



Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht

Verwaltungspraxis betreffend Erläuterung gewisser Definitionen durch Richtlinie 2007/16/EG und CESR/07-044 (Eligible Assets)

[...]

CESR hat im Januar 2006 Empfehlungen an die EU-Kommission übermittelt, um zu klären, welche Vermögenswerte für richtlinienkonforme Fonds nach der OGAW-Richtlinie erworben werden dürfen. Auf Grundlage dieser Empfehlungen hat die EU-Kommission die Richtlinie 2007/16/EG zur Durchführung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) verabschiedet. Die BaFin berücksichtigt bereits die Empfehlungen von CESR in ihrer Verwaltungspraxis, soweit gesetzliche Vorgaben nicht entgegenstehen. Dies gilt nunmehr entsprechend für die genannte Durchführungsrichtlinie und die "CESR guidelines concerning eligible assets for investments by UCITS" (Ref: CESR/07-044). Im Hinblick auf die gesetzliche Umsetzung der Durchführungsrichtlinie verweise ich auf das noch andauernde Gesetzgebungsverfahren zur Änderung des Investmentgesetzes und den heute beschlossenen Kabinettsentwurf.

In diesem Zusammenhang weise ich abschließend darauf hin, dass der in den §§ 27 und 28 DerivateV genannte Begriff "strukturiertes Produkt" als "strukturiertes Produkt mit derivativer Komponente" zu verstehen ist....

[...]

Geschäftszeichen

Frankfurt, den **26.04.2007**



1. Inwiefern findet die Richtlinie 2007/16/EC bereits vor Inkrafttreten des neuen Investmentgesetzes Anwendung auf die nach dem InvG aufgelegten Sondervermögen?

CESR hat im Januar 2006 Empfehlungen an die EU-Kommission übermittelt, um zu klären, welche Vermögenswerte für richtlinienkonforme Fonds nach der OGAW-Richtlinie erworben werden dürfen. Auf Grundlage dieser Empfehlungen hat die EU-Kommission die **Richtlinie 2007/16/EG zur Durchführung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend** bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) verabschiedet („Richtlinie 2007/16/EG“).

Die BaFin berücksichtigt bereits die Empfehlungen von CESR in ihrer Verwaltungspraxis, soweit gesetzliche Vorgaben nicht entgegenstehen. Dies gilt entsprechend für die genannte Durchführungsrichtlinie und die "CESR guidelines concerning eligible assets for investments by UCITS" (Ref: CESR/07-044). Die gesetzliche Umsetzung der Durchführungsrichtlinie erfolgt im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens zur Änderung des Investmentgesetzes.

2. Was gilt, wenn die Erwerbsmöglichkeit eines Produkts nicht eindeutig ist?

Bei komplexen Produkten und Strukturen steht die BaFin den Kapitalanlagegesellschaften jederzeit kurzfristig für Erörterungen und zur Diskussion zur Verfügung. Mit dem Ziel einer EU-weit einheitlichen Auslegung der OGAW-Richtlinie wird die Verwaltungspraxis anderer EU-Länder von der BaFin berücksichtigt (CESR).

3. Welche Konsequenzen hat die geänderte Aufsichtspraxis für die Anwendung der Derivateverordnung („DerivateV“)?

Nach Ansicht der BaFin ist es kurzfristig nicht notwendig, die DerivateV zu ändern, weil die in der Richtlinie 2007/16/EG enthaltenen Definitionen nicht rechtsbegründend wirken, sondern nur die geltende OGAW-Richtlinie interpretieren. Die DerivateV wird im Sinne der Richtlinie 2007/16/EG und den „CESR guidelines concerning eligible assets for investments by UCITS“ („CESR-Guidelines“) entsprechend ausgelegt. Die BaFin ist sich darüber bewusst, dass die ursprünglichen Erläuterungen der BaFin zur DerivateV nicht aktuell sind. Bei einem Widerspruch zwischen einer richtlinienkonformen Auslegung und den Erläuterungen zur DerivateV hat die richtlinienkonforme Auslegung Vorrang. Eine Änderung der DerivateV ist vor dem Hintergrund der Gesetzesnovellierung jedoch geplant.

4. Wie lautet die künftige Verwaltungspraxis zu strukturierten Produkten mit derivativer Komponente?

Die §§ 6 und 27, 28 DerivateV sind nach Ansicht der BaFin im Licht der Richtlinie 2007/16/EG anzuwenden. Der in den §§ 27 f. DerivateV genannte Begriff "strukturiertes



Produkt" sei als "strukturiertes Produkt mit derivativer Komponente" i.S.d. Richtlinie 2007/16/EG zu verstehen.

Produkte, die die Entwicklung des Basiswertes 1:1 abbilden („1:1-Produkte“), stellen mangels eines eingebetteten derivativen Elements keine strukturierten Produkte mit derivativer Komponente dar. Ein eingebettetes Derivat ist bei derartigen Produkten nicht zu erkennen, da es für die Annahme einer derivativen Komponente insbesondere an einer Hebelwirkung fehlt und die Voraussetzungen des Art. 10 Abs. 1 a) bis c) der Richtlinie 2007/16/EG nicht vorliegen.

Eine Zerlegung dieser Produkte in seine einzelnen Bestandteile ist für Zwecke der Erwerbbarkeitsprüfung grundsätzlich ab sofort nicht mehr notwendig. Als strukturierte Produkte mit derivativer Komponente werden ab sofort nur noch Produkte verstanden, die über eingebettete Derivate und die Voraussetzungen des Art. 10 Abs. 1 a) bis c) der Richtlinie 2007/16/EG erfüllen.

Von dieser Regelung unberührt bleibt die Zerlegung dieser Produkte im Rahmen des Risikomanagements und die zwingende Forderung des Art. 2 Abs. 1 g) der Richtlinie 2007/16/EG an das Risikomanagement, dass jedes Wertpapier von Seiten des Risikomanagements adäquat erfasst werden muss.

5. Sind Finanzindizes als Basiswerte für Derivate nach § 51 InvG zulässig, die sich aus Bestandteilen zusammensetzen, die nicht direkt von einem richtlinienkonformen Sondervermögen erworben werden könnten?

Die BaFin hat sich hierzu bereits im Hinblick auf Rohstoffindizes dahingehend geäußert, dass solche als anerkannte Finanzindizes in Betracht kommen, obwohl Rohstoffe direkt nicht durch richtlinienkonforme Sondervermögen erwerbbar sind, falls die allgemeinen Voraussetzungen der Richtlinie 2007/16/EG erfüllt sind. Diese Aussage gilt auch für andere mögliche Indexbestandteile, die selbst nicht durch ein richtlinienkonformes Sondervermögen erworben werden könnten, wie z.B. Immobilien.

Eine Ausnahme bilden derzeit noch Hedgefonds-Indizes als Basiswerte für Derivate. Hier findet derzeit eine Evaluierung durch CESR statt. Sobald hierzu eine Level 3 Veröffentlichung durch CESR erfolgt, wird diese Verwaltungspraxis von Seiten der BaFin übernommen.

6. Ist im Rahmen von § 6 Abs. 2 DerivateV der sog. „mixed approach“ zulässig?

Derzeit erfolgt in § 6 Abs. 2 DerivateV im Rahmen des einfachen Ansatzes eine abschließende Auflistung einfacher Derivate. Bei Nutzung auch nur eines einzigen Derivats, welches nicht in der Auflistung enthalten ist, muss die Kapitalanlagegesellschaft den qualifizierten Ansatz nutzen. In Luxemburg wird demgegenüber gestattet, in diesen Fällen weiter den einfachen Ansatz zu nutzen, wenn andere Sicherungsmaßnahmen (z. B. Stress-tests) durchgeführt werden.



Nach Ansicht der BaFin ist dies für deutsche Sondervermögen derzeit aufgrund der Regelungen der DerivateV nicht möglich. Der Vorschlag, künftig eine entsprechende Öffnungsklausel in der DerivateV vorzusehen (z. B. moderate Abweichung vom einfachen Ansatz möglich, wenn zusätzliche Kontrollmechanismen vorgesehen sind), wird von der BaFin positiv aufgenommen.

7. Ist der Erwerb von Zertifikaten über Edelmetalle zulässig?

Der Erwerb von Zertifikaten über Edelmetalle als 1:1-Produkte ist grundsätzlich zulässig, wenn die Bedingungen des Art. 2 der Richtlinie 2007/16/EG erfüllt sind und der Erwerb des Wertpapiers nicht zu einer physischen Lieferung führt oder berechtigt.

Das Verbot in § 46 InvG bzw. § 19 Abs. 2 Ziffer d) der OGAW-Richtlinie, Zertifikate über Edelmetalle zu erwerben, ist historisch dahingehend auszulegen, dass hiervon nur Fälle erfasst sind, die eine physische Belieferung („physical settlement“) vorsehen bzw. das Recht auf physische Lieferung einräumen.

8. Ist der Erwerb von Zertifikaten auf Hedgefonds oder Hedgefonds-Indizes zulässig?

Der Erwerb von Zertifikaten auf Hedgefonds oder Hedgefonds-Indizes als 1:1-Produkte ist grundsätzlich zulässig, wenn die Bedingungen des Art. 2 der Richtlinie 2007/16/EG erfüllt sind. Insbesondere die in der Verantwortung der Kapitalanlagegesellschaft liegende Einhaltung des Art. 2 Abs. 1 g) der Richtlinie 2007/16/EG kann in diesem Zusammenhang jedoch einschränkend auf das Universum erwerbbarer Zertifikate wirken.

9. Müssen bei Basket-Zertifikaten, die 1:1 die Entwicklung der Basiswerte abbilden, die Basiswerte bei der Ermittlung der Aussteller- und Anlagegrenzen berücksichtigt werden?

Eine Durchsicht für die Berechnung der Emittenten- und Anlagegrenzen ist in diesen Fällen nicht notwendig.

Die Frage, ob ein derartiges Basket-Zertifikat trotz der Wertpapierklassifikation des Art. 2 Richtlinie 2007/16/EG zwingend zerlegt werden muss, um nicht den Tatbestand der Umgehung von anderen Investmentgrenzen (hier Ausstellergrenzen "eingebetteter" Issuer) zu schaffen, wird durch die Anforderung des Art. 2 Abs. 1 g) der Richtlinie 2007/16/EG beantwortet. Die Verantwortung der Kapitalanlagegesellschaft ist die adäquate Erfassung eines jeden Wertpapiers im Risikomanagement. Risikomanagement bedeutet nicht nur die Erfassung im Marktpreisrisiko, sondern auch die adäquate Erfassung wesentlicher Kredit- und Liquiditätsrisiken. Die Wesentlichkeit der Risiken und deren Abbildung sollten durch die Kapitalanlagegesellschaft und deren vom Fondsmanagement unabhängigen Risikocontroller/-manager eigenverantwortlich bestimmt werden und haben ggf. auch fondsspezifisch zu erfolgen.



10. Was sind individuelle Indizes gem. der Ausführung der CESR Guidelines, Punkt 22, zu Art. 9 Abs. 1 a (iii)?

Individuelle Indizes sind solche, die aus nicht erwerbbaaren Vermögensgegenständen („non eligibles“) bestehen und nicht die Diversifikationsvorschriften des Art. 9 der Richtlinie 2007/16/EG, jedoch die Anforderungen an die Index-Anforderungen der "Veröffentlichung" und der "Benchmark" erfüllt sind.

Wird in einen Index aus non-eligibles investiert, der den Diversifikationsvorschriften des Art. 22a OGAW-Richtlinie nicht entspricht (beispielsweise Subindizes bestehend aus nicht erwerbbaaren Vermögensgegenständen), ist damit ein Erwerb nicht in jedem Fall ausgeschlossen. Wird auf Portfolioebene die 5/10/40%-Grenze im Bezug auf die Marktwertäquivalente der Assets, in der solche Indizes zu finden sind (bspw. Total-Return-Swaps, Nicht-Delta-konstant-Zertifikate), eingehalten, ist der Erwerb möglich, solange zusätzlich die Index-Anforderungen der "Veröffentlichung" und der "Benchmark" erfüllt sind. Eine Durchschau auf die Konstituenten solcher individuellen Indizes ist nicht notwendig.

11. Ist ein „synthetischer“ Leerverkauf von Wertpapieren über „short“ Derivate mit physical Settlement möglich?

Ja, solange ausreichend deckungsfähige Instrumente gemäß Art. 7 der Empfehlungen der Kommission 2004/383/EG und § 4 DerivateV vorhanden sind.

12. Gilt die Durchschaupflicht für den Erwerb eines Geschlossenen Fonds, der die Voraussetzungen des Art. 2 der Richtlinie 2007/16/EG erfüllt?

Für Geschlossene Fonds, die die Wertpapiereigenschaften des Art. 2 der Richtlinie 2007/16/EG erfüllen, gilt grundsätzlich nicht die Durchschaupflicht zur Klärung der Erwerbbarkeit. Die Vermögensgegenstände, in die der Fonds investiert, können non eligibles sein.

Eventuelle Investitionen der Geschlossenen Fonds in Derivate führen nicht zur Klassifikation als Strukturiertes Produkt mit eingebetteten Derivat. Ungeachtet dessen muss gemäß Art. 2 Abs. 1 g) der Richtlinie 2007/16/EG das Risikomanagement in der Lage sein, die Risiken adäquat abbilden zu können.

13. Sind Katastrophen-/Event-Linked-Bonds erwerbbar?

Auch Merkmale können zulässiger Basiswert eines Derivates sein (Dividende, Volatilität, Momente). Art. 8 Abs. 1 a) i) der Richtlinie 2007/16/EG lassen einzelne charakteristische Elemente eines Wertpapiers als Basiswert zu. Hierunter fallen z. B. auch Katastrophen-/Event-Linked-Bonds, weil es sich bei dem Basiswert um Vermögenswerte handelt, die das Kerngeschäft von Versicherungen darstellen. Ungeachtet dessen muss gemäß Art. 2 Abs. 1 g) der Richtlinie 2007/16/EG das Risikomanagement in der Lage sein, die Risiken adäquat abbilden zu können.



14. Können Geldmarktinstrumente Strukturierte Produkte sein?

Ja.

15. Können Geldmarktinstrumente Strukturierte Produkte mit derivativer Komponente sein?

Ja, diese gelten gemäß Art. 10 Abs. 2 der Richtlinie 2007/16/EG als Geldmarktinstrumente, die ein Derivat eingebettet haben. Enthält das Geldmarktinstrument eine Komponente, die unabhängig von diesem Geldmarktinstrument vertraglich transferierbar ist, so gilt es nicht als Wertpapier, in das ein Derivat eingebettet ist. Eine derartige Komponente wird vielmehr als eigenes Finanzinstrument betrachtet (Art. 10 Abs. 3 der Richtlinie 2007/16/EG).

16. Müssen True-sale- und synthetische Verbriefungen unterschiedlich behandelt werden?

Eine unterschiedliche Behandlung ist grundsätzlich nicht notwendig. Beide Arten dürfen bei Erfüllung der Geldmarktinstrument-Eigenschaften (Laufzeit < 365 Tage und/oder Zinsanpassung innerhalb 12 Monaten, ohne Kreditfazilität) auch als Geldmarktinstrumente erworben werden. Synthetische ABS erfordern nicht zwingend die Anwendung des qualifizierten Ansatzes.

17. Ist der in einer ABS-Verbriefung oftmals enthaltene 'Wasserfall' als eingebettetes Derivat zu verstehen?

Nein, da sich der Wasserfall auf die gesamte Verbriefung einer ABS-Transaktion und nicht auf eine einzelne Tranche bezieht, die für ein Sondervermögen erworben wird.