

# Referenzzinsreform – das gilt es zu beachten

Der „Libor-Skandal“ als Ausgangspunkt für die Reform der Referenzzinssätze liegt eine Weile zurück, und doch gibt es weiterhin Fragen, die es zu beantworten gilt. Denn: Referenzzinssatz ist nicht gleich Referenzzinssatz. Text: Markus Feil und Christian Axhausen



Ende einer Ära: Der Libor wurde durch neue Zinssätze ersetzt.

— **Ibor-Sätze (Interbank Offering Rates)** wurden lange Zeit als Referenzzinssätze für Finanzprodukte verwendet, gerieten aber insbesondere wegen ihrer mangelnden Verankerung am tatsächlichen Geldmarkt und der daraus folgenden Intransparenz und Anfälligkeit für Manipulationen in Verruf. Daher hat die Benchmark-Verordnung (BMR) ab 2018 den regulatorischen Rahmen verschoben.

Verfolgt wird nunmehr eine auf transaktionsgebundenen Zahlen basierende Ermittlung der Referenzzinssätze. Denn die fehlende Verwurzelung in tatsächlich getätigten Transaktionen wurde als entscheidend für Manipulationen ausgemacht.

Die Benchmark-Verordnung stellte insbesondere an den Libor und den Euribor deutlich erhöhte Anforderungen. Nach Ablauf des 31. Dezember 2021 sollten sie, ohne Änderung der

Berechnungsmethodik, nicht mehr als Referenzzinssätze dienen. Während der Libor gänzlich eingestellt wurde, beschritt man für den Euribor einen anderen Weg und gestaltete ihn BMR-konform durch eine Anpassung der Ermittlungsmethodik.

## Manipulationsfest und belastbar

Zudem wurden anstelle des Libor neue, manipulationsfeste und zugleich belastbare Referenzzinssätze gesucht. In Abkehr von der Methodik der Ibor-Werte sollten sie ein Hauptaugenmerk auf die Verankerung des Referenzzinssatzes in einem realen Geldmarkt legen.

Dafür wurden etwa für US-Dollar der Sofr (Secured Overnight Financing Rate), für britische Pfund der Sonia (Sterling Overnight Index Average), für Schweizer Franken der Saron (Swiss Average Rate Overnight) und im Euroraum der Estr (Euro Short-Term Rate) eingeführt.

Wie die neuen Referenzzinssätze ermittelt werden, zeigt beispielhaft die Berechnung des Estr. Hierbei werden Transaktionsdaten des unbesicherten Geldmarktes, die das Euro-System im Rahmen der Geldmarktstatistik erhebt, zugrunde gelegt. Die Zinssätze dieser Transaktionen werden geordnet, pro Zinssatz das Gesamtvolumen ermittelt und die unteren sowie die oberen 25 Prozent in Bezug auf das Volumen entfernt. Aus den verbleibenden 50 Prozent der volumengewichteten Zinssätze wird dann der Referenzzinssatz berechnet.

All diese Entwicklungen und Änderungen sollten für Unternehmen Anlass genug sein, beim Thema Referenzzinssätze weiterhin auf dem Laufenden zu bleiben – insbesondere bei der Verhandlung von Finanzkontrakten, denn schließlich

geht es hier um nicht weniger als die Finanzierungskosten. So sollte etwa die Notwendigkeit von Fallback-Klauseln, vor allem bei einer Nutzung des Euribor, nicht unterschätzt werden.

## Euribor-Ausfall vorbeugen

Zwar ist der Euribor weiterhin nutzbar, aber unter dem Eindruck der Einstellung des Libor ist es durchaus denkbar, dass auch der Euribor als belastbarer Referenzzins in Zukunft entfallen wird. Geschieht dies während der Vertragslaufzeit, würde eine Vertragslücke zurückbleiben und für das Unternehmen würden gegebenenfalls nachteilige Ersatzregelungen greifen.

Aufgrund dieser Unsicherheit und mit dem Wissen um die Möglichkeit des Entfalls sollten sich Unternehmen trotz der Fortführung des Euribor Gedanken darüber machen, ob beziehungsweise wie sich angemessene Ausfalllösungen integrieren lassen. Zudem sollte überprüft werden, ob in bestehenden Verträgen die folgenden sechs Aspekte berücksichtigt werden.

Erstens sollte beachtet werden, dass der Rückgriff auf einen alternativen Referenzzinssatz aus verschiedenen Gründen sinnvoll sein kann. Anders als bisher sollte nicht nur eine temporäre Nichtverfügbarkeit des Referenzzinssatzes, sondern auch die endgültige Einstellung des Referenzzinssatzes – oder auch andere Auslöser wie der Verlust der Repräsentativität des Euribor – bedacht werden.

Zweitens sollte überlegt werden, welcher alternative Referenzzinssatz als Ersatz vorgesehen wird. Hierbei kommt für den Euroraum vor allem der Estr in Frage. Drittens gilt es klarzustellen, wie der Estr ermittelt wird. Wegen der auf konkreten Transaktionen basierenden Art der Ermittlung ist es an sich nicht möglich, zukunftsgerichtete Zinssätze zu bilden. Denn die für einen solchen Zinssatz erforderliche Prognose ist nicht unmittelbar darstellbar, wenn man erfolgte Transaktionen abbildet. Häufig wird daher momentan der Estr-Satz erst zum Ende der Zinsperiode festgesetzt.

## Zukunftsgerichteter Estr in Planung

Gerade für Unternehmen, die zu Beginn einer Zinsperiode Gewissheit für die Planung von Budget und Cashflow benötigen, gibt es alternativ die Möglichkeit, den Estr-Satz der vorangegangenen Zinsperiode zu nutzen. Zwar bildet dann der Zinssatz nicht den Markt während der aktuellen

Zinsperiode ab, er erfüllt aber den Wunsch nach Planungssicherheit.

Die Alternative eines „echten“ zukunftsgerichteten Estr gibt es noch nicht. Die Pläne für seine Einführung anhand der Daten des Derivatemarktes sind aber fortgeschritten. Denn um den Anforderungen der BMR an einen ausreichend robusten Bezugsmarkt zu genügen, fehlt es dem Derivatemarkt mit Estr-Produkten derzeit noch an der geforderten Robustheit.

**»Es ist durchaus denkbar, dass auch der Euribor als belastbarer Referenzzins entfallen wird.«**

Viertens sollten Unternehmen, die einen „echten“ zukunftsgerichteten Estr als Ausfallersatz für den Euribor anstreben, zwei Punkte beachten. Zum einen sollte die Entwicklung rund um den zukunftsgerichteten Estr genau verfolgt werden, um bei dessen Einführung reevaluieren zu können, ob dieser tatsächlich für das Unternehmen passt.

Zum anderen sollte im Vertrag unbedingt eine sogenannte Wasserfalllösung eingebaut werden, die alternativ den rückblickenden Estr als Referenzzinssatz bestimmt, falls es bei der Auslösung der Fallback-Klausel keinen zukunftsgerichteten Estr gibt.

## Adjustment Spread einkalkulieren

Fünftens muss der sogenannte Adjustment Spread richtig einkalkuliert werden. Denn nicht nur die Art der Ermittlung, sondern auch die der Ermittlung zugrunde gelegten Daten sind für Euribor und Estr unterschiedlich. Die Folge ist, dass beim Estr – anders als beim Euribor – das Kredit- und Liquiditätsrisiko des Geldgebers nicht berücksichtigt sind.

Diese Unterschiede werden durch den Adjustment Spread eingepreist und auf den Estr-Satz aufgeschlagen. Der Adjustment Spread ist jedoch nicht festgeschrieben. Gängige Praxis ist es, zur Berechnung auf den rückblickenden Fünfjahresmedian der Differenz aus Euribor und Estr abzustellen.

Und schließlich sollte ein Unternehmen bei der Nutzung desselben Referenzzinssatzes für verschiedene Finanzprodukte dringend auf einen Gleichlauf der jeweiligen Fallback-Klauseln achten, um hier die Übersichtlichkeit und Konformität zu wahren. «

### Autoren

**Dr. Markus Feil** ist Partner bei **Sidley Austin LLP** in München. [mfeil@sidley.com](mailto:mfeil@sidley.com)



Sidley Austin

**Christian Axhausen** ist Associate bei **Sidley Austin LLP** in München. [caxhausen@sidley.com](mailto:caxhausen@sidley.com)



Sidley Austin