

## „Eligible Assets“ – Die Neufassung der zulässigen Vermögensgegenstände

Intensiv wird gegenwärtig der Diskussionsentwurf zur Änderung des Investmentgesetzes besprochen. Einen für die Branche zentralen Bestandteil des Entwurfes gibt es jedoch, der schon so gut wie Gesetz ist: die lang erwartete Konkretisierung der für ein richtlinienkonformes Sondervermögen zulässigen Vermögensgegenstände. Umgesetzt wird die nach Konsultation durch CESR von der EU-Kommission vorgelegte Durchführungsrichtlinie. Da die BaFin die Bestimmungen (die größtenteils deutlich über ihre bisherige Verwaltungspraxis hinausgehen) bereits jetzt anwendet, eröffnen sich den Fondsgesellschaften aktuell ganz neue Anlagemöglichkeiten.

### Inhalt

Ausgangslage .....	1
1. Strukturierte Finanzinstrumente / Wertpapiere .....	2
2. Geschlossene Fonds .....	3
3. Geldmarktinstrumente .....	3
4. Derivate .....	4
5. Finanzindizes .....	5
6. Wertpapiere und Geldmarktinstrumente, in die ein Derivat eingebettet ist .....	6
7. Techniken und Instrumente zur effizienten Portfolioverwaltung .....	6
8. Indexnachbildende OGAW .....	6
Fazit .....	7

### Ansprechpartner

#### Frankfurt:

Dr. Henning Starke  
(Henning.Starke@sjberwin.com)  
Tel.: (069) 50 50 32 176

#### München:

Achim Pütz  
(Achim.Puetz@sjberwin.com)

Dr. Hilger von Livonius  
(Hilger.vonLivonius@sjberwin.com)  
Tel.: (089) 890 810

#### Berlin:

Dr. Till Fock  
(Till.Fock@sjberwin.com)  
Tel.: (030) 88 71 71 50

### Vorab die Highlights des Entwurfes:

- Keine Durchschau bei „strukturierten Produkten“
- Möglichkeit des Erwerbs z.B. von Zertifikaten auf Rohstoffe, Private Equity oder Immobilien
- Transparenz jedoch bei Derivaten
- Aber möglich: Derivate auf z.B. Rohstoff- oder Immobilienindizes
- Geldmarktinstrumente auch bei Laufzeiten von mehr als einem Jahr und wohl unabhängig von Kreditrisiken erwerbbar
- Neue Kriterien für Indizes, Anpassungsbedarf für „hausgemachte“ Indizes
- Regelung zu „eingebetteten“ Derivaten

### Ausgangslage

Die europäische OGAW-Richtlinie<sup>1</sup> schafft einen harmonisierten Rahmen für Investmentfonds. Kernelemente sind neben dem Gebot der Risikodiversifizierung, der jederzeitigen Rückgabemöglichkeit, einer regelmäßigen Bewertung und einer durch eine Depotbank insbesondere die Beschränkung auf bestimmte, geeignete Anlagegegenstände.

Durch die Neufassung der OGAW-Richtlinie im Jahre 2002 wurde dieses Anlageuniversum wesentlich erweitert. War der ursprüngliche OGAW-Fonds ein Wertpapierfonds, wurden nunmehr auch z.B. Geldmarktinstrumente und Anteile an anderen Fonds gleichberechtigt daneben gestellt und die Möglichkeit einer Indexnachbildung eröffnet. Darüber hinaus wurde mit dem erweiterten Einsatz von Derivaten sowie der Gestattung einer bis zu

---

<sup>1</sup> Richtlinie des Rates 85/611/EWG vom 20.12.1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), nachfolgend auch als die „OGAW-Richtlinie“ oder „Richtlinie“ bezeichnet.

zweifachen Hebelung des Fondsvermögens eine neue Dimension der Vermögensanlage geschaffen.

Unsicherheit über die Auslegung der OGAW-Richtlinie führte allerdings nicht nur zu einer stellenweise unterschiedlichen Umsetzung in nationales Recht, sondern vor allem zu einer voneinander abweichenden Beurteilung durch die einzelnen Aufsichtsbehörden. Bereits vergleichsweise klar zu fassende Fragestellungen, wie etwa die nach der Zulässigkeit des Erwerbs von geschlossenen Fonds, wurden in den Mitgliedsländern unterschiedlich beantwortet. „Aufsichtsarbitrage“ war die Folge.

Diese Entwicklung hat ihre Wurzeln in einem (bewussten, politischen) Verzicht auf größere Detaillierung in der Richtlinie. Sie war insofern vorhersehbar und wurde auch vorhergesehen: bei der Abfassung der Richtlinie wurden der EU-Kommission in Art. 53 a entsprechende Rechte zur Erläuterung der Definitionen verliehen. Diese übt die Kommission mit dem jetzt vorliegenden Entwurf der Durchführungsrichtlinie über die zulässigen Vermögensgegenstände<sup>2</sup> aus.

Grundsätzlich wünschenswert wäre dabei gewesen, wenn die Kommission in Form einer Verordnung tätig geworden wäre, die unmittelbare (und damit einheitliche) Rechtswirkung in den Mitgliedsstaaten entfaltet. Demgegenüber ist eine Richtlinie in einzelstaatliches Recht umzusetzen und kann ausgestaltet werden; die Harmonisierungswirkung fällt dadurch naturgemäß geringer aus. Nach Auffassung der Kommission (anders: die Mitgliedsstaaten und das Europäische Parlament) reicht die Ermächtigung des Art. 53a der OGAW-Richtlinie für den Erlass einer Verordnung jedoch nicht aus.

Das Tätigwerden der Kommission vorbereitend hatte CESR<sup>3</sup> zwei Konsultationsrunden durchgeführt und im Januar 2006 seine abschließenden Empfehlungen vorgelegt. Die Kommission lehnt sich in ihrem Entwurf eng an diese Empfehlungen an. Dabei ist ersichtlich, dass die Kommission besonders bewusst die Grenzen der nach Art. 53 a der Richtlinie delegierten Rechte eingehalten hat, die sich auf Definition beschränken; die Anwendung wird Sache der zuständigen Behörden sein.

In deutsches Recht sollen die Neuregelungen im Rahmen der bevorstehenden Novellierung des Investmentgesetzes umgesetzt werden; eine Verordnung wird als nicht dem Gesetzesvorbehalt genügend angesehen. Die Art und Weise der Umsetzung ist dabei äußerst effizient – und zugleich überaus anwenderunfreundlich: der Diskus-

sionsentwurf zum neuen Investmentgesetz<sup>4</sup> enthält nur Verweise auf den Richtlinienentwurf<sup>5</sup>.

## 1. Strukturierte Finanzinstrumente / Wertpapiere

### *Umgehung durch strukturierte Produkte?*

So genannte strukturierte Produkte standen aus mehreren Gründen im Vordergrund der Besorgnis der Kommission um Vereinheitlichung. In immer stärkerem Umfang wichen die nationalen Aufsichtsbehörden voneinander in der Behandlung von Instrumenten ab, die sich einerseits in ihrer Rechtsform (als Wertpapiere) als geeignete Anlagegegenstände für einen OGAW darstellen, zum anderen jedoch wirtschaftlich an die Entwicklung von Vermögensgegenständen gekoppelt sind, die selbst nicht für einen OGAW zulässig sind. Diese Frage stellte sich z.B. in Bezug auf Private Equity, Immobilien oder Rohstoffe.

Dementsprechend bezog sich das CESR gegebene Mandat spezifisch auch auf strukturierte Finanzinstrumente. Der von CESR gewählten (und zunächst aus Mitgliederkreisen als mandatsüberschreitend kritisierten) Vorgehensweise hat sich nun auch die Kommission angeschlossen: statt einzelne mit strukturierten Produkten verbundene Aspekte herauszugreifen, wird die Frage grundsätzlich angegangen, indem der in Art. 1 Abs. 8 der OGAW-Richtlinie verwendete Begriff des „übertragbaren Wertpapiers“ selbst definiert wird.

### *Die neuen Kriterien*

Diese Methodik überzeugt: sie stellt keine einzelfallbezogenen Maßstäbe auf, sondern gestaltet den bloß formalrechtlichen Wertpapierbegriff der Richtlinie aus, indem nun materielle Kriterien erarbeitet werden. Im Einzelnen stellt der Entwurf die folgenden Anforderungen an ein „Wertpapier“<sup>6</sup>:

- Der potentielle Verlust darf den Kaufpreis nicht übersteigen.
- Die Liquidität gefährdet nicht die Einhaltung des Liquiditätserfordernisses des Fonds nach Art. 37 der OGAW-Richtlinie.
- Exakte, verlässliche, regelmäßige und unabhängige Preise sind verfügbar.
- Exakte, regelmäßige und umfassende Informationen sind erhältlich.
- Das Instrument ist handelbar.
- Sein Erwerb steht mit den Anlagezielen bzw. der Anlagestrategie des OGAW gemäß der OGAW-Richtlinie im Einklang.
- Seine Risiken werden in angemessener Weise erfasst.

<sup>2</sup> Entwurf einer Richtlinie der Kommission zur Durchführung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Erläuterung gewisser Definitionen, nachfolgend auch als der „Richtlinienentwurf“ oder „Entwurf“ bezeichnet (in der gegenwärtigen Form des Arbeitsdokuments ESC/43/2006, das nach Zustimmung des *European Securities Committee* (ESC) nunmehr weitestgehend endgültig sein dürfte).

<sup>3</sup> *The Committee of European Securities Regulators* ist der Zusammenschluss der europäischen Aufsichtsbehörden.

<sup>4</sup> BMF-Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Änderung des Investmentgesetzes und anderer Gesetze vom 18. Januar 2007, nachfolgend auch als „Diskussionsentwurf“ oder mit „InvG-E“ bezeichnet.

<sup>5</sup> Nachfolgend werden daher zur besseren Nachvollziehbarkeit die maßgeblichen Stellen sowohl im Richtlinienentwurf als auch im InvG-E bezeichnet.

<sup>6</sup> Art. 2 Abs. 1 des Richtlinienentwurfes / § 47 Abs. 1 S. 2 InvG-E.

### Keine Durchschau erforderlich

Nachdem erwartungsgemäß Kernpunkt der Konsultation die Frage war, inwieweit verhindert werden könne bzw. überhaupt solle, dass mittels eines Investments in ein strukturiertes Produkt die Anlagebeschränkungen eines OGAW umgangen werden könnten, ist das Ergebnis nunmehr eindeutig und überaus erfreulich. Die bislang häufig geforderte „Durchschau“ („look-through“) ist nicht erforderlich: formal zulässige strukturierte Produkte können somit nunmehr auch dann erworben werden, wenn sie an die Entwicklung von Vermögensgegenständen gekoppelt sind, die selber keine zulässigen Vermögenswerte sind<sup>7</sup>.

Damit sind nunmehr synthetische Schuldverschreibungen (Zertifikate) zulässig, die z. B. an die Entwicklung von Rohstoffen gebunden sind. Aber auch sämtliche andere Vermögenswerte erscheinen nunmehr darstellbar zu sein. Damit ist eine wesentliche Voraussetzung geschaffen für eine vielseitigere OGAW-Welt.

### Erwägungen für die Praxis

Wir sehen in diesem Zusammenhang allerdings zwei Aspekte, die besonderer Beobachtung und Berücksichtigung in der Praxis bedürfen:

Erstens könnte das Erfordernis, dass ein Erwerb mit den Anlagezielen bzw. der Anlagestrategie des OGAW gemäß der OGAW-Richtlinie im Einklang zu stehen habe, als Einfallstor dafür gesehen werden, das Underlying eines Wertpapiers doch einer materiellen Prüfung zu unterziehen. Dieses Kriterium ist jedoch unserer Auffassung nach (nur) dahingehend zu verstehen, dass ein Erwerb der Wertpapiere mit den spezifischen wirtschaftlichen Risiken des jeweiligen Underlying von den festgelegten Anlagezielen bzw. der Anlagestrategie umfasst sein muss. Insofern handelt es sich nach unserem Dafürhalten im Ergebnis um ein Erfordernis der Produktwahrheit und –klarheit.

Zweitens zeigt sich bei näherer Betrachtung, dass die neuen Kriterien weiter reichen können, als sich bei erster Ansicht darstellt. Insbesondere bei von Natur aus illiquiden und nicht täglich bewerteten Underlyings wie Private Equity oder Immobilien wird man die Ausgestaltung des Wertpapiers sorgfältig zu analysieren haben. „Verpackungen“ sollten maßgeschneidert werden.

Denn nachdem in verschiedener Hinsicht in der Konsultation erreicht werden konnte, dass Anforderungen nicht weiter konkretisiert wurden, wird erhöhte Aufmerksamkeit in Bezug auf die weitere Entwicklung notwendig sein. So etwa bei dem Kriterium der *Liquidität*, die CESR zunächst beabsichtigte, konkret an Volumen und Umsatz zu messen. Hiergegen wurde eingewendet, dass die Liquidität zwar ein wichtiger Faktor sei, jedoch im Gesamtzusammenhang des Investmentprozesses gesehen werden müsse. Wird jetzt auf die Einhaltung des Liquiditätserfordernisses des Fonds nach Art. 37 der OGAW-Richtlinie verwiesen, so eröffnet dies den nationalen Aufsichtsbehörden (bei bzw. nach Umsetzung) allerdings einen wei-

ten Interpretationsspielraum, was die Anforderungen an den „Liquiditätsmix“ eines Fonds anbelangt.

Uneingeschränkt zu begrüßen ist demgegenüber die nunmehrige Anforderung an die *Handelbarkeit* eines Wertpapiers. Hier hatte CESR zunächst vorgeschlagen, dass ein Wertpapier „auf den Kapitalmärkten frei handelbar“ sein müsse. Dies war einer der Schwerpunkte in der zweiten Konsultationsrunde und schließlich wurden im Hinblick vor allem auf nicht-öffentlich platzierte Wertpapiere (sog. Private Placements), die Begriffe „frei“ und „auf den Kapitalmärkten“ gestrichen.

## 2. Geschlossene Fonds

Besonderes Augenmerk richtet der Richtlinienentwurf<sup>8</sup> auf geschlossene Fonds. Ausgangspunkt ist hier die Feststellung, dass die Beteiligung an zahlreichen geschlossenen Fonds über „Wertpapiere“ im Sinne der OGAW-Richtlinie erfolgt<sup>9</sup> und im Hinblick darauf die Aufsichtsbehörden einiger Mitgliedsstaaten (z.B. Österreich, Irland, Luxemburg und Großbritannien – nicht aber Deutschland) den Erwerb von geschlossenen Fonds in Wertpapierform in OGAW zulassen.

Der Richtlinienentwurf legt nunmehr fest, dass geschlossene Fonds in Wertpapierform tatsächlich für ein richtlinienkonformes Sondervermögen erwerbbar sind, wenn sie die (zuvor genannten) allgemeinen Wertpapierkriterien erfüllen und zusätzlich mit anderen Gesellschaften vergleichbaren Corporate Governance-Mechanismen unterliegen. Zudem ist erforderlich, dass ein Dritter, der als Anlagenverwalter tätig ist, den einzelstaatlichen Vorschriften für den Anlegerschutz unterliegt. Demgegenüber hatte CESR die Anforderung einer Börsennotierung für geschlossene Fonds im Verlauf der Konsultation aufgegeben.

Ob ein geschlossener Fonds in OGAW-konforme Instrumente investiert, ist dabei auch hier unerheblich. Wie vorstehend allgemein in Bezug auf Wertpapiere dargestellt, erfolgt keine Durchschau; eine mögliche Grenze bildet lediglich das allgemeine Kriterium eines Einklangs mit der richtlinienkonformen Anlagestrategie des OGAW. Ausdrücklich hatte CESR in seinen Empfehlungen an die Kommission Immobilienfonds und Private Equity Fonds als geeignete Anlageinstrumente genannt; beide waren nach der bisherigen Verwaltungspraxis der BaFin nicht zulässig.

## 3. Geldmarktinstrumente

Die OGAW-Richtlinie bezeichnet Geldmarktinstrumente als „Instrumente, die üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelt werden, liquide sind und deren Wert jederzeit genau bestimmt werden kann“<sup>10</sup>. Nachdem in den letzten

<sup>7</sup> Vgl. Art. 2 Abs. 2 lit. c des Richtlinienentwurfes / § 47 Abs. 1 S. 1 Nr. 8 InvG-E.

<sup>8</sup> Vgl. Art. 2 Abs. 1 lit. a, b des Richtlinienentwurfes / § 47 Abs. 1 S. 1 Nr. 7 InvG-E.

<sup>9</sup> Typischerweise allerdings nicht in Deutschland, wo bei geschlossenen Fonds Personengesellschaften, im Wesentlichen die Kommanditgesellschaft, vorherrschen.

<sup>10</sup> In § 1 Abs. 9, umgesetzt in § 48 Abs. 1 1. Halbsatz InvG

Jahren auch kurzfristige Anlageinstrumente in neuen Formen und mit besonderen wirtschaftlichen Risiken angeboten werden, war die Unsicherheit allenthalben gewachsen, was noch als Geldmarktinstrument erwerbbar ist.

*„üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelt“*

CESR hatte zunächst vorgeschlagen, unter anderem das Kriterium eines „geringen Zinsrisikos“ einzuführen. Nachdem sich Teile der Branche gegen einen weiteren unbestimmten Begriff gewandt hatten, entschied sich CESR für den Maßstab der Fälligkeit. Im Hinblick auf die Tatsache, dass in den USA emittierte Geldmarktpapiere oftmals eine Laufzeit von 397 Tagen (knapp mehr als 13 Monate) haben, legte auch CESR diese Höchstzahl zugrunde und verknüpfte sie mit der Bedingung, dass gezeigt werden könne, dass das Risikoprofil von Geldmarktinstrumenten bestehe.

Dementsprechend legt nunmehr der Richtlinienentwurf fest<sup>11</sup>, dass ein Instrument dann als „üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelt“ gilt, wenn eines der folgenden Kriterien erfüllt ist:

- es hat bei der Emission eine Laufzeit von bis zu 397 Tagen; oder
- es hat eine Restlaufzeit bei Erwerb von bis zu 397 Tagen; oder
- seine Rendite wird regelmäßig, mindestens aber alle 397 Tage, entsprechend der Geldmarktsituation angepasst; oder
- sein Risikoprofil (einschl. Kredit- und Zinsrisiko) entspricht dem Risikoprofil der vorstehend genannten Instrumente.

Damit ist unseres Erachtens auch die Frage beantwortet, ob Geldmarktinstrumente erhöhte Kreditrisiken aufweisen dürfen: sie dürfen, solange sich diese nur auf einen geldmarkttypischen Zeitraum erstrecken. Dies ergibt sich (im Umkehrschluss) auch aus der ausschließlichen Nennung des Kreditrisikos in dem letzten Kriterium.

Dieses Kriterium stellt im Übrigen eine sehr interessante Öffnungsklausel dar, die das Universum der Geldmarktinstrumente erweitern wird.

Regelungsbedarf wurde darüber hinaus in Bezug auf Geldmarktinstrumente gesehen, die nicht an einem geregelten Markt gehandelt werden. Der Entwurf enthält nunmehr qualitative Anforderungen an die Emittentinnen solcher Papiere. Diese müssen z.B. Vorschriften über den Einlagen- und den Anlegerschutz bzw. Aufsichtsbestimmungen unterliegen, die mindestens so streng sind wie das Gemeinschaftsrecht.

*„liquide“*

Nachdem auch die Bedeutung des Begriffs „liquide“ in der OGAW-Richtlinie zu unterschiedlichen Bewertungen Anlass gegeben hat, legt der Richtlinienentwurf nunmehr fest, dass solche Finanzinstrumente als „liquide“ gälten, „die sich eingedenk der Verpflichtung des OGAW, seine Anteile auf Verlangen des Anteilhabers zurückzuneh-

men oder auszuzahlen, innerhalb hinreichend kurzer Zeit mit begrenzten Kosten veräußern lassen“.

Der letzte Teil dieser Definition entspricht dem bereits bisher Praktizierten. Hingegen erscheint uns der Bezugnahme auf die Liquidität des OGAW selbst nur dann Bedeutung zuzukommen, wenn Geldmarktinstrumente tatsächlich als reine Liquiditätsreserve für Rückgabeverlangen gehalten werden. Ansonsten unterliegen sie nach unserem Dafürhalten keinen sich von anderen Anlagegegenständen unterscheidenden Anforderungen.

*„deren Wert jederzeit genau bestimmt werden kann“*

Bezüglich dieses Tatbestandsmerkmals stellt der Entwurf das Leitkriterium auf, dass „exakte und verlässliche Bewertungssysteme“ verfügbar sein müssen, die den jeweiligen Liquidationswert auf der Grundlage von Marktdaten oder Bewertungsmodellen<sup>12</sup> bestimmen können.

#### 4. Derivate

*Durchschau bei Derivaten erforderlich!*

In gleicher Weise wie bei strukturierten Produkten in der Form von Wertpapieren kreiste auch in Bezug auf Derivate die Diskussion im Wesentlichen um die Frage, inwieweit der Basiswert ein zulässiger Vermögensgegenstand im Sinne der OGAW-Richtlinie sein müsse. Während die Branche die Auffassung vertrat, dass auch hier eine Durchschau nicht erforderlich sei, legte sich CESR bereits in seiner ersten Stellungnahme dahingehend fest, dass nur OGAW-konforme Vermögensgegenstände als Underlying in Betracht kämen. Diese Wertung entnahm sie dem Erwägungsgrund 13 der Richtlinie, wonach Geschäfte mit Derivaten nicht genutzt werden dürfen, um die Grundsätze und Regeln der Richtlinie zu umgehen.

Obwohl diese Sicht weder juristisch (wäre in dem Einsatz von strukturierten Produkten in Wertpapierform eine solche Umgehung zu sehen, hätte auch sie nicht erlaubt werden dürfen) noch praktisch (warum sollte das Underlying eines Zertifikats anders als das eines Swaps behandelt werden?) überzeugt, hat die Kommission sie in ihren Richtlinienentwurf<sup>13</sup> übernommen.

Erlaubte Basiswerte stellen im Übrigen Zinssätze, Wechselkurse bzw. Währungen und Finanzindizes dar. Daneben enthält der Entwurf eine interessante Weiterung: als zulässige Basiswerte werden auch Finanzinstrumente bezeichnet, die „eines oder mehrere Merkmale dieser [zulässigen] Vermögenswerte aufweisen“. In ihrer Background Note erklärt die Kommission dazu, dass z.B. Dividenden ein solches Merkmal darstellen können. Wir verstehen dies so, dass z.B. Zahlungsströme, die typischerweise mit einem zulässigen Vermögensgegenstand verbunden sind, isoliert in einem Derivat abgebildet werden können, ohne dass dieses auch den Substanzwert selbst enthält. Auch dies würde neue Gestaltungsmöglichkeiten eröffnen.

<sup>12</sup> Diese können übrigens auch auf den fortgeführten Anschaffungskosten beruhen.

<sup>13</sup> In Art. 8 Abs. 1.

<sup>11</sup> In Art. 3 des Richtlinienentwurfes / § 48 Abs. 1 InvG-E.

### Kreditderivate

Eine wichtige konkrete Frage betraf die Zulässigkeit von Kreditderivaten. Zunächst überlegte CESR, diese davon abhängig zu machen, dass der entsprechende Schuldner qualitativen Anforderungen entspreche, z.B. einer Offenlegung seiner Bilanzen. Nach der Konsultation hat sich CESR entschlossen, keine konkreten Kriterien aufzustellen, sondern sich mit dem Hinweis zu begnügen, dass das Risikomanagement eines Fonds auch ggf. vorhandene Informationsdefizite zu berücksichtigen habe.

In gleicher Weise legt der Entwurf<sup>14</sup> nunmehr ausdrücklich fest, dass Kreditderivate<sup>15</sup> erlaubte Vermögensgegenstände eines OGAW sind, soweit sie

- nicht zur Lieferung oder Übertragung nicht zugelassener Vermögenswerte führen, und
- ihre Risiken durch das Risikomanagement und durch die internen Kontrollmechanismen des OGAW in angemessener Weise erfasst werden.

### Bewertung/Liquidität von OTC-Derivaten

OTC-Derivate müssen nach der OGAW-Richtlinie<sup>16</sup> „einer zuverlässigen und überprüfbaren Bewertung auf Tagesbasis unterliegen“ und „jederzeit auf Initiative des OGAW zum angemessenen Zeitwert veräußert, liquidiert oder durch ein Gegengeschäft glatt gestellt werden können“.

Diesbezüglich legt der Entwurf nunmehr fest, dass Grundlage der Bewertung entweder ein „verlässlicher aktueller Marktwert ist“ oder (ersatzweise) „ein Preismodell, das auf einer anerkannten adäquaten Methodik beruht“. Eine geeignete Überprüfung hat zudem durch einen vom Kontrahenten des Derivats unabhängigen Dritten oder einer von der Vermögensverwaltung unabhängigen und entsprechend ausgerüsteten Stelle innerhalb des OGAW stattzufinden.

## 5. Finanzindizes

Die OGAW-Richtlinie<sup>17</sup> bezeichnet Finanzindizes als zulässige Basiswerte für Derivate. Im Laufe der Zeit haben die nationalen Aufsichtsbehörden jedoch stark voneinander abweichende Anforderungen an einen solchen Finanzindex entwickelt.

Zwei Kernpunkte standen diesbezüglich im Vordergrund der Konsultation: zum einen die auch hier wiederkehrende Frage, ob nur Indizes auf zulässige OGAW-Vermögensgegenstände erlaubt seien, und zum anderen, inwieweit qualitative Anforderungen an die Ausgestaltung eines Indizes zu stellen seien.

Interessanterweise haben sich CESR und die Kommission hier wiederum dafür entschieden, keine Durchschau

auf die einem Index zugrunde liegenden Werte zu fordern und lassen damit nicht-OGAW-konforme Vermögenswerte als Basis eines Index zu, der einem Derivat zugrunde gelegt wird. Dies stellt neben dem o.g. Einsatz von strukturierten Produkten einen Quantensprung für richtlinienkonforme Sondervermögen dar.

Rechtlich gesehen, ergibt sich hiermit die merkwürdige Folge, dass ein Derivat zwar keine Rohstoffe als Basiswerte haben darf, jedoch einen sich auf Rohstoffe beziehenden Index. Auch dies zeigt unserer Auffassung nach, dass die o.g. Lesart des Erwägungsgrundes 13 der Richtlinie Bedenken begegnen muss.

Im Übrigen sieht der Entwurf die folgenden, qualitativen Anforderungen an einen geeigneten Index vor<sup>18</sup>:

- Der Index muss hinreichend diversifiziert sein.
- Die Gesamtentwicklung des Index darf durch Preisbewegungen bei einer einzelnen Komponente nicht über Gebühr beeinflusst werden.
- Wenn sich ein Index aus OGAW-Vermögenswerten zusammensetzt, hat seine Zusammensetzung mindestens wie ein OGAW diversifiziert zu sein.
- Setzt sich der Index aus nicht-OGAW-Vermögenswerten zusammen, so muss seine Diversifizierung einem OGAW „gleichwertig“ sein.
- Der Index muss eine adäquate Bezugsgrundlage für den Markt darstellen, auf den er sich bezieht.
- Der Index hat die Entwicklung einer repräsentativen Gruppe von Basiswerten in aussagekräftiger und adäquater Weise zu messen.
- Der Index muss regelmäßig überprüft bzw. seine Zusammensetzung angepasst werden, damit er die Märkte, auf die er sich bezieht, widerspiegelt.
- Die Basiswerte müssen hinreichend liquide sein, so dass die Nutzer den Index nachbilden können.
- Der Index muss in angemessener Weise *veröffentlicht* werden.
- Die Erhebung von Preisen, deren Berechnung sowie anschließende Veröffentlichung haben auf soliden Verfahren zu basieren.
- Wesentliche Informationen über Indexregelungen werden umfassend und unverzüglich zur Verfügung gestellt.

Erfüllt ein Index diese Kriterien nicht, so werden dessen Bestandteile separat betrachtet und ein abbildendes Derivat gilt als Derivat auf die einzelnen Bestandteile.

Objektiv betrachtet sind diese Anforderungen geeignet, anererkennungswürdige Indizes zu beschreiben. Naturgemäß fallen damit einige Gestaltungsmöglichkeiten weg, „hausgemachte“ Indizes zu konstruieren. Für bestehende Indizes ergibt sich möglicherweise Anpassungsbedarf.

Grundsätzlich wären im Übrigen auch *Hedgefondsindizes* zulässig. Jedoch hat sich CESR entschlossen, diesbezüglich eine eigene Konsultation durchzuführen, in der gegenwärtig geklärt werden soll, inwieweit diese Indizes

<sup>14</sup> In Art. 8 Abs. 2.

<sup>15</sup> Definiert als „isolierte Übertragung des Kreditrisikos eines Vermögenswertes unabhängig von den sonstigen Risiken, die mit diesem Vermögenswert verbunden sind“.

<sup>16</sup> Art. 19 Abs. 1 lit. g.

<sup>17</sup> In Art. 19 Abs. 1 lit. g.

<sup>18</sup> In Art. 9 / § 51 Abs. 1 S. 1 InvG-E.

aufgrund Erscheinungen wie etwa dem Survivor Bias oder dem Selection Bias besonderen Anforderungen an ihre Zusammensetzung zu unterwerfen sind.

## 6. Wertpapiere und Geldmarktinstrumente, in die ein Derivat eingebettet ist

### „Eingebettete Derivate“

Die Kommission hatte CESR auch gebeten, zu der Frage Stellung zu nehmen, wann ein derivatives Finanzinstrument als Bestandteil eines Wertpapiers oder Geldmarktinstruments (und somit nicht als eigenständig) anzusehen und in welchen Fällen es gesondert zu betrachten sei.

Der Entwurf<sup>19</sup> definiert zunächst das geeignete Objekt der Betrachtung, namentlich eine in einem Wertpapier oder Geldmarktinstrument enthaltene Komponente,

- kraft derer einige oder alle Cashflows, die bei dem als Basisvertrag fungierenden Wertpapier oder Geldmarktinstrument andernfalls erforderlich wären, nach einem spezifischen Zinssatz, Finanzinstrumentpreis, Wechselkurs, Preis- oder Kursindex, Kreditrating oder Kreditindex oder einer sonstigen Variablen verändert werden können und daher in ähnlicher Weise wie ein eigenständiges Derivat variieren;
- deren wirtschaftlichen Merkmale und Risiken nicht eng mit den wirtschaftlichen Merkmalen und Risiken des Basisvertrages verbunden sind; und
- die einen signifikanten Einfluss auf das Risikoprofil und die Preisgestaltung des Basisvertrages hat.

Ist dann eine solche Komponente „unabhängig von dem Wertpapier bzw. Geldmarktinstrument vertraglich übertragbar“, so ist sie als eigenes Finanzinstrument zu betrachten. In allen anderen Fällen erfolgt keine gesonderte Betrachtung, sondern das Derivat gilt in das Wertpapier bzw. Geldmarktinstrument „eingebettet“ und geht darin auf<sup>20</sup>.

Diese Unterscheidung ist nicht nur technischer Natur, sondern von wesentlicher Bedeutung. Ist ein Derivat einzeln zu betrachten, so unterfällt es etwa bei deutschen Fonds u.a. der Derivateverordnung und verändert somit das Risikoprofil des Sondervermögens. Angesichts dieser Bedeutung ist frühzeitig Kritik daran laut geworden, dass sich CESR bei seinen Empfehlungen an der IAS 39<sup>21</sup> orientiert hat, obwohl dieser ganz andere Fragestellungen zugrunde liegen.

Bei der Umsetzung und Anwendung wird daher besonders darauf zu achten sein, dass nicht ungeprüft Detailwertungen aus dem Bereich der Bilanzierung übernommen werden und Gesetzgeber, Aufsichtsbehörden bzw. Wirtschaftsprüfer den Wertungsspielraum der Richtlinie

nicht dazu nutzen, im Zweifel stets ein eigenständiges Finanzinstrument zu sehen.

## 7. Techniken und Instrumente zur effizienten Portfolioverwaltung

Die OGAW-Richtlinie<sup>22</sup> erlaubt auch den Gebrauch von Techniken und Instrumenten zur effizienten Portfolioverwaltung. Standardmäßig stehen heute z.B. Wertpapierdarlehen bzw. Pensionsgeschäfte zur Verfügung<sup>23</sup>.

Die Kommission möchte nunmehr deutlicher fassen, was im Rahmen solcher Techniken und Instrumente zulässig ist. Auch hier verzichtet der Richtlinienentwurf<sup>24</sup> auf eine abschließende Aufzählung, sondern wählt abstrakte, beschreibende Kriterien. Diese sind unserer Einschätzung nach ausreichend weit gefasst, um die Produktinnovationen der Anbieter nicht zu behindern:

*Geeignete Techniken und Instrumente* müssen nach dem Richtlinienentwurf

- insofern ökonomisch angemessen sein, als sie kostenwirksam eingesetzt werden;
- mit dem Ziel der Risikosenkung, der Kostensenkung oder zur Generierung zusätzlichen Kapitals oder Ertrags für den OGAW (und dies mit einem Risiko, das dem Risikoprofil des OGAW und den für ihn geltenden Aussteller bzw. Kontrahentengrenzen entspricht) eingesetzt werden; und
- ihre Risiken müssen durch das Risikomanagement des OGAW in angemessener Weise erfasst werden.

## 8. Indexnachbildende OGAW

Indexnachbildenden OGAW<sup>25</sup> werden höhere Emittentengrenzen eingeräumt. Diese Bevorzugung erfordert nach Ansicht der Kommission eine genauere Definition dessen, was ein geeigneter Index ist. Der Richtlinienentwurf<sup>26</sup> stellt nun folgendes klar:

Die Anforderung der Richtlinie an eine „hinreichend diversifizierte“ Zusammensetzung des Index bedeute, dass der Index so wie ein OGAW selbst diversifiziert sein müsse.

Dem weiteren Erfordernis, das der Index eine „adäquate Bezugsgrundlage“ für den Markt darzustellen habe, auf den er sich beziehe, entspreche ein Index, dessen Anbieter eine „anerkannte Methodik“ anwende und dessen Zusammensetzung „in aller Regel nicht zum Ausschluss eines größeren Emittenten des abgebildeten Marktes führe“.

Die Anforderung, dass die Veröffentlichung des Index „in einer angemessenen Weise“ zu erfolgen habe, sei

<sup>19</sup> In Artikel 10 Abs. 1 lit. a-c / § 51 Abs. 1 S. 2 InvG-E

<sup>20</sup> Dies ist im Übrigen (richtigerweise) nach Auffassung der CESR auch bei geschlossenen Fonds der Fall, die in Derivate investieren.

<sup>21</sup> IAS 39, Abschnitte 10 und 11.

<sup>22</sup> In Artikel 21 Abs. 2.

<sup>23</sup> Vgl. §§ 54, 57 ff. InvG.

<sup>24</sup> In Art. 11.

<sup>25</sup> Vgl. Art. 22 a der OGAW-Richtlinie. In deutsches Recht ist er als Wertpapierindex-Sondervermögen in § 63 InvG umgesetzt.

<sup>26</sup> In Art. 12.

schließlich dahingehend zu verstehen, dass der Index öffentlich zugänglich und der Indexanbieter von dem indexnachbildenden OGAW unabhängig ist. Allerdings stellt der Richtlinienentwurf auch klar, dass Indexanbieter und OGAW zu demselben Konzern gehören können, sofern wirksame Regelungen für Interessenkonflikte vorgesehen sind.

#### *Indirekte Nachbildung?*

Des Weiteren ging es in der Konsultation ganz wesentlich um die Frage, inwieweit eine Indexnachbildung auch anders als durch unmittelbaren Erwerb der zugrunde liegenden Wertpapiere erfolgen könne. Zunehmend erweist sich nämlich eine Nachbildung über indirekte Anlagen in Indizes bzw. Indexkomponenten (z.B. über ETFs) als attraktiv.

Diesbezüglich wurden im Wesentlichen diskutiert, ob dem OGAW auferlegt werden solle, eine Einschätzung der Qualität der Indexnachbildung vorzunehmen und welche Kriterien eine solche Einschätzung haben solle. CESR entschied sich allerdings, selbst keine Stellungnahme dazu abzugeben, sondern den Verbänden diese klarstellende Aufgabe anzuempfehlen.

#### **Fazit**

Der Entwurf ist eine für richtlinienkonforme Fonds ganz wesentliche Weiterentwicklung. Insbesondere die Zulässigkeit von nicht-richtlinien-konformen Vermögensgegenständen wie etwa Rohstoffen, Private Equity oder Immobilien stellt einen Quantensprung für das Fondsmangement und die Chance dar, die gegenüber Zertifikaten zuletzt oftmals in Rückstand geratenen Investmentfonds attraktiver zu gestalten. Für die Kapitalanlagegesellschaften ergeben sich weitere echte Diversifizierungs- (und auch Differenzierungs-) Möglichkeiten.

Für die Branche besonders wichtig ist die Tatsache, dass die BaFin den Entwurf bereits vor Umsetzung in deutsches Recht ihrer Verwaltungspraxis zugrunde legt, so dass schon jetzt die neuen Anlagemöglichkeiten in vollem Umfang genutzt werden können.