

## Regulierungslücke Benchmarks und Indizes

...oder wenn ein gefälschter Zinssatz nur eine Champagnerflasche kostet

**Indizes und Benchmarks spielen eine immer größere Rolle auf den Finanzmärkten: Zahlreiche indexbasierte Wertpapiere kommen auf den Markt. Viele Geschäfte und auch „Häuselbauerkredite“ werden auf Basis von LIBOR, EURIBOR oder anderen Indizes berechnet. Dass diese Benchmarks derzeit manipuliert werden können, hat der LIBOR-Skandal gezeigt.**

**Deshalb fordert die EU-Gruppe des BSA die Regulierung von Benchmarks und Indizes. Die Zusammensetzung von Indizes muss transparent und nachvollziehbar sein. Benchmarks sollen nicht mehr auf Meinungen und Einschätzungen einiger weniger Banken, sondern auf tatsächlichen Transaktionen („Marktdaten“) basieren, um Missbrauch zu verhindern.**

*„Dude, I owe you big time! Come over one day after work and I am opening a bottle of Bollinger“<sup>1</sup>*

Eine Flasche Champagner der Firma Bollinger war es einem Broker wert, dass ein Mitarbeiter der Bank Barclays am 26.10.2006 den Drei-Monats-LIBOR um einen halben Basispunkt niedriger meldete als einen Tag davor.

Diese Nachricht aus einem Behördenuntersuchungsbericht erschütterte die Finanzwelt. Denn es wurde nicht irgendein unbedeutender Zinssatz manipuliert, sondern der LIBOR, der bedeutendste Zinssatz der Welt, und damit die Basis der Finanzwirtschaft. Derzeit gibt es weltweit Verträge mit mehr als 300 Billionen USD, die an den LIBOR gebunden sind (inkl. Kredite für Studierende, Hypotheken und Zinsswaps)<sup>2</sup>. Regulierung und Aufsicht von Benchmarks und Indizes ist daher dringend geboten. Entsprechende Initiativen auf europäischer Ebene müssen vorangetrieben werden und dürfen nicht durch Lobbying der Finanzindustrie verwässert werden.

Der allgemeinen Öffentlichkeit war bekannt, dass Zinsen-Benchmarks, wie der LIBOR; als Grundlage zur Berechnung und Preisstellung von Krediten an BankkundInnen verwendet wurden.

Weniger bekannt ist, dass in den letzten Jahren Benchmarks und Indizes<sup>3</sup> zu einem wichtigen Bestandteil vieler Finanzprodukte und der Bankenwelt geworden sind. Noch weniger bekannt ist, dass bereits unzählige Index-basierte Investmentfonds, Versicherungen (sogenannte „index-linked insurances“) und Wertpapiere normalen RetailkundInnen verkauft werden. Oft unterliegen Index-basierte Produkte weniger strengen Aufsichtsnormen, da Indizes zu Unrecht als „objektiver“ eingeschätzt werden, als Produkte, die ausschließlich vom/von der AnbieterIn gestaltet werden.

Umso größer war die Überraschung für die breite Öffentlichkeit, dass Basisbenchmarks wie der LIBOR auf reinen Vermutungen und Schätzungen der beteiligten Banken basierten und ohne genaue Überprüfung der Korrektheit bzw.

<sup>1</sup><http://www.guardian.co.uk/business/2012/jun/27/barclays-libor-trader-talk>

<sup>2</sup><http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken/libor-reformplaene-300-billionen-dollar-suchen-einen-neuen-massstab/7193320.html>

<sup>3</sup> die Bezeichnung Index ist allgemeiner und beinhaltet den Begriff des Benchmarks



Wahrheit der übermittelten Daten der beteiligten Kreditinstitute berechnet wurden. Mit anderen Worten, alle LIBOR-Kredite basierten auf manipulierten Daten.

Angesichts dieser Dimension beeilten sich alle Beteiligten (und offensichtlich davon beeindruckte Medien und von Banken abhängige RechtsanwältInnen und BeraterInnen) darauf hinzuweisen, dass Schadenersatzforderungen bei den betroffenen Banken einzufordern sinnlos sei, da kein direkter Schaden nachweisbar ist.

Diese Sichtweise kann und sollte bezweifelt werden, insbesondere angesichts der immensen Strafzahlungen der beteiligten Banken (siehe Barclays, RBS oder UBS<sup>4</sup>).

Doch nicht nur der LIBOR-Skandal zeigt die Notwendigkeit von Regulierung und Aufsicht in diesem Bereich (es gibt ebenfalls Hinweise, dass der EURIBOR und der TIBOR<sup>5</sup> manipuliert wurden), sondern auch der allgemeine Trend der Finanzindustrie zu Index-basierten Produkten an Stelle von Direktinvestitionen in Aktien, Anleihen und anderen Basiswerten.

### Warum wurde der Libor manipuliert und wieso weichen AnlegerInnen in Indizes aus?

Immer mehr InvestorInnen gehen davon ab, teure und oft nicht sehr erfolgreiche Asset-ManagerInnen mit der Betreuung ihrer Investments zu beauftragen, sondern verwenden Investmentstrategien, die einfach die jeweilige Marktentwicklung nachbilden (z.B. anstatt die Einzelwerte, sprich Aktien, des deutschen Aktienindex DAX zu kaufen, wird der Index als Gesamtheit gekauft).<sup>6</sup> Dies setzt jedoch voraus, dass Indizes auch genau die Marktentwicklung der jeweiligen Märkte abbilden, d.h. repräsentativ sind.

Indizes ermöglichen somit ein Investment in einen Markt, ohne die jeweiligen Einzeltitel dieses Marktes kaufen zu müssen. Dies spart u.a. Transaktionskosten. Im Falle von Zinsen vermeidet ein allgemein verwendeter und anerkannter Index die Suchkosten zur Bestimmung eines Markt-adäquaten Zinssatzes.

Nachdem nunmehr der LIBOR einer der am öftesten verwendeten Zinsenbenchmarks ist und die dabei gehandelten Summen immense Höhe erreichen, war die Manipulation für einige MarktteilnehmerInnen sehr lukrativ.

Der **LIBOR** („London Interbank Offered Rate“) ist der durchschnittliche Interbankenzinssatz, zu dem eine ausgewählte Gruppe von Banken auf dem Londoner Geldmarkt bereit ist, einander Kredite zu gewähren. Den LIBOR gibt es in 15 Laufzeiten (Overnight bis 12 Monate) und in 10 verschiedenen Währungen. Die offiziellen LIBOR-Zinssätze werden an jedem Arbeitstag gegen 11.45 Uhr (London Time) von der British Bankers' Association (BBA) veröffentlicht.

Der LIBOR wird sowohl von professionellen Parteien als auch von Privatpersonen genau beobachtet, da der LIBOR-Zinssatz von Banken und anderen Finanzinstituten als Basiszins (Benchmark) betrachtet wird. Senkungen und Anhebungen der LIBOR-Zinssätze können sich auf die Zinshöhen von allerlei Bankprodukten, wie zum Beispiel Sparkonten, Hypotheken und Krediten auswirken.

Quelle: <http://de.global-rates.com/zinssatze/libor/libor.aspx>

<sup>4</sup> Barclays 464 Millionen USD, RBS 500 Millionen Pfund, UBS 1,5 Milliarden USD, Bloomberg Markets March 2013.

<sup>5</sup> Tokyo Interbank Offered Rate, [www.zenginkyo.or.jp/en/](http://www.zenginkyo.or.jp/en/)

<sup>6</sup> Grundlagen sind das CAPM („Capital Asset Pricing Model“) und Risikomaße wie das Jensen-Alpha, siehe hierzu u.a. Spreemann K. „Portfoliomanagement“, 2008 oder Poddig/Brinkmann/Seiler „Portfoliomanagement – Konzepte und Strategien“, 2009



### Allgemeine Grundsätze zu Indizes bzw. Benchmarks<sup>7</sup>

Ein Index ist ein statistisches Maß, typischerweise von einem Preis, berechnet aus einer repräsentativen Menge der zugrundeliegenden Daten. Ein Index kann in der Folge als Referenzpreis oder Benchmark für ein Finanzprodukt oder andere Verträge herangezogen werden. Es gibt eine weite Vielfalt von Preisen oder Einheiten, die als zugrundeliegende Daten für die Berechnung eines Index herangezogen werden können:

- ❖ Zinsen im Interbankenbereich wie LIBOR, EURIBOR, TIBOR, EONIA oder EUREPO
- ❖ Aktien wie FTSE 100, Dow Jones Industrial Average, Anleihen wie der NASDAQ OMX Fixed Income oder VIX, der die impliziten Volatilitäten der S&P 500 Index Optionen abbildet
- ❖ Warenindizes („commodity indices“) wie den CRB Index, der 19 verschiedene Waren aus verschiedenen Sektoren abbildet
- ❖ Preisindizes wie der CPI (Consumer Price Index), PPI (Producer Price Index) oder der BIP-Deflator
- ❖ Real Estate Preis-Indizes wie der S&P Case-Shiller Home Price Index

Zur Berechnung dieser Indizes werden unterschiedliche Methodologien verwendet. Diese Methodologien spezifizieren, wer die Daten zur Verfügung stellt, wie diese gesammelt werden und wie der Index berechnet wird.

Die einem Index zugrunde liegenden Daten können aktuelle Markt- bzw. Transaktionspreise, historischen Daten, geschätzte Daten oder aber auch Quotes von Market Makern sein. Im Falle von aktuellen Marktpreisen können diese Daten als objektiv und überprüfbar betrachtet werden, z.B. wird der EONIA-Index („European OverNight Index Average“) aus aktuellen Marktpreisen für alle „overnight unsecured lending transactions“ im Interbankenbereich berechnet.

Weil oft keine aktuellen Daten vorhanden sind, können nicht alle Indizes aus aktuellen Marktpreisen berechnet werden. Der LIBOR wird z.B. auf der reinen subjektiven Schätzung der beteiligten Banken berechnet. Der LIBOR wird auf der Basis berechnet, was eine teilnehmende Panelbank „glaubt“, an Zinsen zu bekommen bzw. zahlen zu müssen („[...] believes on prime bank is quoting to another prime bank for interbank term deposits within the euro zone[...]“<sup>8</sup>). Dadurch werden solche Indizes leicht willkürlich beeinflussbar und somit kriminell manipulierbar.

Eine zusätzliche Gefahrenquelle bei Indizes ist ihre Kalkulationsmethode: Ein Index wird typischerweise als arithmetischer Durchschnitt der zugrundeliegenden Daten berechnet. Allerdings gibt es neben dieser einfachen Art der Berechnung deutlich kompliziertere Verfahren, oft auf einer komplexen Formel basierend, und Verfahren, die manuelle Eingriffe und diskretionäre Entscheidungen erlauben. AnlegerInnen ist nicht bewusst, dass sich die Zusammensetzung und Gewichtung mancher Indizes sehr rasch (im Extremfall sekundlich) ändert. In solchen Fällen ist ein „passiver“ Index nicht von einer „aktiven“ Anlagestrategie zu unterscheiden.

<sup>7</sup> Siehe wortgleich die Konsultation der europäischen Kommission zur Regulierung von Indizes vom 5.9.2012 ([http://ec.europa.eu/internal\\_market](http://ec.europa.eu/internal_market))

<sup>8</sup> [http://www.euribor-ebf.eu/assets/files/Euribor\\_tech\\_features.pdf](http://www.euribor-ebf.eu/assets/files/Euribor_tech_features.pdf)

### Bisher erfolgte Maßnahmen im regulatorischen Bereich

Die Europäische Kommission verabschiedete Vorschläge zur Änderung der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) und der Marktmissbrauchsrichtlinie (MAD). Ziel hierbei ist, dass die Manipulation von Indizes bzw. Benchmarks als illegal bezeichnet („clearly and unequivocally illegal“) und mit empfindlichen Sanktionen zu ahnden ist.<sup>9</sup>

Zusätzlich fand eine Konsultation der Europäischen Kommission hinsichtlich der „Regulation of Indices“<sup>10</sup> im Herbst/Winter 2012 statt, in dem Maßnahmen zur Behebung von Marktfehlern bei Indizes und Benchmarks vorgeschlagen werden.

Aus Sicht der EU-Gruppe des BSA ist diese Vorgehensweise zu unterstützen. Jedoch ist hierbei starker Widerstand der Finanzindustrie zu erwarten. Diese zu befürchtende starke (einseitige) Intervention der Industrie veranlasste u.a. Institute wie die renommierte EDHEC Business School, die RegulatorInnen und GesetzgeberInnen aufzufordern, nicht von einer effektiven Aufsicht und Regulierung von Indizes abzuweichen (insbesondere, die totale Transparenz von Indizes nicht durch unkontrollierbare und undurchsichtige „Governance“-Strukturen“ aufzuweichen bzw. nicht von dieser Transparenz abzuweichen)<sup>11</sup>

### Forderungen der EU-Gruppe des BSA

- Kein Aufweichen von geplanten hohen und notwendigen Transparenzanforderungen bei Indizes und Benchmarks durch undurchsichtige Governancestrukturen.
- Retailprodukte<sup>12</sup> dürfen nur an einen vollkommen offengelegten Benchmark bzw. Index gebunden werden, der von unabhängigen, öffentlichen DienstleisterInnen berechnet wird.
- Verbot von Indizes, die nicht auf aktuellen Transaktions- bzw. Marktdaten, sondern lediglich auf „Einschätzungen“ von privaten Panelbanken basieren (insbesondere im Retailvertrieb).
- Verbot von Fälligkeiten (Maturities, Laufzeitenbänder) ohne aktuelle Marktdaten. Hier sind Übergangsfristen notwendig, da es derzeit nicht für alle Laufzeitenbänder von gehandelten Produkten aktuelle Marktdaten gibt. Mittelfristig ist dies jedoch umsetzbar, weil sich neue Produkte dann nur noch an denjenigen Laufzeitbändern orientieren werden, für die es Marktdaten gibt.
- ProduzentInnen von Indizes und deren DienstleisterInnen sind durch eine öffentliche Aufsicht zu kontrollieren.
- Die Zusammensetzung eines Index muss öffentlich, vollständig und kostenlos zur Verfügung stehen.
- Die Kalkulationsmethodik eines Index muss ohne Hindernisse verfügbar sein, vor allem muss der Index durch öffentlich verfügbare Berechnungsmethoden einfach

<sup>9</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/abuse/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_en.htm)

<sup>10</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2012/benchmarks/consultation-document\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2012/benchmarks/consultation-document_en.pdf)

<sup>11</sup> <http://www.indexuniverse.com/sections/features/16214-edhec-risk-insist-on-full-index-transparency.html>

<sup>12</sup> an einfache PrivatkundInnen verkaufte Produkte



## **EU-Gruppe**

von den AnwenderInnen nachbildbar und –vollziehbar sein (vollkommene Transparenz auf allen Ebenen des Index).

- Verhinderung von regulatorischer Arbitrage (keine Umgehung strenger Anlage-richtlinien von Pensionskassen und anderen institutionellen InvestorInnen durch die Verwendung von Indizes und Benchmarks). Beispiel: Unter dem UCITS-Regime ist es verboten, bestimmte Produkte (z.B. Commodities) in einen Fonds aufzunehmen. Durch die Aufnahme eines Index, der auf diesen Produkten basiert, kann derzeit diese Regelung umgangen werden.
- Verhinderung von Interessenskonflikten: IndexproviderInnen und deren DienstleisterInnen dürfen nicht als ProduktanbieterInnen von Indexprodukten auftreten und in keinem gesellschaftsrechtlichen Verhältnis mit ProduktanbieterInnen stehen.

### **Rückfragehinweis:**

BSA EU Gruppe  
MMag.<sup>a</sup> Sonja Schneeweiss  
Europasprecherin

Bund sozialdemokratischer AkademikerInnen,  
Intellektueller und KünstlerInnen (BSA)  
Landesgerichtsstraße 16/3  
1010 Wien  
Mobil: +43 664 143 23 21  
[europa@bsa.at](mailto:europa@bsa.at)  
<http://europa.bsa.at>