichwertigkeitsbeschlusses der Europäischen Kommission, b) einer bestehenden Zulassung und Aufsicht im Drittland, c) der Zustimmung des Administrators an die ESMA, dass die administrierte Benchmark verwendet werden darf, sowie d) wirksamer Kooperationsvereinbarungen.⁴⁶

Der Beschluss der Kommission setzt voraus, dass verbindliche, regulatorische Anforderungen im Drittland bestehen, welche der EU-Regulierung entsprechen. Dabei können insb. die Einhaltung der IOSCO-Prinzipien für Financial Benchmarks vom 17. Juli 2013 berücksichtigt werden. Ferner bedarf es einer wirksamen dauernden Aufsicht und Durchsetzung. Die Kommission kann einen Gleichwertigkeitsbeschluss für ein ganzes Drittland treffen, oder aber auch nur partiell zugunsten spezifischer Administratoren oder Benchmarks.⁴⁷

Die Kooperationsvereinbarungen werden von der ESMA mit der jeweiligen Drittland-Aufsichtsbehörde aufgesetzt und beinhalten mindestens Regeln a) zum Informationsaustausch hinsichtlich Informationen zu den im Drittland zugelassenen Administratoren, b) zur Benachrichtigung der ESMA im Fall, dass ein im Drittland ansässiger Administrator gegen dortiges nationales Recht verstösst und c) zur Amtshilfe, inklusive unangekündigter Inspektionen vor Ort.

Die ESMA hat sodann auch die Sanktionsmöglichkeit, bestehende Registrationen von Administratoren aus Drittländern nach Abmahnung der Aufsichtsbehörde des Drittstaates wieder zu löschen.⁴⁸

b) Anerkennung eines Administrators in einem Drittland

Alternativ zur Registrierung aufgrund einer Gleichwertigkeit der Systeme – eigentlich als temporäre, aber zeitlich unbeschränkte Lösung ausgestaltet – kann eine Anerkennung des Administrators durch eine zuständige Aufsichtsbehörde eines Mitgliedstaates erfolgen.

Eine nationale Aufsichtsbehörde kann eine Anerkennung aussprechen, wenn der Administrator die EU-Verordnung mit Ausnahme gewisser Bestimmungen⁴⁹ einhält. Dabei kann sie sich an den IOSCO-Prinzipien orientieren und sich bei ihrer Einschätzung auf einen unabhängigen externen Auditor oder – falls vorhanden – die Bestätigung der Aufsichtsbehörde des Drittlandes verlassen.⁵⁰

Ein solch anzuerkennender Administrator muss aber über einen Rechtsvertreter im EU-Mitgliedland, wo die Anerkennung ausgesprochen werden soll, verfügen. Dieser soll als Ansprechperson dienen und auch Rechenschaft ablegen.⁵¹ Die Anerkennung ist jeweils im EU-Mitgliedland gemäss nachfolgender Reihenfolge zu beantragen, a) wo ein Administrator die meisten beaufsichtigten Unternehmungen (sprich Niederlassungen, welche beaufsichtigt sind) hat; b) wo die Finanzinstrumente, welche sich an seiner Benchmark orientieren, erstmals zum Handel zugelassen wurden;⁵² c) wo die meisten beaufsichtigten Unternehmen sitzen, die seine Benchmark nutzen.

⁴⁸ Art. 21 Entwurf Benchmark-Verordnung.

⁴⁹ Hierbei handelt es sich um Art. 7 (4) [Pflicht die Benchmark einzustellen, falls sie nicht repräsentativ ist], Art. 11 [Unternehmensführungs- und Kontrollanforderungen an beaufsichtigte Unternehmen] sowie Art. 13–14 [Zusatzanforderungen an kritische Benchmarks] Entwurf Benchmark-Verordnung.

⁵⁰ Art. 21a Ziff. 1 und 2 Entwurf Benchmark-Verordnung.

⁵¹ Art. 21a Ziff. 3 Entwurf Benchmark-Verordnung.

⁵² Art. 21a Ziff. 4 Entwurf Benchmark-Verordnung. Falls ein Handel erstmals in mehreren EU-Ländern gleichzeitig stattfand, kommt es auf die höheren Volumina im Antragszeitpunkt an.

⁴⁴ European Securities and Markets Authority.

⁴⁵ Siehe Art. 25a Entwurf Benchmark-Verordnung.

⁴⁶ Art. 20 Ziff. 1 Entwurf Benchmark-Verordnung.

⁴⁷ Siehe Art. 20 Ziff. 2 und 2a Entwurf Benchmark-Verordnung.

Letztlich ersetzt die Anerkennung durch die Aufsichtsbehörde eines Mitgliedlandes die fehlende (bzw. nicht ausreichende) Aufsicht über einen Administrator im Drittland. Voraussetzung für jede Anerkennung ist daher auch, dass die verantwortliche Aufsichtsbehörde im Mitgliedland in ihrer letztlich extraterritorialen Aufsicht über den Administrator im Drittland durch dortige Gesetze und Regularien nicht beeinträchtigt wird.⁵³

Eine bestehende Anerkennung kann jederzeit suspendiert oder entzogen werden.⁵⁴

Es gilt ferner zu bedenken, dass selbst ein anerkannter Administrator, der relevante Funktionen für die Bereitstellung einer Benchmark an einen Dritten ausgliedert, für diese Funktionen verantwortlich bleibt und gewährleisten muss, dass der Dritte die Benchmark-Verordnung einhält.⁵⁵ Dies beinhaltet sogar die Gewährleistung, dass beim Dritten (Outsourcing-Partner) unangekündigte Inspektionen vor Ort durch die zuständige Aufsichtsbehörde stattfinden können,⁵⁶ was sich in der Schweiz im Falle der Zuständigkeit einer ausländischen Behörde nicht ohne Bewilligung realisieren liesse.⁵⁷

c) Übernahme

Ferner besteht die Möglichkeit, dass ein in der EU beaufsichtigter Administrator oder auch ein beaufsichtigtes Unternehmen eine Benchmark, die in einem Drittland bereitgestellt wird, übernimmt. Der Übernehmer muss seiner Aufsichtsbehörde indes nachweisen können, dass die EU-Verordnung eingehalten ist, er über die notwendigen Fachkenntnisse verfügt, um die im Drittland bereit gestellte Benchmark wirksam zu überwachen und die damit verbundenen Risiken zu steuern, und es einen sachlichen Grund für die Übernahme gibt.⁵⁸

Die Übernahmemöglichkeit darf insb. nicht zur Umgehung der EU-Regulierung verwendet werden.⁵⁹

V. Auswirkungen für die Schweiz

Angesichts der europäischen Benchmark-Verordnung stellt sich die Frage, ob es einer regulatorischen Antwort in der Schweiz bedarf. Die europäische Möglichkeit der Anerkennung von in der Schweiz administrierten Benchmarks gewährleistet indes, dass der Marktzutritt in die EU nicht verschlossen wird. Dieser Gang ist von Schweizer Administratoren nun primär zu beschreiten.

Es wird sich sodann zeigen, ob sich mittel- bis längerfristig diese indirekte Lösung – bei welcher die Schweiz an ihrer Selbstregulierung festhalten kann – fahren lässt. Nicht zu vergessen ist jedenfalls, dass wesentliche Konkurrenten europäischer Administratoren (insb. in den USA) bislang keiner Regulierung unterworfen sind. Ordnungspolitisch sowie auch aus Gründen der Rechtssicherheit kann in Zukunft angezeigt sein, zugunsten eines generellen EU-Marktzutritts einen Gleichwertigkeitsbeschluss der Europäischen Kommission zu erreichen.

Der europäische Anleger- und Verbraucherschutz ist aber janusköpfig. Dies gilt für die Benchmark-Erklärung⁶⁰ genauso wie für die geschaffene Möglichkeit, Kontributoren zur Eingabe von Daten (für kritische Benchmarks) verpflichten zu können. Vordergründig wirkt er als willkommenes zusätzliches Stabilitätsversprechen, hintergründig aber auch als nicht zu unterschätzender Kostentreiber. Dies sollte aus Schweizer Perspektive bei einer etwaigen Regulierung stets im Hinterkopf behalten werden.

⁵³ Art. 21a Ziff. 5 (ii) Entwurf Benchmark-Verordnung.

⁵⁴ Art. 21a Ziff. 8 Entwurf Benchmark-Verordnung.

⁵⁵ Siehe Art. 6 Entwurf Benchmark-Verordnung.

⁵⁶ Siehe Art. 6 Ziff. 3a (f) Entwurf Benchmark-Verordnung.

⁵⁷ Siehe Art. 271 StGB (Verbotene Handlungen für einen fremden Staat).

⁵⁸ Art. 21b Ziff. 1 Entwurf Benchmark-Verordnung.

⁵⁹ Art. 21b Ziff. 4 Entwurf Benchmark-Verordnung.

⁶⁰ Diese erinnert als Instrument zur Komplexitätsreduktion und Verständlichkeit für Verbraucher stark an das Basisinformationsblatt für Finanzinstrumente, siehe dazu Art. 60 ff. E-FIDLEG. Letzteres wurde aufgrund europäischer Entwicklung (durch die Verordnung [EU] Nr. 1286/2014 für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte, PRIIP-Verordnung, ABl. L 352 vom 9. Dezember 2014. Die Verordnung tritt am 31. Dezember 2016 in Kraft) in den Schweizer Gesetzesentwurf aufgenommen und geht letztlich auch auf internationale Bemühungen zurück (siehe Joint Forum, Point of sale disclosure in the insurance, banking and securities sector, April 2014).