



INTERNATIONALES IMMOBILIENGESCHÄFT

EU-BENCHMARK-VERORDNUNG UND IMMOBILIENFINANZIERUNG: REGULIERUNG, UNSICHERHEIT UND GESTALTUNG

Die EU-Benchmark-Verordnung ist eine Reaktion auf die im Jahr 2011 aufgedeckte Manipulation von Referenzzinssätzen wie der „London Interbank Offered Rate“ (Libor), der Euro Interbank Offered Rate“ (Euribor) und der „Tokyo Interbank Offered Rate“ (Tibor). Mit ihrer Hilfe soll laut BaFin sichergestellt werden, dass in der EU entwickelte und angewandte Benchmarks robust, zuverlässig, repräsentativ und für den angestrebten Einsatzzweck geeignet sind. Ein bislang wenig beleuchteter Aspekt in diesem Zusammenhang betrifft die Implikationen der Verordnung auf die Immobilienfinanzierung. Der Autor widmet sich dieser Thematik im folgenden Beitrag und identifiziert dabei teils erhebliche Risiken und Unsicherheiten rund um die aktuellen Regulierungsmaßnahmen der Referenzzinssätze. Red.

Wirtschaftsabläufe werden maßgeblich von Referenzwerten bestimmt. Die EU-Benchmark-Verordnung¹⁾ definiert dabei den Referenzwert unter anderem als einen Index, auf den Bezug genommen wird, um den für ein Finanzinstrument oder einen Finanzkontrakt zahlbaren Betrag oder den Wert eines Finanzinstruments zu bestimmen. Ein Index ist wiederum eine jede Zahl, die der Öffentlichkeit zugänglich gemacht wird und regelmäßig nach einer Formel oder einer anderen Methodik auf der Grundlage von Basiswerten bestimmt wird.

Libor-Skandal ruft Regulatoren auf den Plan

Die Bereitstellung und Veränderung von Referenzwerten kann die Wirtschaft empfindlich beeinflussen. Werden Referenzwerte manipuliert, kann dies erhebliche Schäden verursachen. Dementsprechend hat sich der europäische Gesetzgeber vor dem Hintergrund des sogenannten Libor-Skandals²⁾ veranlasst gesehen, die Bereitstellung und Verwendung von Referenzwerten zu regulieren.

Kernstück der Regulierung ist die EU-Benchmark-Verordnung. Die Verordnung

zielt ab auf die Sicherstellung größtmöglicher Genauigkeit, Integrität und Transparenz von Referenzwerten sowie die Minimierung von Interessenkonflikten. Dadurch möchte der europäische Gesetzgeber Manipulationen von Referenzwerten verhindern.

Regelungssystematik: ein zweigeteilter Ansatz

Zur Erreichung dieser Ziele verfolgt die EU-Benchmark-Verordnung einen zweigeteilten Ansatz. Zum einen werden dezidierte Regelungen für die Bereitstellung von Referenzwerten aufgestellt. Zum zweiten sind die beaufsichtigten Unternehmen (zum Beispiel Kreditinstitute und Versicherungsunternehmen) im Anwendungsbereich der EU-Benchmark-Verordnung zur Verwendung nur solcher Referenzwerte berechtigt, die den von der EU-Benchmark-Verordnung aufgestellten Vorgaben entsprechen.

Die Aufsicht über die Einhaltung der EU-Benchmark-Verordnung wird von den nationalen Behörden der EU-Mitgliedsstaaten (zuständige Behörden) in Zusammenarbeit mit der European Securities and Markets Authority (ESMA) gewährleistet. Zuständige Behörde in Deutschland ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Administratoren stellen Referenzwerte bereit

Hinsichtlich der Bereitstellung von Referenzwerten enthält die EU Benchmark-Verordnung dezidierte Vorgaben für sogenannte Administratoren. Ein Administrator ist eine natürliche oder juristische Person, die die Kontrolle über die Bereitstellung des Referenzwerts ausübt. Der Administra-

tor verwaltet die für die Bestimmung des Referenzwerts erforderlichen Mechanismen und bestimmt den jeweiligen Referenzwert.

Dazu erhebt, analysiert und verarbeitet er Eingabedaten, das heißt Daten in Bezug auf den Wert eines oder mehrerer Basisvermögenswerte oder Preise, einschließlich geschätzter Preise, Quotierungen, verbindlicher Quotierungen oder anderer Werte. Bei der Erhebung von Eingabedaten bedient sich der Administrator der Unterstützung sogenannter Kontributoren, das heißt natürlicher oder juristischer Personen, die Eingabedaten beitragen. Die Anforderungen an die Eingabedaten sind durch die EU-Benchmark-Verordnung ebenfalls reglementiert.

Administratoren bedürfen für ihre Tätigkeit der Zulassung oder Registrierung durch die zuständige Behörde und werden in einem von der ESMA zentral geführten öffentlichen Register erfasst. Darüber hinaus sind Administratoren zur Veröffentlichung einer sogenannten Referenzwert-Erklärung verpflichtet. In der Referenzwert-Erklärung sind die wesentlichen Informationen zu den von ihnen bestimmten Referenzwerten aufzuführen. Gleichzeitig gibt der Administrator bekannt, welche Maßnahmen er bei Änderung oder Einstellung eines Referenzwertes ergreift.

Verwendung nur der zugelassenen Referenzwerte

Die EU-Benchmark-Verordnung gestattet den beaufsichtigten Unternehmen in der Europäischen Union in ihrem Anwendungsbereich grundsätzlich nur die Verwendung von Referenzwerten, die nach den von der Verordnung vorgegebenen Kriterien bereitgestellt worden sind. Referenzwerte, die von Administratoren bereitgestellt werden und die in Drittstaaten angesiedelt sind, dürfen in der Europäischen Union grundsätzlich nicht verwendet werden.

Die EU-Benchmark-Verordnung sieht jedoch Ausnahmen vor: Die Verwendbarkeit von Drittstaaten-Referenzwerten kann mithilfe eines sogenannten Gleichwertigkeitsbeschlusses der Europäischen Kommission erreicht werden. Entscheidend ist

DER AUTOR

DR. BORIS DERKUM

Rechtsanwalt,
Kapellmann und Partner
Rechtsanwälte mbB,
Düsseldorf



dabei, ob die in dem betroffenen Drittstaat in Bezug auf Administratoren geltenden Regelungen mit den Regelungen nach der EU-Benchmark-Verordnung gleichwertig sind. Neben weiteren Voraussetzungen muss zudem eine wirksame Kooperationsvereinbarung zwischen der ESMA und den zuständigen Aufsichtsbehörden des Drittstaates bestehen.

Solange kein Gleichwertigkeitsbeschluss der Europäischen Kommission vorliegt, kann die Verwendbarkeit eines Drittstaaten-Referenzwertes ferner dadurch erreicht werden, dass der im Drittstaat ansässige Administrator eine Anerkennung durch die zuständige Behörde eines bestimmten Mitgliedstaates (des Referenzmitgliedstaates) erlangt. Das Anerkennungsverfahren kommt nur in Betracht, wenn der im Drittstaat ansässige Administrator über einen im Referenzmitgliedstaat niedergelassenen rechtlichen Vertreter verfügt. Schließlich besteht noch die Möglichkeit, dass ein in der Europäischen Union ansässiger Administrator mit Zustimmung der zuständigen Behörde unter bestimmten Voraussetzungen die Bereitstellung eines Drittstaat-Referenzzinssatzes übernimmt.

Erhebliche Auswirkungen auf die Immobilienfinanzierung

Die EU-Benchmark-Verordnung hat für die Immobilienfinanzierung erhebliche praktische Relevanz. Die Verordnung reguliert einen für die Immobilienfinanzierung entscheidenden Referenzwert: den Referenzzinssatz. Der Referenzzinssatz ist ein Referenzwert, zu dem Banken anderen Banken oder anderen Agenten als Banken auf dem Geldmarkt Kredite gewähren oder bei diesen Kredite aufnehmen können. Referenzzinssätze werden regelmäßig bei der rechtlichen Ausgestaltung der Immobilienfinanzierung verwendet.

Derzeit verbreitete Referenzzinssätze sind etwa die „Euro Interbank Offered Rate“ (Euribor) und die „London Interbank Offered Rate“ (Libor). Wegen ihrer hohen Bedeutung und Systemrelevanz wurden die beiden Referenzzinssätze von der Europäischen Kommission sogar als kritische Referenzwerte eingestuft und unterliegen damit einer besonders strengen Regulierung.³⁾

Variabel verzinsten Kredite und synthetische Festzinsdarlehen

Die Regulierung der Referenzzinssätze hat erhebliche Auswirkungen auf die zur Im-

mobilenfinanzierung eingesetzten Finanzprodukte. So enthalten etwa variabel verzinsliche Immobiliendarlehen häufig sogenannte Zinsgleitklauseln, die den jeweils geschuldeten Sollzinssatz als die Summe aus dem jeweils gültigen Referenzzinssatz und der vereinbarten Marge bestimmen, wodurch sich der Wert des vereinbarten Referenzzinssatzes auf die Höhe der Zinslast des Investors unmittelbar auswirkt.

Ebenfalls verbreitet sind sogenannte synthetische Festzinsdarlehen. Dabei handelt es sich um eine Swap-gestützte Finanzierung, die aus der Kombination eines Zinsswaps mit einem variabel verzinslichen Darlehen besteht. Der Investor (und Kreditnehmer) schuldet bei dieser Ausgestaltung gemäß Darlehensvertrag den in Abhängigkeit von dem Referenzzinssatz berechneten Sollzins. Gleichzeitig erhält der Investor aus dem Swap eine in Abhängigkeit von dem Referenzzinssatz berechnete Zinsgutschrift, die im Idealfall mit dem Sollzins aus dem Darlehen deckungsgleich ist. Da die beiden variablen Zinskomponenten aus Darlehen und Swap sich damit gegenseitig aufheben, entspricht die effektive Zinsbelastung des Investors seiner festen Zinszahlungspflicht aus dem Swap.

Änderungen des Referenzzinssatzes sind auch beim synthetischen Festzinsdarlehen nicht zu unterschätzen. Dies gilt insbesondere für den Fall, dass das Darlehen und der Swap einmal keine wirtschaftliche Einheit mehr bilden sollten. Rechtlich betrachtet handelt es sich bei dem Swap und dem Darlehen um zwei selbstständige Rechtsgeschäfte. Dadurch kann der Fall eintreten, dass eines der beiden Rechtsgeschäfte beendet wird, während das andere Rechtsgeschäft unverändert bestehen bleibt. Da die variablen Zinskomponenten sich dann nicht mehr neutralisieren, beeinflusst der Wert des vereinbarten Referenzzinssatzes auch hier unmittelbar die Zinslast des Investors.

Aktuelle Unsicherheiten

Gerade im Bereich der Referenzzinssätze bestehen derzeit beachtliche Unsicherheiten. Dies liegt unter anderem daran, dass die bisher verbreiteten Referenzzinssätze den strengen Anforderungen der EU-Benchmark-Verordnung nicht genügen dürften, gegenwärtig reformiert werden und voraussichtlich in der bislang bekannten Form nicht langfristig fortgeführt werden können.

Nach Mitteilung der ICE Benchmark Administration (IBA), dem Administrator des Li-

bor, gibt es unverändert keine Garantie, dass der Libor nach Ablauf des Jahres 2021 weiter bereitgestellt wird.⁴⁾ Damit gewinnt der von der Bank of England bereitgestellte „Sterling Overnight Index Average“ (Sonia) zunehmend an Bedeutung und wird bereits als eine mögliche Alternative zum Libor gesehen.⁵⁾

Ungewisse Zukunft des Euribor

Die Fortführung des Euribor ist ebenfalls mit Unsicherheiten verbunden. Das European Money Markets Institute (EMMI), der Administrator des Euribor, arbeitet gegenwärtig an einer Reform des Euribor. Dabei beabsichtigt das EMMI, zur Einhaltung der von der EU-Benchmark-Verordnung vorgegebenen Anforderungen eine neue, hybride Berechnungsmethode bis Ende des Jahres 2019 zu implementieren.⁶⁾

Auch die Zukunft des verbreiteten, von der EU-Kommission als kritisch eingestuften Referenzzinssatzes „Euro Over Night Index Average“ (Eonia)⁷⁾ ist nach derzeitigem Stand nicht sichergestellt. Der Eonia wird gegebenenfalls am 3. Januar 2022 letztmals veröffentlicht und durch den derzeit von der Europäischen Zentralbank entwickelten neuen Referenzzinssatz, die Euro Short-Term Rate (€STR), ersetzt werden.⁸⁾ Der €STR wird voraussichtlich erstmals ab Oktober 2019 veröffentlicht werden.

Ein ernst zu nehmendes Risiko

Die Unsicherheiten führen zu einem bei Immobilienfinanzierungen virulenten Problem: Angesichts der typischerweise langen Laufzeit der Finanzierung besteht ein ernst zu nehmendes Risiko, dass der vereinbarte Referenzzinssatz nicht oder zumindest nicht ohne wesentliche Änderungen während der gesamten Laufzeit der Finanzierung bereitgestellt wird und das vom Investor gewählte Finanzprodukt womöglich „nicht wie gedacht funktioniert“.

Das Problem, dass ein verwendeter Referenzzinssatz sich wesentlich ändert oder nicht mehr bereitgestellt wird, ist dem Gesetzgeber bewusst. Dementsprechend müssen etwa die beaufsichtigten Unternehmen nach der EU-Benchmark-Verordnung vor allem im Verbrauchergeschäft für diesen Fall robuste schriftliche Maßnahmenpläne aufstellen und pflegen. Das deutsche Recht sieht für Verbraucherdarlehensverträge seit dem 1. Juli 2018 eine besondere Hinweispflicht des Darlehensgebers vor. Gemäß Artikel 247 § 4 Absatz 3 EGBGB teilt der Darlehensgeber dem Dar-



lehensnehmer die Bezeichnung des Referenzzinssatzes, den Namen des Administrators sowie die möglichen Auswirkungen auf den Darlehensnehmer mit.

Brexit-Implikationen sind noch unklar

Da die Auswirkungen derzeit noch nicht verbindlich abgeschätzt werden können, sind die beschriebenen Mechanismen indes nur bedingt geeignet, die bestehenden Unsicherheiten zu beseitigen. Dies gilt umso mehr, als durch den angekündigten EU-Austritt des Vereinigten Königreichs je nach konkreter Ausgestaltung des Austritts noch weitere Implikationen entstehen können. Bei einem EU-Austritt würde das Vereinigte Königreich grundsätzlich zu einem Drittstaat mit der Folge, dass die von den dort ansässigen Administratoren bereitgestellten Referenzzinssätze (insbesondere des Libor) je nach Ausgestaltung des Austritts grundsätzlich keine Verwendung in der Europäischen Union finden dürften.

Um den Wirtschaftsteilnehmern Gelegenheit zu geben, sich auf die veränderten Anforderungen an die Referenzzinssätze einzustellen, sieht die EU-Benchmark-Verordnung Übergangsregelungen vor. Solange noch keine Anpassung der Übergangsregelung erfolgt ist, ist Stichtag der 1. Januar 2020.

Referenzzinssätze, die den Anforderungen der EU-Benchmark-Verordnung nicht genügen, dürfen nach dem 1. Januar 2020 nicht mehr verwendet werden. Drittstaat-

Referenzzinssätze dürfen vorbehaltlich der regelten Ausnahmen (Gleichwertigkeitsentscheidung, Anerkennung, Übernahme) grundsätzlich nur insoweit verwendet werden, als sie spätestens am 1. Januar 2020 im jeweiligen Finanzkontrakt in Bezug genommen worden sind.

Derzeit wird eine Verlängerung der Übergangsfristen bis zum 31. Dezember 2021 erwartet. Die Verlängerung würde die rechtzeitige Klärung der aktuellen Unsicherheiten rund um die Abschaffung, Reform und Neuschaffung wichtiger Referenzzinssätze begünstigen.

Zusätzliche Absicherung durch vorausschauende Vertragsgestaltung

In jedem Fall sind die Parteien einer längerfristigen Immobilienfinanzierung gut beraten, den Unsicherheiten rund um die Regulierung der Referenzzinssätze zusätzlich durch eine vorausschauende Vertragsgestaltung zu begegnen. Bereits bestehende Finanzierungsverträge sollten dabei grundsätzlich zumindest klarstellend überarbeitet werden. Bei Neuabschlüssen ist in jedem Fall auf eine die Besonderheiten der EU-Benchmark-Verordnung berücksichtigende Vertragsgestaltung zu achten.

Rechtlich betrachtet kann die wesentliche Änderung oder Abschaffung des vereinbarten Referenzzinssatzes eine sogenannte Störung der Geschäftsgrundlage begründen, mit der Folge, dass die betroffenen Verträge grundsätzlich an die neue Situation angepasst werden müssen. Zur Redu-

zierung der damit verbundenen Rechtsunsicherheiten sollte vertraglich festgelegt werden, unter welchen Umständen und in welcher Form die Anpassung erfolgen soll. Dazu kommen verschiedene Ausgestaltungen in Betracht.

Mehrere potenzielle Ansatzpunkte

Ein möglicher Ansatzpunkt ist die Vereinbarung eines alternativen Referenzzinssatzes oder einer umfassenden Zinsanpassung für den Fall, dass der an sich gewählte Referenzzinssatz sich wesentlich verändert oder nicht mehr bereitgestellt wird. Denkbar ist ferner die Vereinbarung eines einseitigen Zinsanpassungsrechts. Ein einseitiges Zinsanpassungsrecht kann indes die Vertragsparität bedenklich beeinträchtigen, was wiederum die Frage nach der Wirksamkeit solcher Vertragsbestimmungen aufwirft.

Darüber hinaus ist die Vereinbarung von Verhandlungsklauseln zu erwägen. Diese sollten darauf abzielen, das von den Parteien ursprünglich gewollte wirtschaftliche Ergebnis nach einer wesentlichen Änderung oder Abschaffung des vereinbarten Referenzzinssatzes erforderlichenfalls durch einvernehmliche Vertragsänderungen unter Wahrung der Vertragsparität zu erreichen.

Fußnoten

- 1) Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2016 über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden, und zur Änderung der Richtlinien 2008/48/EG und 2014/17/EU sowie der Verordnung (EU) Nr. 596/2014.
- 2) Beim Libor-Skandal sollen systematisch falsche Daten gemeldet worden sein, was den Wert des Libor verfälschte.
- 3) Vgl. Durchführungsverordnung (EU) 2019/482 der Kommission vom 22. März 2019 zur Änderung der Durchführungsverordnung (EU) 2016/1368 zur Erstellung einer Liste der an den Finanzmärkten verwendeten kritischen Referenzwerte gemäß der Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates.
- 4) Stellungnahme der IBA zu der durchgeführten Umfrage betreffend die Verwendung des Libor, abrufbar unter: www.theice.com (zuletzt abgerufen am: 14. April 2019).
- 5) Vgl. Diskussionspapier der Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates vom März 2019: „Conventions for referencing Sonia in new contracts“, abrufbar unter: www.bankofengland.co.uk (zuletzt abgerufen am: 14.04.2019).
- 6) Vgl. Pressemitteilung des EMMI vom 12. Februar 2019, abrufbar unter: www.emmi-benchmarks.eu (zuletzt abgerufen am: 14.04.2019).
- 7) Vgl. Durchführungsverordnung (EU) 2019/482 der Kommission vom 22. März 2019 zur Änderung der Durchführungsverordnung (EU) 2016/1368 zur Erstellung einer Liste der an den Finanzmärkten verwendeten kritischen Referenzwerte gemäß der Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates.
- 8) Pressemitteilung des EMMI vom 20. März 2019, abrufbar unter: www.emmi-benchmarks.eu (zuletzt abgerufen am: 14.04.2019).