

**INVESTITIONEN VON KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN
IN STRUKTURIERTE FINANZPRODUKTE**

Inauguraldissertation
zur Erlangung des akademischen Grades
eines Doktors der Rechte

durch die Rechtswissenschaftliche Fakultät
der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster

vorgelegt von

Lars Gronewold
aus Wilhelmshaven

2008

Dekan: Prof. Dr. Hans-Michael Wolfgang
Erste Berichterstatterin: Prof. Dr. Petra Pohlmann
Zweiter Berichterstatter: Prof. Dr. Matthias Casper
Tag der mündlichen Prüfung: 11. Mai 2010

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	VIII
Literaturverzeichnis.....	XIV
1. Kapitel: Einleitung und Gang der Untersuchung.....	1
2. Kapitel: Strukturierte Finanzprodukte	9
1. Abschnitt: Einleitung.....	9
2. Abschnitt: Derivate	12
I. Einführung, Begriffsbestimmung und Systematisierung.....	12
II. Systematisierung nach dem Ort des Handelns	13
III. Systematisierung nach der Geschäftsart	14
1. Festgeschäfte	14
2. Optionsgeschäfte	15
3. Swaps	15
IV. Systematisierung nach dem zugrunde liegenden Basiswert	16
1. Instrumente für den Transfer von Kreditrisiken.....	16
a) Credit Default Swaps	18
b) Total Return Swaps.....	19
2. Instrumente für den Transfer von Versicherungs- und Wetterrisiken	20
3. Abschnitt: Beispiele strukturierter Finanzprodukte	22
I. Aktienanleihen	23
II. Wandel- und Optionsanleihen	26
III. Optionsscheine	28
IV. Credit Linked Notes	29
V. True sale- und synthetische Verbriefungen.....	32
VI. Collateralised Debt Obligations.....	37
VII. Katastrophen- und Wetteranleihen	38
3. Kapitel: Die Infrastruktur für die Auflegung von Sondervermögen... 39	
1. Abschnitt: Die KAG	39
I. Allgemeine Bestimmungen	39
II. Auflegung von Sondervermögen.....	40
2. Abschnitt: Investmentrechtlicher Schutz der Anleger	41
I. Handeln der KAG	42
II. Kontrolle durch die Depotbank	43
3. Abschnitt: Verschiedene Arten von Sondervermögen.....	44
I. Richtlinienkonforme Sondervermögen.....	44
II. Nicht-richtlinienkonforme Sondervermögen.....	45
1. Gemischte Sondervermögen	46

2. Altersvorsorge-Sondervermögen	46
3. Immobilien-Sondervermögen	47
4. Infrastruktur-Sondervermögen	48
5. Sonstige Sondervermögen.....	49
6. Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken	49
7. Spezial-Sondervermögen	50
4. Abschnitt: Exkurs/ die Investmentaktiengesellschaft.....	51
4. Kapitel: Umsetzung der europäischen Regelung strukturierter	
Finanzprodukte	52
1. Abschnitt: Einleitung	52
I. OGAW-Richtlinie und strukturierte Finanzprodukte	52
II. OGAW-Richtlinie und europäisches Rechtsetzungsverfahren	53
2. Abschnitt: Gesetzliche Regelungen (Level 2-Maßnahmen)	57
I. OGAW-DRL.....	57
1. Art. 2 Abs. 2 Buchst. c), Abs. 3 OGAW-DRL.....	57
2. Art. 10 OGAW-DRL.....	58
II. InvG.....	59
1. Einleitung	59
2. § 47 Abs. 1 Satz 1 InvG	61
3. § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG	61
3. Abschnitt: Aufsichtsrechtliche Regelungen (Level 3-Maßnahmen).....	62
I. CESR-Richtlinien	62
II. Verwaltungspraxis der BaFin	63
1. Schreiben der BaFin vom 26. April 2007	63
2. Fragenkatalog zur Anwendung der OGAW-DRL	63
a) Geänderte Aufsichtspraxis und DerivateV	64
b) Verwaltungspraxis zu strukturierten Produkten	64
c) Zulässigkeit des Erwerbs von Zertifikaten über Edelmetalle	65
d) Zulässigkeit des Erwerbs von Hedgefonds-Zertifikaten.....	65
e) Bewertung von geschlossenen Fonds	65
f) Geldmarktinstrumente als strukturierte Finanzprodukte	66
g) Behandlung von True-sale- und synthetischen Verbriefungen.....	66
3. Weitere Äußerungen der BaFin zu „strukturierten Finanzprodukten“	66
5. Kapitel: Bewertung der investimentrechtlichen Regelung strukturi-	
erter Finanzprodukte.....	67
1. Abschnitt: Einleitung	67
I. Derivate auf Finanzindizes	69
II. Erwerb von Anteilen an geschlossenen Fonds	70
III. Strukturierte Finanzprodukte	72
2. Abschnitt: Bewertung der europäischen Regelung strukturierter	
Finanzprodukte	72
I. Ermächtigungsgrundlage für OGAW-DRL/ strukturierte Finanzprodukte	73

1. Begrenzung des Verlustrisikos.....	75
2. Keine Beeinträchtigung der Portfolio-Liquidität	77
3. Handelbarkeit	77
4. Verfügbarkeit einer verlässlichen Bewertung.....	78
5. Verfügbarkeit von angemessenen Informationen	78
6. Einklang mit Anlagezielen/ Anlagestrategie des OGAW-Fonds.....	79
7. Erfassung der Risiken durch das Risikomanagement	79
8. Ergebnis	83
II. Einordnung strukturierter Finanzprodukte als Wertpapiere	83
1. Beispiele	85
a) CLN, Katastrophen- und Wetteranleihen.....	85
b) Aktienanleihen	85
2. Stellungnahme.....	86
III. Systematik der OGAW-DRL betreffend strukturierte Finanzprodukte	88
IV. Durchschaupflicht bei strukturierten Finanzprodukten	91
1. Einleitung/ Durchschaupflicht und Basiswerte	91
2. Wortlaut-Auslegung/ OGAW-DRL und CESR-Richtlinien	93
3. Erwägungsgründe der OGAW-DRL.....	95
4. Historische Auslegung/ OGAW-DRL und CESR-Richtlinien	97
a) Zweites CESR-Konsultationsverfahren	97
b) CESR-Ratschläge und CESR <i>Feedback Statement</i>	99
c) <i>Background Notes</i>	104
d) Zwischenergebnis/ historische Auslegung.....	105
5. Ergebnis der Auslegung	106
6. Stellungnahme.....	107
a) Durchschaupflicht und OGAW-Richtlinie.....	108
aa) Durchschaupflicht und OGAW I-Richtlinie	109
bb) Durchschaupflicht und Produktrichtlinie.....	111
(1) Definition des Wertpapierbegriffs.....	111
(2) Wortlaut/ Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 4 OGAW-Richtlinie	113
(3) Historie/ Art. 24b Abs. 4 Satz 2 des Entwurfs der Produktrichtlinie ...	114
(4) Historie/ Art. 24b Abs. 1 des Entwurfs der Produktrichtlinie	116
(5) Art. 21 Abs. 2 Unterabsatz 1 Satz 2 OGAW-Richtlinie.....	117
(6) 13. Erwägungsgrund der Produktrichtlinie.....	118
(7) Zwischenergebnis	119
cc) Ergebnis.....	119
b) Rechtsdogmatische Betrachtung.....	119
c) Durchschaupflicht und geschlossene Fonds/ Geldmarktinstrumente	121
V. Vorgaben für die Identifizierung von eingebetteten Derivaten.....	123
1. IAS-Regelungen als Orientierungsmaßstab	123
a) Einleitung	123
b) IAS 39	125
2. Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL	127
a) Veränderung der Cashflows.....	127
aa) Vergleich mit § 10 Sätze 1 und 2 IAS 39.....	127
bb) Rohstoffpreise.....	128
cc) Variation wie ein eigenständiges Derivat.....	128

dd) Art der zulässigen Basisverträge.....	129
(1) Derivative Basisverträge	129
(2) Offene Investmentfonds	131
(3) Geschlossene Investmentfonds.....	132
(4) Unternehmen/ Aktien und Schuldtitel.....	133
b) Enge Verbundenheit der wirtschaftlichen Merkmale und Risiken.....	135
aa) Vergleich mit §§ 10 und 11 Satz 1 Buchst. a) IAS 39	135
(1) Funktion im Rahmen der IAS-Regelungen	135
(2) Stellungnahme	137
bb) Garantieprodukte	138
c) Signifikanter Einfluss auf Risikoprofil und Preisgestaltung.....	140
d) Delta-1-Ansatz	141
aa) Abgrenzung zur Begrenzung des Verlustrisikos.....	142
bb) OGAW-DRL.....	142
cc) CESR-Ratschläge und CESR <i>Feedback Statement</i>	143
dd) <i>Background Notes</i> und ESC-Protokoll	144
(1) Erste <i>Background Note</i>	144
(2) Zweite <i>Background Note</i> und ESC-Protokoll	145
(3) Zwischenergebnis/ Bewertung	146
ee) Stellungnahme.....	147
3. Art. 10 Abs. 2 OGAW-DRL	149
4. Art. 10 Abs. 3 OGAW-DRL	149
5. Alternativvorschläge zu Art. 10 OGAW-DRL	151
a) <i>De-minimis</i> -Modell	151
b) EFAMA-Modell	152
VI. CESR-Richtlinien	155
1. ABS und CDOs	155
a) ABS/ CDOs und CESR-Mandat	155
b) ABS/ CDOs und OGAW-Richtlinie.....	156
c) ABCP	156
d) ABS/ CDOs und CESR-Richtlinien	158
aa) CDOs und ABS, die Derivate beinhalten.....	159
bb) CDOs und ABS ohne Hebeleffekt.....	160
cc) Ausreichende Diversifizierung.....	161
e) <i>Single-tranche</i> CDOs und CESR-Richtlinien.....	162
aa) Alternativ-Produkte zu OTC-Derivaten.....	162
bb) <i>Single-tranche</i> CDOs.....	163
cc) Stellungnahme	163
2. Liste strukturierter Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten	164
3. Einhaltung von Grundsätzen der OGAW-Richtlinie	166
4. Überprüfungspflicht des OGAW-Fonds	167
5. Verhältnis zwischen CESR-Richtlinien und CESR-Ratschlägen	169
3. Abschnitt: Bewertung der Umsetzung in Deutschland	171
I. InvG	172
1. § 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 InvG.....	172
a) Anwendungsbereich.....	172
b) Verhältnis zu den Wertpapieren gemäß § 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 - 4 InvG... 172	
c) Verhältnis zu den Wertpapieren gemäß § 52 Nr. 1 InvG.....	174
d) § 27 Abs. 2 DerivateV und § 51 Abs. 2 InvG.....	176

2. § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG	177
a) Durchschaupflicht und § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG.....	177
aa) Zusammenspiel mit § 27 DerivateV.....	177
bb) Delta-1-Ansatz	178
b) Begriff des Finanzinstruments im Sinne des § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG.....	178
c) Kein eigenständiger Tatbestand	179
d) Vertraglich transferierbare derivative Komponente	180
3. Geldmarktinstrumente mit eingebetteten Derivaten	181
4. § 48 Abs. 1 Nr. 6 Buchst. c) InvG.....	182
a) Einleitung/ OGAW-Richtlinie	182
b) Einzelne Prüfungsschritte betreffend § 48 Abs. 1 Nr. 6 Buchst. c) InvG.....	183
II. BaFin-Verwaltungspraxis.....	188
1. Zulässigkeit des Erwerbs von Zertifikaten über Edelmetalle	189
2. Bewertung von geschlossenen Fonds	191
3. Erwerbbarkeit von Katastrophen-/ Event-Linked-Bonds.....	191
4. Geldmarktinstrumente und eingebettete Derivate.....	193
5. Behandlung von <i>True-sale</i> - und synthetischen Verbriefungen.....	193
6. Kapitel: Neue Generation von OGAW-Fonds	194
1. Abschnitt: Einleitung	195
2. Abschnitt: Zertifikate	197
1. Prospektrichtlinie	197
2. Zertifikatemarkt in Deutschland	200
3. Abschnitt: Neuer Regulierungsansatz für OGAW-Fonds	201
I. Wesentliche Strukturmerkmale der OGAW-Richtlinie.....	201
1. Hohe Anforderungen an Zulassung von Verwaltungsgesellschaften	201
2. Grundsatz der Risikodiversifizierung	202
3. Kein beherrschender Einfluss auf Portfolio-Gesellschaften	202
4. Getrennte Verwahrung der Vermögenswerte von OGAW-Fonds	203
5. Überwachungsfunktion durch Depotbank	204
6. Rückgabemöglichkeit von Fondsanteilen zum anteiligen NIW.....	205
7. Transparenz	205
8. Informationen für Anleger	205
II. Zulässige Anlagestrategien für OGAW-Fonds	206
III. Erwerbbarer Vermögenswerte eines OGAW-Fonds	207
IV. Vereinbarkeit mit dem Anlegerschutz	209
1. Beaufsichtigung der Verwaltungs- bzw. Investmentgesellschaft	209
2. Von der Produkt- zur Vertriebsregulierung	209
a) Informationspflicht	210
b) Geeignetheitsprüfung.....	211
c) Angemessenheitsprüfung	211
d) Vertrieb durch andere Intermediäre als Wertpapierfirmen.....	213
e) Vertrieb durch Verwaltungs- und Investmentgesellschaften	213
V. Struktur eines neuen Regulierungsansatzes	214
7. Kapitel: Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	218

Anhang 1: Auszug aus den CESR-Richtlinien/ Art. 10 OGAW-DRL...	222
Anhang 2: Auszug/ Worlaut des § 48 InvG	224

Abkürzungsverzeichnis

Abkürzungen richten sich nach Kirchner/Butz, Abkürzungsverzeichnis der Rechtsprache, 5. Auflage, Berlin 2003 und dem Duden, Die deutsche Rechtschreibung, 24. Auflage, Mannheim 2006. Im Übrigen werden die nachfolgenden Abkürzungen verwendet:

ABCP	<i>Asset Backed Commercial Paper</i>
ABS	<i>Asset Backed Securities</i>
AG IAS 39	<i>Application Guidance IAS 39</i>
ALFI	<i>Association of the Luxembourg Fund Industry</i>
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
CBO	<i>Collateralised Bond Obligation</i>
CDO	<i>Collateralised Debt Obligation</i>
CESR	<i>Committee of European Securities Regulators</i> (Ausschuss der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden)
CESR-Feedback Statement	<i>Feedback Statement – CESR's advice to the European Commission on clarification of definitions concerning eligible assets for investments of UCITS, January 2006</i>
CESR-Mandat	<i>Formal mandate to CESR for advice on possible modifications to the UCITS directive in the form of clarification of definitions concerning eligible assets for investment of UCITS</i>
CESR-Ratschläge	<i>CESR's advice to the European Commission on clarification of definitions concerning eligible assets for investments of UCITS, January 2006</i>
CESR-Richtlinien	<i>CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS, March 2007</i>
CLN	<i>Credit Linked Note</i>
CLO	<i>Collateralised Loan Obligation</i>
DerivateV	Verordnung über Risikomanagement und Risikomessung beim Einsatz von Derivaten in Sondervermögen nach dem Investmentgesetz (Derivateverordnung) vom 6. Februar 2004

DerivateV-Erläuterungen	Erläuterungen zu der Verordnung über Risikomanagement und Risikomessung beim Einsatz von Derivaten in Sondervermögen nach dem Investmentgesetz (DerivateV) (Stand: 28. September 2004)
EFAMA	<i>European Fund and Asset Management Association</i>
Empfehlung 2004/383/EG	Empfehlung 2004/383/EG der Kommission vom 27. April 2004 zum Einsatz derivativer Finanzinstrumente bei Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW)
Erläuternde Mitteilung der Kommission vom 19. März 2007	Erläuternde Mitteilung der Kommission – Die jeweiligen Zuständigkeiten von Herkuftsmitgliedstaat und Aufnahmemitgliedstaat beim Vertrieb von OGAW gemäß Abschnitt VIII der OGAW-Richtlinie – vom 19. März 2007, KOM(2007)112
Erste Background Note	<i>Background Note on the ESC working document „Elements for a possible Commission regulation on the clarification of definitions under the UCITS directive“, ESC/14/2006, March 2006</i>
Erste Konsultationsrunde	Konsultationsrunde im Frühjahr 2005 zum ersten CESR-Konsultationspapier
Erstes CESR-Konsultationspapier	<i>CESR's draft advice on clarifications of definitions concerning eligible assets for investments of UCITS, Consultation Paper, March 2005</i>
ESC	<i>European Securities Committee</i> (Europäischer Wertpapierausschuss)
Europäische Kommission	Kommission
FAQ Eligible Assets	Fragenkatalog zur Anwendung der Richtlinie 2007/16/EG
FAQ Eligible Assets Juni 2007	FAQ Eligible Assets, Stand: Juni 2007
FAQ Eligible Assets September 2007	FAQ Eligible Assets, Stand: September 2007
FOW	<i>Future & OTC World</i>
FRUG	Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der

	Kommission (Finanzmarkttrichtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 16. Juli 2007
IAS	<i>International Accounting Standards</i>
IAS 39-Verordnung	Verordnung (EG) Nr. 2086/2004 der Kommission vom 19. November 2004 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1725/2003 betreffend die Übernahme bestimmter in- ternationaler Rechnungslegungsstandards in Übereinstim- mung mit der Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Euro- päischen Parlaments und des Rates und im Hinblick auf die Einführung von IAS 39
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
IASC	<i>International Accounting Standards Committee</i>
IAS-Verordnung	Verordnung (EU) Nr. 1606/2002 vom 19. Juli 2002 betref- fend die Anwendung internationaler Rechnungslegungs- standards
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
InvAG(en)	Investmentaktiengesellschaft(en)
InvÄndG	Gesetz zur Änderung des Investmentgesetzes und zur An- passung anderer Vorschriften (Investmentänderungs- gesetz) vom 21. Dezember 2007
InvG	Investmentgesetz
InvMG	Gesetz zur Modernisierung des Investmentwesens und zur Besteuerung von Investmentvermögen (Investment- modernisierungsgesetz) vom 15. Dezember 2003
InvStG	Investmentsteuergesetz
KAG(en)	Kapitalanlagegesellschaft(en)
LSE	<i>London Stock Exchange</i>
MiFID	Richtlinie 2004/69/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzin- strumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhe- bung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates (Finanzmarkt- richtlinie, <i>Markets in Financial Instruments Directive</i>)

MiFID FAQ	MiFID und MiFID-Durchführungsmaßnahmen, Fragen und Antworten der Kommission
MiFID-DRL	Richtlinie 2006/73/EG der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie (MiFID-Durchführungsrichtlinie)
MiFID-Durchführungsmaßnahmen	MiFID-DRL und Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie
NIW	Nettoinventarwert
OGAW III-Änderungsrichtlinien	Produkt- und Verwaltungsrichtlinie
OGAW I-Richtlinie	Ursprüngliche Fassung der OGAW-Richtlinie
OGAW-DRL	Richtlinie 2007/16/EG der Kommission vom 19. März 2007 zur Durchführung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für die gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Erläuterung gewisser Definitionen (OGAW-Durchführungsrichtlinie)
OGAW-DVO-E	<i>Working document „Elements for a possible Commission regulation on the clarification of definitions under the UCITS directive“, ESC/13/2006, March 2006 (OGAW-Durchführungsverordnungs-Entwurf)</i>
OGAW-Fonds	Investmentfonds, die die jeweiligen nationalen Bestimmungen einhalten, die der Umsetzung der OGAW-

	Richtlinie dienen
OGAW-InvAG	OGAW-Investmentaktiengesellschaft
OGAW-Kontaktausschuss	Kontaktausschuss im Sinne des X. Abschnitts der OGAW I-Richtlinie
OGAW-Richtlinie	Richtlinie des Rates vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen (OGAW) (85/611/EWG)
Produktrichtlinie	Richtlinie 2001/108/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Januar 2002 zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) hinsichtlich der Anlage in OGAW
Prospektrichtlinie	Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG
Prospektverordnung	Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Angaben sowie die Aufmachung, die Aufnahme von Angaben in Form eines Verweises und die Veröffentlichung solcher Prospekte sowie die Verbreitung von Werbung
PRUG	Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 22. Juni 2005
Richtlinie 2005/1/EG	Richtlinie 2005/1/EG des Europäischen Parlaments und

des Rates vom 9. März 2005 zur Änderung der Richtlinien 73/239/EWG, 85/611/EWG, 91/675/EWG, 92/49/EWG und 93/6/EWG des Rates sowie der Richtlinien 94/19/EG, 98/78/EG, 2000/12/EG, 2001/34/EG, 2002/83/EG und 2002/87/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Schaffung einer neuen Ausschussstruktur im Finanzdienstleistungsbereich

Richtlinie 88/220/EWG

Richtlinie des Rates vom 22. März 1988 zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) in Bezug auf die Anlagepolitik bestimmter OGAW (88/220/EWG)

Richtlinie 93/22/EWG

Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen

SPV

Special Purpose Vehicle

Verwaltungsrichtlinie

Richtlinie 2001/107/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Januar 2002 zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) zwecks Festlegung von Bestimmungen für Verwaltungsgesellschaften und vereinfachte Prospekte

Zweite Background Note

Background Note – Draft Commission directive implementing Council directive 85/611/EEC (UCITS directive) as regards the clarification of certain definitions, ESC/44/2006 Rev 2, January 2007

Zweite Konsultationsrunde

Konsultationsrunde im Herbst 2005 zum zweiten CESR-Konsultationspapier

Zweites CESR-

Konsultationspapier

CESR's draft advice on clarifications of definitions concerning eligible assets for investments of UCITS, 2nd Consultation Paper, October 2005

Literaturverzeichnis

Allmendinger, Stefan/ Tilp, Andreas, Börsentermin- und Differenzgeschäfte, Köln 1998

Althaus, Torsten, Verbriefung in Deutschland aus Sicht der Ratingagentur, ZKredW 2003, 632-638

Anders, Stephan, Einsatz von Katastrophen-Indizes als Schadenbasis bei der Risk Securitization (I), VW 1999, 161-165

ders., Einsatz von Katastrophen-Indizes als Schadenbasis bei der Risk Securitization (II), VW 1999, 232-237

Armbruster, Stefan, Fonds oder Zertifikate: Was verlangt der Markt?, ZKredW 2005, 235-238

Assmann, Heinz-Dieter, Irrungen und Wirrungen im Recht der Termingeschäfte, ZIP 2001, 2061-2084

Auerbach, Dirk/ Roth, Tilmann, Erwerb von ABS und Credit-Linked-Notes durch institutionelle Investoren, WM 2003, 230-237

Balzer, Peter, Umsetzung der MiFID: Ein neuer Rechtsrahmen für die Anlageberatung, ZBB 2007, 333-345

Bärenz, Uwe/ Steinmüller, Jens, Private-Equity-Fonds als Investment für deutsche Sondervermögen, Absolutreport 2007, 46-53

Bartels, Volkmar, Anmerkungen über Investmentfonds und Aufsicht in Deutschland, ZKredW 2005, 1386-1389

Baums, Theodor, Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht, WM 1993, 1-12

Baur, Jürgen, Investmentgesetze - Kommentar, 1. Teilband, §§ 1- 25j KAGG, 2. Auflage, Berlin 1997

ders., das Investmentgeschäft, Köln 1999

Becker, Axel/ Wolf, Martin, Die Übertragung von Risiken mit Kreditderivaten - ein Weg aus der Krise?, ZKredW 2003, 655-659

Behring, Christian, Absolute-Return-Strategien innerhalb von UCITS-III-Fonds, Absolutreport 2006, 14-21

Behring, Christian/ Bollmann, Klaus, Structured Credit Products als Alternative Investment: Single-Tranche CDOs - Chancen und Risiken einer neuen ABS-Generation, Absolutreport 2005, 12-17

Bluhm, Christian/ Mussil, Walter, Basket-Kreditderivate und Collateralized Debt Obligations als Instrumente des Portfoliomanagements in Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und

Anlagepraxis, Hrsg. Burghof, Hans-Peter/ Henke, Sabine/ Rudolph, Bernd/ Schönbacher, Philipp/ Sommer, Daniel, 2. Auflage, Stuttgart 2005, S. 391-410

Bohl, Werner/ Riese, Joachim/ Schlüter, Jörg, Beck'sches IFRS-Handbuch, Kommentierung der IAS/IFRS, München 2004

Böhm, Michael, Asset Backed Securities und die Wahrung des Bankgeheimnisses, BB 2004, 1641-1644

Bost, Günter, Versicherungen und Investmentfonds - gesundes Konkurrenzverhältnis oder konstruktives Nebeneinander?, ZKredW 2005, 1394-1396

Brandt, Sven, Kreditderivate, BKR 2002, 243-254

Braun, Franz, Anmerkung zum KG-Urteil vom 16. Mai 2001, BKR 2001, 48-53

Brewer, Peter/ Foster, David, Dual forecast, FOW, July 2000, 44-48

Brinkhaus, Josef/ Scherer, Peter, Kommentar zum KAGG/AuslInvestmG, München 2003

Bund, Stefan, Asset Securitisation - Anwendbarkeit und Einsatzmöglichkeiten in deutschen Universalkreditinstituten, Band 8, Hrsg. von Stein, Joh. Heinrich, Frankfurt am Main 2000

Burghof, Hans-Peter/ Henke, Sabine, Entwicklungslinien des Marktes für Kreditderivate in Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, Hrsg. Burghof, Hans-Peter/ Henke, Sabine/ Rudolph, Bernd/ Schönbacher, Philipp/ Sommer, Daniel, 2. Auflage, Stuttgart 2005, S. 31-52

dieselben, Alternative Produkte des Kreditrisikotransfers in Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, Hrsg. Burghof, Hans-Peter/ Henke, Sabine/ Rudolph, Bernd/ Schönbacher, Philipp/ Sommer, Daniel, 2. Auflage, Stuttgart 2005, S. 105-120

Burghof, Hans-Peter/ Paul, Stephan/ Rudolph, Bernd, Kreditrisiken und Kreditmärkte in Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, Hrsg. Burghof, Hans-Peter/ Henke, Sabine/ Rudolph, Bernd/ Schönbacher, Philipp/ Sommer, Daniel, 2. Auflage, Stuttgart 2005, S. 3-29

Burghof, Hans-Peter/ Henke, Sabine/ Rudolph, Bernd, Kreditderivate als Instrumente eines aktiven Kreditrisikomanagements, ZBB 1998, 277-286

Calliess, Christian/ Ruffert, Matthias, EUV-, EGV-Kommentar, 3. Auflage, München 2007

Canaris, Claus-Wilhelm, Die Verbindlichkeit von Optionsscheingeschäften, WM 1988, Sonderbeilage Nr. 10

Casey, Jean-Pierre, Eligible assets, investment strategies and investor protection in light of modern portfolio theory: Towards a risk-based approach for UCITS, ECMI Policy Brief, No. 2, September 2006

Casper, Matthias, Das neue Recht der Termingeschäfte, WM 2003, 161-168

- Choudhry, Moorad, The synthetic CDO, FOW, February 2003, 33-35*
- Claussen, Carsten Peter, Bank- und Börsenrecht, 3. Auflage, München 2003*
- Clouth, Peter, Anmerkungen zum KG-Urteil vom 16. Mai 2001, BKR 2001, 45-48*
- Cooper, Valerie, Shelter from the storm, FOW, August 2003, 40-43*
- Corbally, Michael/ Henderson, Robert, Weather risk management - pricing models: Right or wrong?, FOW, July 2001, 56-61*
- Danilchick, Juliana, Atmospheric pressure, FOW September 1999, 42-46*
- Das, Satyajit, Structured Products & Hybrid Securities, Second Edition, Singapore 2001*
- ders., Synthetic assets, Part 3: Structures notes, FOW, November 2002, 55-60*
- Deistler, Daniel/ Ehrlicher, Sven/ Heidorn, Thomas, Cat-Bonds - Möglichkeiten der Verbriefung von Katastrophenrisiken, ZKredW 1999, 1119-1122*
- Delp, Udo A., Besteuerung von Wertpapierkombinationen, BB 2003, 1594-1598*
- ders., Besteuerungsregeln der Aktienanleihen im Privatvermögen, BB 2001, 1438-1442*
- Dombek, Martina, Die Bilanzierung von strukturierten Produkten nach deutschem Recht und nach den Vorschriften des IASB, WPg 2002, 1065-1074*
- Douglas-Jones, Jane, Containing the weather, FOW, December 2002, 24-27*
- dieselbe, Don't blame it on the weatherman, FOW, May 2003, 44-47*
- dieselbe, Are you covered?, FOW, December 2001, 48-52*
- dieselbe, Introduction to derivatives - The synthetic CDO, FOW, October 2003, 30-31*
- Dreyer, Gerhard/ Schmid, Hubert/ Kronat, Oliver, Bilanzbefreiende Wirkung von Asset-Backed-Securities-Transaktionen, BB 2003, 91-97*
- Drygala, Tim, Termingeschäftsfähigkeit und Aufklärungspflicht beim Handel mit Optionsscheinen, ZHR 159 (1995), 686-733*
- Dülfer, Claus, Marktstruktur, Handelsplätze und Marktteilnehmer in Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, Hrsg. Burghof, Hans-Peter/ Henke, Sabine/ Rudolph, Bernd/ Schönbacher, Philipp/ Sommer, Daniel, 2. Auflage, Stuttgart 2005, S. 123-147*
- Eckhold, Thomas, Struktur und Probleme des Aktienrechts der Investmentaktiengesellschaft unter Berücksichtigung des Entwurfs des Investmentänderungsgesetzes, ZGR 2007, 654-700*
- Eichholz, Rainer/ Nelgen, Marcus, Asset-Backed Securities - ein Finanzinstrument auch für den deutschen Kapitalmarkt?, DB 1992, 793-797*

- Eling, Martin*, Hedgefonds in Deutschland - erste Erfahrungen nach Einführung des Investmentmodernisierungsgesetzes, ZKredW 2006, 561-563
- Eller, Roland*, Derivative Instrumente - Überblick, Strategien, Tendenzen in Handbuch Derivater Instrumente, Hrsg. Eller, Roland, 2. Auflage, Stuttgart 1999, S. 3-38
- Evans, Matt*, *Blowin' in the wind*, FOW, April 2001, 54-57
- Everding, Stephan*, Zertifikate - eine Alternative zu Investmentfonds für den freien Vertrieb?, ZKredW 2005, 253-256
- Fleischer, Klaus*, Finanzwetten - exotische Derivate-Produkte und Wettbörsen, ZKredW 2005, 250-252
- Fock, Till*, Gemischte Sondervermögen, WM 2006, 2160-2168
- Förster, Wolfgang/ Hertrampf, Urte*, Das Recht der Investmentfonds, 3. Auflage, Neuwied 2001
- Franke, Günter*, Risikomanagement mit Kreditderivaten in Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis Hrsg. Burghof, Hans-Peter/ Henke, Sabine/ Rudolph, Bernd/ Schönbacher, Philipp/ Sommer, Daniel, 2. Auflage, Stuttgart 2005, S. 309-329
- Franzetti, Claudio*, Verbriefung und Risikotransfer, Bank 2001, 632-638
- Fülbier, Andreas*, Zivilrechtliche Einordnung von Zins- und Währungsswaps, ZIP 1990, 544-547
- Funk, Thomas E.*, Hybride Finanzinstrumente im US-Steuerrecht, RIW 1998, 138-145
- Glüder, Dieter/ Böhm, Hannelore*, Neue KfW-Modelle - Innovationen im Fördergeschäft, ZKredW 2003, 646-651
- Gondesen, Helge*, Rechtssetzung durch die Exekutive im Investmentrecht - Die wesentlichen Elemente der Derivateverordnung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vom 6. Februar 2004, WM 2005, 116-124
- Gong, Xi/ Huber, Michael/ Lanzinner, Steffen/ Zagst, Rudi*, Zertifikate - Mehrwert für Privat Anleger?, ZKredW 2006, 1235-1239
- Grandi, Marcel/ Müller, Andreas*, Versicherungsderivate - Zur Konvergenz von Kapital- und Versicherungsmärkten, abrufbar unter www.riva-online.de
- Gratz, Kurt*, Steuereffiziente Portfolio-Optimierung durch Zertifikate für risikoaverse Kapitalanleger, BB 2005, 2678-2682
- Gruber, Joachim*, Die Cross-default-Klausel und das Bankgeheimnis, NJW 1991, 1099-1100
- Haggerty, Jean*, *Derivatives - weather forecast mixed*, *International Finance Review* 2003, 50
- Haisch, Martin/ Danz, Thilo*, Besteuerung innovativer Zertifikatstypen im Privatvermögen, FB 2005, 819-826

Hannemann, Sven, Swaps – Produktbeschreibung, Pricing und Bewertung in Handbuch Derivativer Instrumente, Hrsg. Eller, Roland/ Heinrich, Markus/ Perrot, René/ Reif, Markus, 3. Auflage, Stuttgart 2005, S. 249-267

Hartung, Joachim, Termin- und Differenzeinwand beim Optionsscheinhandel, BB 1999, 2411-2417

Häuselmann, Holger, Der Forderungsverkauf im Rahmen des Asset Backed-Finanzierung in der Steuerbilanz, DStR 1998, 826-832

Heinrich, Markus, Strukturierte Produkte mit Kreditderivaten in Handbuch Kreditrisikomodelle und Kreditderivate, Hrsg. Eller, Roland/ Gruber, Walter/ Reif, Markus, Stuttgart 1999, S. 575-589

Henderson, Schuyler K., *Synthetic securitisation, Part 1: The elements*, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, October 2001, 402-410

ders., *Synthetic securitisation, Part 3: Credit of the issuer and the ISDA master agreement*, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, December 2001, 505-514

Hermanns, Marc, Die Investmentaktiengesellschaft nach dem Investmentmodernisierungsgesetz - eine neue Gesellschaftsform, ZIP 2004, 1297-1303

Herrmann, Markus, Collateralized Loan Obligations (CLOs) in Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, Hrsg. Burghof, Hans-Peter/ Henke, Sabine/ Rudolph, Bernd/ Schönbacher, Philipp/ Sommer, Daniel, Stuttgart 2000, S. 87-104

Hille, Lars/ Schirmbeck, Peter, Der Markt für strukturierte Anlageprodukte, ZKredW 2006, 1203-1206

Hirte, Heribert, Wandel- und Optionsanleihen im Rechtsvergleich in Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa, Hrsg. Lutter, Marcus/ Hirte, Heribert, in Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Sonderheft 16, Berlin 2000, S. 1-26

Hohl, Stefan/ Liebig, Thilo, Kreditderivate - ein Überblick in Handbuch Kreditrisikomodelle und Kreditderivate, Hrsg. Eller, Roland/ Gruber, Walter/ Reif, Markus, Stuttgart 1999, S. 499-525

Hörich, Gottfried/ Kohn, Larry A., Infrastruktur: eine neue Assetklasse als Verlockung für Anleger, ZKredW 2007, 867-870

Hüffer, Uwe, Kommentar zum Aktiengesetz, 7. Auflage, München 2006

Jakob, Michael, Investmentfonds, Frankfurt am Main, 1996

Jordans, Roman, Die Umsetzung der MiFID in Deutschland und die Abschaffung des § 37d WpHG, WM 2007, 1827-1831

Joussen, Edgar, Der Erwerb von selbständigen Optionsscheinen als Börsentermingeschäft, BB 1997, 2117-2123

Kamlah, Klaus, Strukturierte Anleihen, WM 1998, 1429-1439

Kengeter, Carsten, Kreditderivate - die Signifikanz des Credit Default Swaps, ZKredW 2003, 627-631

Kern, Markus, Securitisation, Allheilmittel für die Fußball-Bundesliga?, Bank 2003, 444-449

Kestler, Alexander, Neues Investmentrecht bringt den Finanzplatz Deutschland voran, Bank 2003, 675-679

Kilgus, Stefan, Anleihen mit Tilgungswahlrecht des Emittenten (Reverse Convertibles), WM 2001, 1324-1330

Kirchhoff, Götz, Investmentfonds versus Zertifikate: eine differenzierte Betrachtung, ZKredW 2005, 240-241

Kirschner, Wolfgang/ Hermann, Frank/ Wiedemann, Markus, Kreditderivate im institutionellen Portfoliomanagement in Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, Hrsg. Burghof, Hans-Peter/ Henke, Sabine/ Rudolph, Bernd/ Schönbacher, Philipp/ Sommer, Daniel, 1. Auflage, Stuttgart 2000, S. 345-367

Koberstein-Windpassinger, Carmen, Wahrung des Bankgeheimnisses bei Asset-Backed Securities-Transaktionen, WM 1999, 473-482

Koch-Weser, Caio K., Rahmenbedingungen für die Verbriefung von Kreditforderungen in Deutschland, ZKredW 2003, 623-626

König, Andreas/ van Aerssen, Rick, Das Rundschreiben des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen zur „Veräußerung von Kundenforderungen im Rahmen von Asset-Backed-Securities-Transaktionen durch deutsche Kreditinstitute“, WM 1997, 1777-1786

Kümpel, Siegfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Auflage, Köln 2004

ders., Zur Neugestaltung des Termin-, Differenz- und Spieleinwandes, WM 1997, 49-58

Kusserow, Berthold/ Dittrich, Kurt, Rechtsprobleme bei Asset Backed Securities-Transaktionen deutscher Kreditinstitute unter besonderer Berücksichtigung datenschutzrechtlicher Aspekte, WM 1997, 1786-1796

Krämer, Lutz, Finanzswaps und Swapderivate in der Bankpraxis, Berlin 1999

Krimphove, Dieter/ Monnet, Jean, Zertifikatehandel in Deutschland, FB 2006, 255-263

Kropp, Matthias/ Klotzbach, Daniela, Der Exposure Draft zu IAS 39 „Financial Instruments“ - Darstellung und kritische Würdigung der geplanten Änderungen des IAS 39, WPg 2002, 1010-1031

Kunze, Stephan/ Gruber, Claus, Fonds und strukturierte Produkte wachsen zusammen, Bank 2006, 9-12

Landry, Sophie/ Radeke, Oliver, Kreditderivate in der Praxis in Handbuch Kreditrisikomodelle und Kreditderivate, Hrsg. Eller, Roland/Gruber, Walter/ Reif, Markus, Stuttgart 1999, S. 527-574

Lenenbach, Markus, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Köln 2002

ders., Aktienanleihen: Ihre Behandlung im Zivil- und Börsenterminrecht und nach dem AGBG, NZG 2001, 481-493

Lerbinger, Paul, Asset Backed Securities am US-Kapitalmarkt, Bank 1987, 310-315

Limmer, Peter, „Harte“ und „weiche“ Patronatserklärungen in der Konzernpraxis, DStR 1993, 1750-1752

Linde, Volker/ Meyer, Nicolas, Der Markt für Wetterrisiken, FB 2003, 858-867

Livonius, Hilger von, Aufsichts- und steuerrechtliche Behandlung fondsgebundener Lebensversicherungen, FB 2005, 678-687

Lochmüller, Ralf/ Schneider, Pia C., Für ein institutionelles Asset Management „Made in Germany“, ZKredW 2006, 828-830

Lohneiß, Herbert, Unternehmensfinanzierung in Deutschland: Diversifizierung gefragt, ZKredW 2003, 639-643

Lüdenbach, Norbert, Geplante Neuerungen bei Bilanzierung und Ausweis von Finanzinstrumenten nach IAS 32 und IAS 39, BB 2002, 2113-2119

Luttermann, Claus, Anmerkungen zum BGH-Urteil vom 12. März 2002, JZ 2002, 780-781

ders., Aktienverkaufoptionsanleihen („*reverse convertible notes*“), standardisierte Informationen und Kapitalmarktdemokratie, ZIP 2001, 1901-1906

Maier-Reimer, Georg, Der Termin- und Differenzeinwand im Optionsscheinhandel, AG 1988, 317-322

Matthias, Steffen, Investmentfonds in Europa in Asset Management in Kapitalanlage- und Versicherungsgesellschaften, Hrsg. Hehn, Elisabeth, Wiesbaden 2002, 3-31

Meinicke, Sven/ Nippel, Peter, Discount-Zertifikate: Eine portfoliotheoretische Analyse, FB 2004, 683-691

Melzer, Philipp, Zum Begriff des Finanztermingeschäfts, BKR 2003, 366-372

Merritt, Roger/ Gerity, Michael/ Irving, Alyssa/ Lench, Mitchell, *Synthetic CDOs, A growing market, credit derivatives, a supplement to FOW*, Spring 2001, 17-21

Mülbert, Peter, Anlegerschutz bei Zertifikaten - Beratungspflichten, Offenlegungspflichten bei Interessenkonflikten und die Änderungen durch das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG), WM 2007, 1149-1163

Müller, Jörg, Aktienanleihen: Einordnung als Termingeschäft und Erfordernis schriftlicher Aufklärung?, ZBB 2001, 363-377

Neske, Christian, Grundformen von Kreditderivaten in Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, Hrsg. Burghof, Hans-Peter/ Henke, Sabine/ Rudolph, Bernd/ Schönbacher, Philipp/ Sommer, Daniel, 2. Auflage, Stuttgart 2005, S. 55-69

Niemann, Christoph, Finanzinnovationen im Binnenmarkt, WM 1993, 777-781

Niemann, Christoph/ Zwirner, Thomas, Reverse Convertibles - Richtige Struktur für den Anlageerfolg, Bank 1999, 628-631

Nordhues, Hans-Günther/ Benzler, Marc, Risikosteuerung durch Kreditderivate, WM 1999, 461-473

dieselben, Zivilrechtliche Einordnung von Kreditrisiken in Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, Hrsg. Burghof, Hans-Peter/ Henke, Sabine/ Rudolph, Bernd/ Schönbacher, Philipp/ Sommer, Daniel, 2. Auflage, Stuttgart 2005, S. 183-215

Nowell, Peter, Insurance derivatives: Time for take-off?, FOW, September 2000, 60-63

ders., Back to basis, credit derivatives, a supplement to FOW, February 2003, 5-7

Paul, Thomas, The new German Investment Act, Journal of International Banking Law & Regulation 2004, Issue 4, 136-142

Petkovic, Denis, New structures: „whole business“ securitisations of project cash flows, Journal of International Banking Law 2000, 187-190

Pfundt, Dieter, Zur Bedeutung von derivativen Wertpapieren im Produktspektrum einer Privatbank, ZKredW 2005, 223-225

Pohl, Wolfgang, Kreditderivate: Finanzinnovationen im Zeitalter des Euro, DZWiR 1998, 309-316

Posthaus, Achim, Exotische Kreditderivate in Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, Hrsg. Burghof, Hans-Peter/ Henke, Sabine/ Rudolph, Bernd/ Schönbacher, Philipp/ Sommer, Daniel, 2. Auflage, Stuttgart 2005, S. 71-86

Prokop, Jörg, Die Einstufung von Warentermingeschäften als Finanzinstrumente nach IFRS, WPg 2007, 336-341

Pütz, Achim/ von Livonius, Hilger, Anlagen in Hedgefonds über Collateralized Fund Obligations (CFO), Absolutreport 2005, 40-49

Raab, Wolfgang, Grundlagen des Investmentfondsgeschäftes, Frankfurt am Main 2006

Rinze, Peter/ Klüwer, Arne Cornelius, Securitisation - praktische Bedeutung eines Finanzierungsmodells, BB 1998, 1697-1704

Rittinghaus, Hans-Rudolf/ Makowka, Thomas/ Hellmann, Ursula, Asset Backed Securities Transaktionen für deutsche Kreditinstitute, Sparkasse 1997, 133-140

Reyffman, Alex/ Toft, Klaus, Space-age synthetic, credit derivatives, a supplement to the FOW, Summer 2001, 28-32

Roegele, Elisabeth/ Görke, Oliver, Novelle des Investmentgesetzes, BKR 2007, 393-400

Roese, Bernd, Neubeurteilung eingebetteter derivativer Finanzinstrumente - IFRIC D15: Reassessment of Embedded Derivatives, WPg 2005, 656-658

Rother, Sandra, Mittelstand-CDOs - Muntermacher für den ABS-Markt?, ZKredW 2006, 1061-1064

Rudolf, Markus, Wetterrisiken im Spannungsfeld zwischen Kapital- und Versicherungsmarkt, VW 2000, 689-691

Rümker, Dietrich, Anleihen mit Tilgungswahlrechten des Emittenten unter besonderer Berücksichtigung der Tilgung durch Lieferung von Aktien in Festschrift für Karl Beusch zum 68. Geburtstag am 31. Oktober 1993, Hrsg. Beisse, Heinrich/ Lutter, Marcus/ Nürger, Heribald, Berlin 1993, S. 739-757

Samleben, Jürgen, Das Börsentermingeschäft ist tot - es lebe das Finanztermingeschäft?, ZBB 2003, 69-77

Schäfer, Frank A./ Lang, Volker, Zur Reform des Rechts der Börsentermingeschäfte, BKR 2002, 197-212

Schimansky, Herbert/ Bunte, Hermann-Josef/ Lwowski, Hans-Jürgen, Bankrechts-Handbuch, Band II, 3. Auflage, München 2007

Schepers, Walter, Hedgefonds light - neue Produkte im Spezialfondsmantel, ZKredW 2007, 862

Scherer, Gerhard, Bilanzielle Behandlung von Schuldverschreibungen mit Emittententilgungswahlrecht, DStR 1999, 1205-1208

Schindler, Alexander, Neue Chancen der Diversifikation, ZKredW 2007, 848-850

Schlitt, Michael/ Seiler, Oliver/ Singhof, Bernd, Aktuelle Rechtsfragen und Gestaltungsmöglichkeiten im Zusammenhang mit Wandelschuldverschreibungen, AG 2003, 254-268

Schmolke, Klaus Ulrich, Die Regelungen von Interessenkonflikten im neuen Investmentrecht, WM 2007, 1909-1916

ders., Kostentransparenz im Investmentrecht und *Behavioral Law & Economics*, ZBB 2007, 454-464

Schmutz, Markus, Cat bonds poised to pounce, FOW, September 2001, 51-55

Scholand, Markus/ Glas, Dietrich, Wetterderivate - Szenarien eines Emerging Market, Bank 2002, 171-175

- Scholz, Hendrik/ Ammann, Kai/ Baule, Rainer*, Hebel-Zertifikate - Darstellung und Analyse eines innovativen Finanzproduktes, *Bank* 2003, 36-40
- Schöning, Stephan*, Die geplante Neufassung der bankaufsichtlichen Eigenkapitalunterlegung für Asset Backed Securities, *ZKredW* 2003, 667-672
- Schüler, Marcus*, Kreditderivate - die treibende Kraft im Kreditmarkt, *Bank* 2003, 250-253
- Schulte-Mattler, Hermann*, Harry Markowitz - auf den Schultern von Giganten, *Bank* 2007, 72-75
- Schulte-Nölke, Hans*, Anlegerschutz bei Optionsscheinen, *DStR* 1995, 1798-1801
- Schumann, Günter*, Optionsanleihen: Rechtliche Grundlagen und aktuelle Probleme, Köln 1990
- Schwab, Petra*, Financial Engineering mit Kreditderivaten in Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, Hrsg. Burghof, Hans-Peter/ Henke, Sabine/ Rudolph, Bernd/ Schönbacher, Philipp/ Sommer, Daniel, 2. Auflage, Stuttgart 2005, S. 347-362
- Schwarcz, Steven L.*, Die Alchemie der Asset Securitization, *DB* 1997, 1289-1297
- Schwark, Eberhard*, Ist die Aktienanleihe ein Börsentermingeschäft?, *WM* 2001, 1973-1993
- ders.*, Kurzkomentar zum KG-Urteil vom 16. Mai 2001, *EWiR* 15/2001, 713-714
- ders.*, Der Börsentermin- und Differenzeinwand im Optionsscheinhandel, *WM* 1988, 921-929
- Schwintowski, Hans-Peter*, Das Optionsscheingeschäft: Naturalobligation oder vollkommene Verbindlichkeit?, *ZIP* 1988, 1021-1026
- Schwintowski, Hans-Peter/ Schäfer, Frank A.*, Bankrecht, Commercial Banking - Investment Banking, 2. Auflage, Köln 2004
- Seip, Stefan*, Investmentgesetz: neuer Schwung für deutsche Spezialfonds?, *ZKredW* 2007, 839-841
- Smith, Claire*, *Structural solutions*, *FOW*, September 2000, 50-51
- Steck, Andreas/ Kurz, Antje-Irina*, Das neue Investmentgesetz – Aufsichtsrechtliche Gesichtspunkte, *FB* 2003, 737-751
- Stern, Melanie*, *The eye of the storm in power energy, a supplement to FOW*, December 2002, 6-7
- Stiller, Dirk*, Asset-Backed-Securities und das Bankgeheimnis, *ZIP* 2004, 2027-2032
- Stoimenov, Pavel A./ Wilkens, Sascha*, Der Markt für strukturierte Aktienprodukte in Deutschland, *FB* 2004, 207-218

Tilp, Andreas, Die Unverbindlichkeit von Geschäften in Optionsscheinen und Bezugsrechten, DB 1989, 2365-2370

Ulmer, Peter/ Ihrig, Christoph, Ein neuer Anleihetyp: Zero-Bonds, ZIP 1985, 1169-1180

Veil, Rüdiger, Anlageberatung im Zeitalter der MiFID - Inhalt und Konzeption der Pflichten und Grundlagen einer zivilrechtlichen Haftung, WM 2007, 1821-1826

Wallach, Edgar, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital im Gewand des Investmentänderungsgesetzes 2007, Der Konzern 2007, 487-497

Watzinger, Hermann, Einsatz von Kreditderivaten zum Zwecke der Eigenmitteloptimierung in Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, Hrsg. Burghof, Hans-Peter/ Henke, Sabine/ Rudolph, Bernd/ Schönbucher, Philipp/ Sommer, Daniel, 2. Auflage, Stuttgart 2005, S. 331-346

Wauters, Diego/ Jones, Martin, Catastrophe bonds and weather derivatives – a new asset class for hedge funds, BAI-Newsletter III/2002, 30, abrufbar unter www.bvai.de (Newsletter/ BAI-Newsletter III/2002)

Weber, Martin, Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts 2001/2002, NJW 2003, 18-26

Welcker, Johannes/ Ulrich, Joachim, Der Hebel als Maßstab zur Beurteilung der Kurssteigerungschancen von Kauf- und Verkaufsoptionen sowie Optionsscheinen, ZBB 1990, 21-28

Werner, Elmar, Wetter als Börsenprodukt, VW 2000, 1750-1754

Wiegand, Wolfgang, Bankrechtliche Aspekte der Asset Backed Securities in Bankrecht, Schwerpunkt und Perspektiven, Festschrift für Schimansky, Hrsg. Horn, Norbert/ Lwowski, Hans-Jürgen/ Nobbe, Gerd, Köln 1999, S. 837-855

Wiese, Tobias/ Dammer, Thomas, Zusammengesetzte Finanzinstrumente der AG, DStR 1999, 867-876

Wilkins, Sascha, Strukturierte Finanzprodukte mit Sportwetten-Charakter, FB 2005, 672-678

Wilkins, Sascha/ Röder, Klaus, „Geschützte“ Aktienanleihe als Innovation im Bereich strukturierter Finanzprodukte, ZBB 2002, 77-89

Wilkins, Marco/ Scholz, Hendrik, Reverse Convertibles und Discount-Zertifikate - Bewertung, Pricingrisiko und implizite Volatilität, FB 2000, 171-178

Wilkins, Marco/ Scholz, Hendrik/ Völker, Jörg, Analyse und Bewertung von Aktienanleihen und Discountzertifikaten, Bank 1999, 322-327

Wohlfarth, Jürgen, Strukturierte Wertpapiere als Termingeschäfte?, WM 1998, 1859-1869

Wood, Duncan, The misdirected directive?, Risk, September 2004, 102-104

Zahn, Marc, Paneuropäischer Zertifikatehandel, Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 6. November 2007, Verlagsbeilage „Derivate“, B4

Zahn, Andreas/ Lemke, Rudolf, Die Credit Linked Note - Anleihe mit integriertem Kreditderivat, WM 2002, 1536-1544

dieselben, Collateralized Debt Obligations, FB 2003, 37-43

Zeising, Michael, Asset Backed Securities (ABS) - Grundlagen und neuere Entwicklungen, BKR 2007, 311-317

Zetzsche, Dirk, Zwischen Anlegerschutz und Standortwettbewerb: Das Investmentänderungsgesetz, ZBB 2007, 438-454

Gesetzesmaterialien

Gesetzesbegründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtsrechtlicher Vorschriften (sechste KWG-Novelle) vom 20. Dezember 1996 (BR-Drucksache 963/96)

Gesetzesbegründung zum vierten Finanzmarktförderungsgesetz vom 18. Januar 2002 (BT-Drucksache 14/8017)

Gesetzesbegründung zum InvMG vom 19. September 2003 (BT-Drucksache 15/1553)

Gesetzesbegründung zum Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz vom 12. Januar 2007 (BT-Drucksache 16/4028)

Gesetzesbegründung zum InvÄndG vom 11. Juni 2007 (BT-Drucksache 16/5576)

Beschlussempfehlung des Finanzausschusses des Bundestages zum InvÄndG vom 25. Oktober 2007 (BT-Drucksache 16/6874)

Materialien zu EU-Richtlinien

Geänderter Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), 30. August 1994, KOM/94/329 endgültig - COD 453;

Kommissionsvorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), 9. September 1998, KOM(1998) 449 endgültig – 1998/0243(COD);

Geänderter Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvor-

schriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) vom 30. Mai 2000, KOM(2000)329 endgültig - 1998/0243 (COD)

Bericht des Europäischen Parlaments vom 1. Februar 2000 (A5-0025/2000) über (i) den Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), KOM(1998)449 - C4-0464/1998 - 1998/0243(COD), und (ii) den Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) zwecks Regulierung der Verwaltungsgesellschaften und der vereinfachten Prospekte für OGAW, KOM(1998)451 - C4-0465/1998 - 1998/0242(COD);

Gemeinsamer Standpunkt (EG) Nr. 24/2001 vom Rat festgelegt am 5. Juni 2001 im Hinblick auf den Erlass der Richtlinie 2001/.../EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom ... zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) hinsichtlich der Anlagen der OGAW (2001/ C 297/03);

Gegenüberstellung des ursprünglichen und geänderten Vorschlags für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) vom 31. Oktober 2000 (2000/ C 311 E/21), KOM(2000) 329 endgültig - 1998/0243(COD);

Stellungnahme des Wirtschafts- und Sozialausschusses vom 3. April 2002 (2002/C80/13) und der Europäischen Zentralbank vom 16. November 2001 (2001/C 344/05) zu dem Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist;

Geänderter Vorschlag für eine Richtlinie des europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG vom 9. August 2002, KOM (2002), 460 endgültig; 2001/0117 (COD);

Entwurf einer OGAW-Durchführungsverordnung (ESC/13/2006) vom März 2006 einschließlich *Background Note* (ESC14/2006);

Background Note (ESC/44/2006 Rev. 2) vom Januar 2007 zur OGAW-Durchführungsrichtlinie

Investitionen von Kapitalanlagegesellschaften in strukturierte Finanzprodukte

1. Kapitel: Einleitung und Gang der Untersuchung

KAGen sind nach § 2 Abs. 6 InvG Unternehmen, deren Hauptzweck in der Verwaltung von inländischen Investmentvermögen besteht.¹ Investmentvermögen sind gemäß § 1 Satz 2 InvG Vermögen zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage, die nach dem Grundsatz der Risikomischung in die nach dem InvG zulässigen Vermögenswerte angelegt sind.

KAGen sind damit Unternehmen, die Gelder von Anlegern nach dem Grundsatz der Risikomischung mit dem Ziel der Kapitalwertsicherung und Ertragssteigerung in bestimmten Vermögenswerten anlegen.²

Die Investmentidee im Sinne des Investmentsparens geht zurück auf die Mitte des 19. Jahrhunderts zunächst in Schottland und später in England gegründeten *Investment Trusts*. Diese wandten sich an Anleger mit bescheidenen Mitteln und versprachen ihnen, durch gemeinsame Anlage in Wertpapieren die gleichen Vorteile wie Anlegern mit großen Vermögen zu verschaffen und das Risiko durch Streuung der Anlage auf mehrere Wertpapiere zu verringern.³

Den gesetzlichen Rahmen für das Investmentgeschäft in Deutschland bildete vom 18. April 1957 bis zum 31. Dezember 2003 das KAGG. Es war Organisations-, Aufsichts- und Vertriebsgesetz und umfasste auch steuerrechtliche Vorschriften.⁴ Bei Erlass des KAGG war es ein besonderes Anliegen

¹ Neben der Verwaltung von inländischen Investmentvermögen kann der Hauptzweck einer KAG auch zusätzlich in der individuellen Vermögensverwaltung liegen. Jedoch kann die individuelle Vermögensverwaltung nicht allein Hauptzweck einer KAG sein, vgl. §§ 2 Abs. 6 und 6 Abs. 1 Satz 1 InvG.

² Vgl. dazu Förster/ Hertrampf, Das Recht der Investmentfonds, Rn. 1.

³ Vgl. Baur, Investmentgesetze - Kommentar, 1. Teilband, Einleitung I, Rn. 1; Jacob, Investmentfonds, Möglichkeiten ihrer Ausgestaltung unter besonderer Berücksichtigung einer neuen Anlegerschutzkonzeption, S. 20.

⁴ Baur, Das Investmentgeschäft, Rn. 9/ 9.

des Gesetzgebers breite Bevölkerungskreise als Anleger zu gewinnen und diese vor größeren Risiken zu schützen.⁵ Der öffentliche Vertrieb von Anteilen ausländischer Investmentgesellschaften sowie die Besteuerung derselben war vom 1. November 1969 bis zum 31. Dezember 2003 im AusInvestmG geregelt.⁶ Das AusInvestmG bezweckte den Schutz der in ausländische Investmentfonds anlegenden Anleger in Deutschland sowie die Schaffung von Wettbewerbsgleichheit zwischen inländischen und ausländischen Investmentfonds.⁷

Das Investmentsparen erfuhr mit der OGAW (I)-Richtlinie auch eine europarechtliche Vereinheitlichung.⁸ Ziel der Richtlinie ist es, innerhalb der Europäischen Union einen einheitlichen Mindeststandard für den Anlegerschutz zu schaffen und die Wettbewerbsbedingungen der Investmentindustrie anzugleichen, um so den grenzüberschreitenden Vertrieb von Investmentfonds zu fördern. Es soll ein europäischer Binnenmarkt im Bereich der kollektiven Kapitalanlagen geschaffen werden. Nachdem die ursprüngliche Fassung der OGAW-Richtlinie nochmals durch die Richtlinie 88/220/EWG überarbeitet worden war, wurde sie im Rahmen des ersten Finanzmarktförderungsgesetzes vom 22. Februar 1990 durch Änderung des KAGG und AusInvestmG umgesetzt.

Die OGAW-Richtlinie wurde durch die Verwaltungsrichtlinie und die Produktrichtlinie, die zusammen auch als OGAW III-Änderungsrichtlinien bezeichnet werden, wesentlich erweitert und geändert.⁹ Die OGAW III-

⁵ Baur, Investmentgesetze - Kommentar, 1. Teilband, Einleitung I, Rn. 7.

⁶ Vgl. Pfüller in Brinkhaus/Scherer, Kommentar zum KAGG/AusInvestmG, Einleitung zum AusInvestmG, Rn. 1.

⁷ Pfüller/Schmitt in Brinkhaus/Scherer, Kommentar zum KAGG/ AusInvestmG, § 1 AusInvestmG, Rn. 1.

⁸ Vgl. zur OGAW I-Richtlinie Matthias, Investmentfonds in Europa in Asset Management in Kapitalanlage- und Versicherungsgesellschaften, S. 3 (5); Carl/Hertrampf, Das Recht der Investmentfonds, Rn. 212 ff.

⁹ Die Produktrichtlinie befasst sich mit der Erweiterung des Kataloges zulässiger Vermögenswerte eines OGAW-Fonds. Hingegen beschäftigt sich die Verwaltungsrichtlinie mit den Verwaltungsgesellschaften und mit der Einführung eines sog. vereinfachten Prospektes. Eine „OGAW II Änderungsrichtlinie“ gab es nur im Entwurf, wurde aber mangels Erzielung eines politischen Konsenses auf EU-Ebene nicht verabschiedet.

Änderungsrichtlinien waren spätestens bis zum 13. August 2003 in nationales Recht umzusetzen und die entsprechenden nationalen Regelungen mussten spätestens bis zum 13. Februar 2004 in Kraft getreten sein.¹⁰

Der deutsche Gesetzgeber hat die OGAW III-Änderungsrichtlinien zum Anlass genommen, das deutsche Investmentrecht grundlegend zu reformieren und dabei zusätzliche andere wichtige Reformvorhaben mit zu integrieren.¹¹ Insgesamt sollte durch das InvMG der Investmentstandort Deutschland fortentwickelt werden und die nationalen rechtlichen Rahmenbedingungen den attraktiven Investment-Regelungen wie zum Beispiel in Irland oder Luxemburg angeglichen werden.¹² Das InvMG trat am 1. Januar 2004 in Kraft und regelt in Art. 1 die Verabschiedung des InvG und in Art. 2 die Verabschiedung des InvStG sowie in Art. 17 Abs. 1 Satz 2 das Außerkrafttreten des AusInvestmG und des KAGG.¹³ Das InvG regelt die Bildung von inländischen Investmentvermögen, die Aufsicht über inländische Gesellschaften, die Anteile oder Aktien über Investmentvermögen ausgeben sowie den öffentlichen Vertrieb von ausländischen Investmentanteilen. Die steuerrechtlichen Vorschriften wurden ausgegliedert und einheitlich im InvStG zusammengefasst.

Durch das Inkrafttreten des InvMG und der damit erfolgten Umsetzung der Produktrichtlinie in nationales Recht wurden im Bereich der richtlinienkon-

Vgl. dazu den Richtlinienentwurf KOM/94/329ENDG, Amtsblatt der Europäischen Union Nr. C 242 vom 30. August 1994, S. 5 ff.

¹⁰ Vgl. jeweils Artikel 3 der Richtlinie 2001/107/EG und 2001/108/EG vom 21. Januar 2001.

¹¹ Es wurde zum Beispiel erstmalig eine Regelung für die Auflegung von deutschen Single- und Dach-Hedgefonds als Sondervermögen oder Investmentaktiengesellschaften geschaffen, vgl. §§ 96 ff. und 112 ff. InvG. Hedgefonds werden im InvG als „Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“ bezeichnet, vgl. §§ 112 und 113 InvG. Vgl. zu Hedgefonds Eling, Hedgefonds in Deutschland - erste Erfahrungen nach Einführung des Investmentmodernisierungsgesetzes, ZKredW 2006, 561.

¹² Vgl. S. 65 der Gesetzesbegründung zum InvMG vom 19. September 2003 (BT-Drucksache 15/1553). Vgl. zum InvMG Kestler, Neues Investmentrecht bringt den Finanzplatz Deutschland voran, Bank 2003, 675; Steck/Kurz, Das neue Investmentgesetz - Aufsichtsrechtliche Gesichtspunkte, FB 2003, 737; Paul, *The New German Investment Act*, *Journal of International Banking Law & Regulation*, 2004, Issue 4, 136.

¹³ Das Inkrafttreten des InvMG ergibt sich aus dessen Art. 17 Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 und 3.

formen Sondervermögen die Anlagemöglichkeiten erweitert. Nach den Vorgaben des InvG ist zum Beispiel eine Anlage in jede Art von Derivaten zulässig, soweit diese Derivate sich auf bestimmte Basiswerte beziehen.¹⁴

Das InvG wurde erneut durch das InvÄndG vom 21. Dezember 2007 novelliert.¹⁵ Das InvÄndG dient unter anderem der Deregulierung der Investmentbranche, der Modernisierung des Regulierungsrahmens für offene Immobilienfonds, der Förderung von Produktinnovationen und einer Verbesserung des Anlegerschutzes und der Corporate Governance.¹⁶

Das verwaltete Vermögen von europäischen Investmentgesellschaften hat eine beträchtliche Summe von ca. EUR 7,5 Billionen erreicht.¹⁷ Damit spielt die europäische Fondsindustrie eine wichtige Funktion für die europäischen Finanzmärkte, insbesondere auch im Bereich der Altersvorsorge.

Bislang gibt es in der OGAW-Richtlinie keine Vorschriften, die strukturierte Finanzprodukte als eigenständige Anlageklasse ausdrücklich regeln. Dies ist in erster Linie darin begründet, dass strukturierte Finanzprodukte zum Zeitpunkt des europäischen Gesetzgebungsverfahrens Mitte der achtziger Jahre keine wesentliche Rolle auf den europäischen Finanzmärkten gespielt haben. Erst Ende der achtziger und Anfang der neunziger Jahre sind strukturierte Finanzprodukte vermehrt auf den Finanzmärkten in Erscheinung getreten und haben sich seitdem durch eine rasante Fortentwicklung ausgezeichnet.

Eine ausdrückliche Regelung strukturierter Finanzprodukte erweist sich aufgrund der Bandbreite und Komplexität dieser Finanzprodukte aber auch

¹⁴ Vgl. § 51 Abs. 1 Satz 1 InvG.

¹⁵ Vgl. zum InvÄndG Roegele/Görke, *Novelle des Investmentgesetzes*, BKR 2007, 393; Schmolke, *Die Regelung von Interessenkonflikten im neuen Investmentrecht*, WM 2007, 1909; Zetzsche, *Zwischen Anlegerschutz und Standortwettbewerb: Das Investmentänderungsgesetz*, ZBB 2007, 438; Schmolke, *Kostentransparenz im Investmentrecht und Behavioral Law & Economics*, ZBB 2007, 454.

¹⁶ Vgl. S. 1, 2 und 114 ff. der Gesetzesbegründung zum InvÄndG vom 11. Juni 2007 (BT-Drucksache 16/5576).

¹⁷ Vgl. S. 32 des EFAMA-Jahresberichts 2006/2007.

hinsichtlich der Innovationsfreudigkeit der sog. Finanzingenieure, auch *Financial Engineers* genannt,¹⁸ als schwierig.

In der Praxis hat sich gezeigt, dass die Vorschriften der OGAW-Richtlinie zu zulässigen Vermögenswerten für OGAW-Fonds in den einzelnen Mitgliedstaaten unterschiedlich umgesetzt bzw. von den Aufsichtsbehörden unterschiedlich ausgelegt worden sind. Dies hat dazu geführt, dass es zu Wettbewerbsverzerrungen und zu sog. „Aufsichtsarbitrage“ auf dem europäischen Binnenmarkt gekommen ist.¹⁹ Produktentwickler entscheiden sich hinsichtlich der Auflegung von OGAW-Fonds für den nationalen Fondsstandort in Europa (häufig für Luxemburg), in dem die jeweilige Aufsichtsbehörde einen möglichst liberalen Regulierungsrahmen vorgegeben hat. Mit Hilfe des sog. EU-Passes für OGAW-Fonds können diese Fonds anschließend in den eigentlichen Zielländern öffentlich vertrieben werden, ohne dass die Aufsichtsbehörden der jeweiligen Aufnahmemitgliedsstaaten grundsätzlich eine Handhabe hatten, den öffentlichen Vertrieb aufgrund der in Frage gestellten Richtlinienkonformität zu untersagen.²⁰

Dieser Missstand und die an Bedeutung zunehmende Frage, ob bestimmte Produktinnovationen wie Kreditderivate und strukturierte Finanzprodukte

¹⁸ Funk, *Hybride Finanzinstrumente im US-Steuerrecht*, RIW 1998, 138 (138). *Financial Engineering* wird der mit der Auflage strukturierter Finanzprodukte befasste Arbeitsbereich eines Kreditinstitutes bezeichnet, vgl. Wilkens/Röder, „Geschützte“ Aktienanleihe als Innovation im Bereich strukturierter Finanzprodukte, ZBB 2002, 77 (78); Delp, Besteuerung von Wertpapierkombinationen, BB 2003, 1594 (1594); Wilkens, *Strukturierte Finanzprodukte mit Sportwetten-Charakter*, FB 2005, 672 (672); Eller spricht auch von „Finanzalchimisten“, vgl. Eller, *Derivate Instrumente – Überblick, Strategien, Tendenzen*, Handbuch Derivater Instrumente, S. 3 (34).

¹⁹ Vgl. insb. S. 1 und 2 (dritter und vierter Absatz) der *Background Note* zur OGAW-DRL (ESC/44/2006 Rev 2), S. 2 (zweiter Absatz) der erläuternden Mitteilung der Kommission vom 19. März 2007 und Nrn. 9 und 10 der „*CESR's guidelines to simplify the notification procedure of UCITS*“ vom Juni 2006.

²⁰ Vgl. u.a. S. 10 (Nr. 2.3) der erläuternden Mitteilung der Kommission vom 19. März 2007 und S. 10 (*Guideline 2*) der „*CESR's guidelines to simplify the notification procedure of UCITS*“ vom Juni 2006. Der sog. EU-Pass für OGAW-Fonds ist in den Art. 44 ff. OGAW-Richtlinie bzw. in den jeweiligen nationalen Umsetzungsgesetzen (vgl. zum Beispiel §§ 128 f. bzw. 132 ff. InvG) geregelt.

von den in der OGAW-Richtlinie genannten Vermögenswerten umfasst sind, haben die Kommission dazu veranlasst, einen einheitlichen europäischen Rahmen durch eine Auslegung und Interpretation der Definitionen für zulässige Vermögenswerte der OGAW-Richtlinie vorzugeben. Die Vorbereitungen für das europäische Rechtsetzungsverfahren reichen bis in das Jahr 2004 zurück. Zu diesem Zeitpunkt hatte sich die Kommission an CESR gewandt und um Rat gebeten, in welchen Bereichen der zulässigen Vermögenswerte eine Klärung notwendig sei und wie eine zukünftige europäische Regelung ausgestaltet werden könnte.²¹ Im Jahr 2005 gab es von CESR zu diesem Thema zwei Konsultationsverfahren, bei denen Marktteilnehmer Stellungnahmen zu den Entwürfen der CESR-Ratschläge abgaben. Mit mehrmonatiger Verzögerung veröffentlichte CESR im Januar 2006 seine detaillierten Ratschläge.²² Basierend auf diesen Ratschlägen erfolgte anschließend eine Abstimmung der europäischen Regelungen zwischen der Kommission, dem ESC und dem Europäischen Parlament. Am 20. März 2007 wurde die OGAW-DRL vom 19. März 2007 im Europäischen Amtsblatt veröffentlicht.²³ Fast zeitgleich veröffentlichte CESR am 19. März 2007 unverbindliche Richtlinien, die an die Aufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten gerichtet sind, um eine einheitliche Auslegung der OGAW-DRL zu gewährleisten.²⁴ Die Bestimmungen der OGAW-DRL sind innerhalb von zwölf Monaten in nationales Recht umzusetzen.²⁵ Nach weiteren vier Monaten, also am 23. Juli 2008, müssen die Mitgliedstaaten die betreffenden nationalen Regelungen spätestens anwenden.²⁶ Durch die OGAW-

²¹ Das CESR-Mandat der Kommission ist abrufbar unter www.cesr-eu.org (*Consultation/29 November 2004/Details*).

²² „CESR's advice to the European Commission on clarifications of definitions concerning eligible assets for investments of UCITS“, abrufbar unter www.cesr-eu.org (*Documents/CESR Submissions to EU Institutions/26 Jan. 2006/Details*)

²³ Vgl. S. L 79/11 ff. des Amtsblattes der Europäischen Union vom 20. März 2007.

²⁴ „CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS“, abrufbar unter www.cesr-eu.org (*Documents/Standards, Recommendations & Guidelines/19 March 2007/Details*).

²⁵ Gemäß Art. 13 Abs. 1 Satz 1 der OGAW-DRL sind die Mitgliedstaaten verpflichtet die erforderlichen Rechts- und Verwaltungsvorschriften in Kraft zu setzen, um der OGAW-DRL bis spätestens 23. März 2008 nachzukommen.

²⁶ Vgl. Art. 13 Abs. 1 Satz 3 der OGAW-DRL. Nach § 145 Abs. 1 Satz 2 InvG sind auf richtlinienkonforme Sondervermögen spätestens ab dem

DRL und die CESR-Richtlinien wird der mögliche Erwerb von strukturierten Finanzprodukten für OGAW-Fonds erstmalig auf europäischer Ebene ausdrücklich geregelt. Die OGAW-DRL wurde durch das InvÄndG, das am 28. Dezember 2007 in Kraft getreten ist, in nationales Recht umgesetzt.²⁷

Für ein besseres Verständnis von strukturierten Finanzprodukten werden in **Kapitel 2** Gründe für die Entwicklung von strukturierten Finanzprodukten gegeben. Da Terminmarktprodukte (Derivate) die wesentlichen Charaktermerkmale eines strukturierten Finanzproduktes ausmachen, werden außerdem kurz einige der wichtigsten Derivate beschrieben. Des Weiteren erfolgt eine Darstellung ausgewählter strukturierter Finanzprodukte, auf die in den nachfolgenden Kapiteln dieser Arbeit Bezug genommen wird.

Anschließend wird in **Kapitel 3** der Rahmen der investmentrechtlichen Infrastruktur für die Auflegung von Sondervermögen und die besonderen Schutzmechanismen für Inhaber von Fondsanteilen dargestellt. OGAW-Fonds stellen ein besonders hoch reguliertes Anlageprodukt dar, wobei der Schutz der Anteilinhaber basierend auf den Vorgaben der OGAW-Richtlinie eine zentrale Rolle spielt. Zudem wird diskutiert für welche sonstigen Investmentvermögen des InvG, die Regelungen für richtlinienkonforme Sondervermögen betreffend strukturierte Finanzprodukte eine Rolle spielen.

Danach werden in **Kapitel 4** die für strukturierte Finanzprodukte relevanten Vorschriften der OGAW-DRL und der CESR-Richtlinien einschließlich der Umsetzung in Deutschland dargestellt. Auch die aktuelle Verwaltungspraxis der BaFin wird dabei berücksichtigt.²⁸

1. Juli 2008 die §§ 46 - 65 InvG (in der Fassung nach in Kraft treten des InvÄndG) anzuwenden.

²⁷ Vgl. u.a. S. 118 und die Fußnote auf S. 1 der Gesetzesbegründung zum InvÄndG.

²⁸ Durch das Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht wurde am 1. Mai 2002 die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gegründet. Sie stellt einen Zusammenschluss der ehemaligen Bundesämter für das Kreditwesen, das Versicherungswesen und den Wertpapierhandel dar. Dadurch gibt es in Deutschland erstmals eine integrierte staatliche Aufsicht über Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute und Versicherungen, die sektorübergreifend den gesamten Finanzmarkt umfasst. Die BaFin ist eine rechtsfähige bunde-

In **Kapital 5** wird erörtert, ob diese europäischen und nationalen Regelungen im Bereich der OGAW-Fonds bzw. richtlinienkonformen Sondervermögen inhaltlich überzeugen können. Ein Schwerpunkt der Bewertung liegt in der Analyse der Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) und Art. 10 OGAW-DRL und §§ 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8, 51 Abs. 1 Satz 2 InvG als zentrale Vorschriften betreffend strukturierte Finanzprodukte. Ein wichtiger Prüfungspunkt ist dabei, ob durch diese Vorschriften (i) eine Durchschaupflicht festgeschrieben wird, d.h. ob die Zulässigkeit der jeweiligen Basiswerte eine entscheidende Rolle für die Erwerbbarkeit eines strukturierten Finanzproduktes spielt, und ob (ii) eine etwaige Durchschaupflicht durch einen sog. Delta-1-Ansatz eingeschränkt wird.

Im Übrigen werden nicht nur zu den zentralen Vorschriften der OGAW-DRL und des InvG betreffend strukturierte Finanzprodukte, sondern auch zu den strukturierte Finanzprodukte betreffenden Bestimmungen der CESR-Richtlinien und des Fragenkataloges zur Anwendung der OGAW-DRL der BaFin Hintergrundinformationen und Auslegungshilfen zur Verfügung gestellt, die dem praktischen Anwender den täglichen Umgang mit diesen Bestimmungen erleichtern soll. Diesem Zweck dienen auch die Hinweise zu den erforderlichen einzelnen Prüfungsschritten betreffend einzelner Vorschriften des InvG.

Ferner wird in **Kapitel 6** dargestellt, wie eine Regelung für strukturierte Finanzprodukte in der OGAW-Richtlinie zukünftig am günstigsten ausgestaltet werden könnte, wobei erörtert wird, ob eine deskriptive Darstellung der zulässigen Vermögenswerte in der OGAW-Richtlinie insbesondere angesichts der Konkurrenz mit anderen Investmentprodukten wie Zertifikaten noch zeitgemäß ist und ob ein Schwerpunkt des Anlegerschutzes nicht eher auf der Vertriebsseite in Form einer anleger- und anlagegerechten Beratung liegen sollte.

sunmittelbare Anstalt des öffentlichen Rechts. Vgl. Weber, Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts 2001/2002, NJW 2003, 18 (23).

2. Kapitel: Strukturierte Finanzprodukte

1. Abschnitt: Einleitung

Die Reichweite des Begriffes „strukturierte Finanzprodukte“ ist nicht eindeutig bestimmbar. Im weitesten Sinne werden davon innovative Finanzprodukte erfasst, die sich aus mehreren anderen Produkten zusammensetzen.

Im Rahmen dieser Arbeit sollen jedoch die investmentaufsichtsrechtlichen Bestimmungen diskutiert werden, die sich auf strukturierte Finanzprodukte beziehen, die sich aus Instrumenten der Kassa- und Terminmärkte zusammensetzen.²⁹ Es werden daher keine aufsichtsrechtlichen Bestimmungen bzw. Finanzprodukte untersucht, die sich zum Beispiel aus mehreren derivativen Komponenten, wie u.a. bei *Swaptions*, zusammensetzen.³⁰

Neben Aktien sind Anleihen, die auch als Renten, Bonds oder Obligationen bezeichnet werden, die wichtigsten an den Kassamärkten gehandelten Wertpapiere.³¹ Im Anleihegeschäft ist die Inhaberschuldverschreibung die wichtigste Wertpapierform. § 793 Abs. 1 Satz 1 BGB umschreibt die Schuldverschreibung auf den Inhaber als eine Urkunde, in welcher der Aussteller dem Inhaber eine Leistung verspricht. Rechtlich betrachtet stellt die Inhaberschuldverschreibung ein verbrieftes, verzinsliches Darlehen dar, das dem Emittenten vom Anleger gewährt wird. Bei einem entgeltlichen Darlehen wird die Darlehenssumme, d.h. im Falle einer Schuldverschreibung der Nominalbetrag, am Ende der Laufzeit an den Anleger zurückgezahlt und während der Laufzeit werden etwaige Zinsen ausgeschüttet.

²⁹ Vgl. Stoimenov/Wilkens, Der Markt für strukturierte Aktienprodukte in Deutschland, FB 2004, 207 (207).

³⁰ Eine Swaption ist eine Option auf einen Swap; vgl. dazu Schäfer in Schwintowski/Schäfer, Bankrecht, Commercial Banking - Investment Banking, § 21, Rn. 91.

³¹ Bei Kassageschäften handelt es sich um Geschäfte mit Wertpapieren an Börsen und anderen Finanzmärkten, die sofort erfüllt werden, d.h. der Käufer muss innerhalb einer Lieferfrist von wenigen Tagen den Kaufpreis bezahlen und der Verkäufer muss die verkauften Wertpapiere liefern. Weil der Kaufpreis sofort in die „Kasse“ des Verkäufers fließt, spricht man auch vom Kassahandel bzw. Kassageschäft. Vgl. zum Kassageschäft Kumpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 17.648.

Eine solche typische Form einer Schuldverschreibung kann mit einem oder mehreren Derivaten fest zu einem neuen (strukturierten) Finanzprodukte verbunden werden. Mit Hilfe der eingebetteten Derivate können zum Beispiel die Laufzeit oder die Verzinsung verändert werden. Ein ganz wesentlicher Schwerpunkt eingebetteter Derivate stellt jedoch die Veränderung der Rückzahlungsmodalitäten des Nominalbetrages dar.³² Bei strukturierten Finanzprodukten wird häufig nicht der (volle) Nominalbetrag zu einem bestimmten Zeitpunkt fest zurückgezahlt, sondern die Rückzahlung wird an bestimmte Variablen gekoppelt. So könnte zum Beispiel die Höhe des Rückzahlungsbetrages bzw. die Wertveränderungen der Schuldverschreibung an den Öl- oder Goldpreis gekoppelt werden. Den Innovationsmöglichkeiten hinsichtlich der Ausgestaltung des Rückzahlungsprofils sind dabei keine Grenzen gesetzt. Daher gibt es alleine auf dem deutschen Kapitalmarkt mehr als 200.000 verschiedene strukturierte Finanzprodukte, die allgemein auch als „Zertifikate“ oder als „(verbriefte) Derivate“ oder „derivative Wertpapiere“ bezeichnet werden.³³

Strukturierte Produkte haben Mitte der neunziger Jahre in Deutschland Einzug gehalten und sind nunmehr fest etabliert.³⁴ Die Gründe für die Schaffung von strukturierten Produkten sind vielfältig. Als zwei Hauptgründe werden aufsichtsrechtliche Arbitragemöglichkeiten (*regulatory arbitrage*) und die Berücksichtigung von Kundenwünschen (*customisation*) angeführt.³⁵ Ein Investor kann zum Beispiel mittels strukturierter Finanzprodukte indirekt in Derivate investieren, in die er aufgrund aufsichtsrechtlicher oder

³² Vgl. dazu Mülbert, Anlegerschutz bei Zertifikaten – Beratungspflichten, Offenlegungspflichten bei Interessenkonflikten und die Änderungen durch das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG), WM 2007, 1149 (1149).

³³ Vgl. hinsichtlich der Anzahl an strukturierten Produkten Zahn, Paneuropäischer Zertifikatehandel, S. B4 der Verlagsbeilage „Derivate“ der Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 6. November 2007. Der Autor spricht von rund 240.000 verschiedenen Produkten, die Anlegern in Deutschland zurzeit zur Wahl stehen.

Der Verbriefungsaspekt wird häufig in der (Fach-)Presse nicht berücksichtigt, so dass immer öfter auch der Begriff „Derivate“ für strukturierte Finanzprodukte/ Zertifikate benutzt wird.

³⁴ Wilkens/Röder, „Geschützte“ Aktienanleihen als Innovation im Bereich strukturierter Finanzprodukte, ZBB 2002, 77 (78).

³⁵ Das, *Structured Products & Hybrid Securities*, 7; ders., *Synthetic assets, Part 3: Structured notes*, FOW, November 2002, 55 (57).

interner Anlagevorschriften nicht hätte direkt investieren dürfen.³⁶ Dies nennt man Ausnutzung von aufsichtsrechtlichen Arbitragemöglichkeiten. Strukturierte Finanzprodukte erlauben es zudem, ein Finanzprodukt zu schaffen, das die Risiko- und Ertragsstruktur aufweist, die zu einem Investor passt oder von diesem gewünscht wird.³⁷

Derivate werden in strukturierten Finanzprodukten auch zum Zwecke des Risikotransfers, wie zum Beispiel bei *Credit Linked Notes* (CLN) oder *CAT-Bonds*, genutzt.³⁸ Dabei treten auf Anlegerseite überwiegend institutionelle Anleger wie Versicherungs- und Fondsgesellschaften auf.

Aber auch Privatanlegern wird eine nahezu unüberschaubare Anzahl an strukturierten Finanzprodukten in Form von Zertifikaten angeboten. Zertifikate haben sich mittlerweile neben anderen Produkten wie Investmentfonds oder fondsgebundenen Lebensversicherungen fest als Spar- und Investmentprodukte auf dem (deutschen) Kapitalmarkt etabliert.

In aller Regel, soweit nicht insbesondere der Risikotransfer im Vordergrund steht, sichert sich der Emittent von strukturierten Finanzprodukten, häufig (Investment-)Banken oder speziell geschaffene Emissionsvehikel, auch SPV genannt, gegen die derivativen Risiken der Finanzprodukte durch derivative Gegengeschäfte ab.

Im nachfolgenden 2. Abschnitt wird ein grober Überblick über Derivate, als den wichtigsten Bausteinen für strukturierte Finanzprodukte gegeben. Dabei werden bestimmte Derivate näher erläutert, auf die in den nachfolgenden Kapiteln dieser Arbeit Bezug genommen wird. Danach werden im 3. Abschnitt einige ausgewählte strukturierte Finanzprodukte, auf die ebenfalls in den nachfolgenden Kapiteln dieser Arbeit Bezug genommen wird, dargestellt.

³⁶ Smith, *Structural solutions*, FOW, September 2000, 50 (50).

³⁷ Vgl. Das, *Structured Products & Hybrid Securities*, S. 9.

³⁸ Credit Linked Notes sind verbrieftete Kreditderivate, vgl. S. 29 ff. unten. Die Abkürzung „CAT“ steht für „Catastrophe“.

2. Abschnitt: Derivate

I. Einführung, Begriffsbestimmung und Systematisierung

Den Kassageschäften stehen andere derivative Finanzgeschäfte gegenüber, die nicht sofort zu erfüllen sind. Auch sie beziehen sich auf Wertpapiere und andere Basiswerte (*Underlyings*). Ihre Besonderheit liegt darin, dass die Basiswerte entweder später („per Termin“) zu liefern und zu bezahlen sind oder dass kein Austausch von Geld gegen Wertpapiere stattfindet, sondern – ebenfalls zu einem späteren Zeitpunkt – nur eine Kursdifferenz ausgeglichen wird.³⁹ Im Gegensatz zu strukturierten Finanzprodukten wird daher bei Abschluss von Derivatgeschäften in der Regel keine „Anschaffungszahlung“ vorgenommen.⁴⁰

Derivate werden als innovative Finanzinstrumente umschrieben, deren Wert von der Entwicklung anderer Finanzinstrumente oder Referenzgrößen abhängt bzw. abgeleitet wird.⁴¹ Eine gesetzliche Derivate-Definition enthält zum Beispiel § 1 Abs. 11 Satz 4 KWG und der wortgleiche § 2 Abs. 2 WpHG, die beide der Umsetzung des Anhangs I, Abschnitt C, Nr. 4 – 10 der MiFID dienen.⁴² Die Definitionen haben jedoch nur Geltung für den Anwendungsbereich des jeweiligen Gesetzes. Das Investmentgesetz hingegen benutzt den Begriff des Derivates, ohne ihn zu definieren.⁴³

Wichtig für das Verständnis von Derivaten ist, dass sie Finanzprodukte sind mit denen einzelne Risiken (zum Beispiel Zins-, Währungs- und Bonitätsri-

³⁹ Vgl. Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.76.

⁴⁰ Eine Ausnahme besteht zum Beispiel bei Optionsgeschäften. Der Optionsinhaber entrichtet eine Optionsgebühr an den Stillhalter, damit dieser im Fall der Optionsausübung die vereinbarte Lieferverpflichtung übernimmt, vgl. Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rn. 6.44.

⁴¹ Enzyklopädisches Lexikon des Geld-, Bank- und Börsenwesens, Band 1: A-I, S. 362.

⁴² Vgl. S. 8 ff.; 111 der Gesetzesbegründung zum Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz vom 12. Januar 2007 (BT-Drucksache 16/4028).

⁴³ Das InvG erwähnt den Begriff „Derivate“ u.a. in § 2 Abs. 4 Nr. 3 InvG und § 51 Abs. 1 Satz 1 InvG. Die zuerst genannte Vorschrift, die keine weiteren Einschränkungen enthält, ist insbesondere für Single-Hedgefonds relevant, vgl. § 112 Abs. 1 InvG. Hingegen gibt die zuletzt genannte Vorschrift die zulässigen Basiswerte für Derivate, die grds. für Rechnung von richtlinienkonformen Sondervermögen erworben werden dürfen, vor.

siken) separat gehandelt werden können. Weitere wichtige Charaktermerkmale sind ein geringer Kapitaleinsatz und ein Hebeleffekt, auch Leverage-Effekt genannt. Für den Abschluss eines Derivatgeschäftes muss weniger Kapital eingesetzt werden als ein direktes Investment in den Basiswert erfordern würde.⁴⁴ Der Hebeleffekt bedeutet, dass eine Veränderung des Wertes des Basiswertes zu einer größeren Wertänderung des Derivates führt. Wenn zum Beispiel der Wert eines Basiswertes um 10 % steigt, dann steigt bei einem Hebel von vier der Wert des entsprechenden Derivates um 40 %.⁴⁵

Der spekulative Charakter und der Absicherungscharakter machen die ambivalente Einsatzmöglichkeit von Derivaten aus.⁴⁶

Derivate können vor allem nach dem Ort des Handelns (II.), nach der Geschäftsart (III.) und nach den zugrunde liegenden Basiswerten (IV.) systematisiert werden.

II. Systematisierung nach dem Ort des Handelns

Derivate können börsengehandelt sein (*exchange-traded*), zum Beispiel an der Terminbörse Eurex Deutschland, oder aufgrund von bilateralen Vereinbarungen gehandelt werden.⁴⁷ Dann werden sie als OTC-Derivate (*Over-*

⁴⁴ Eller, Derivate Instrumente - Überblick, Strategien, Tendenzen, Handbuch Derivater Instrumente, S. 3 (10).

⁴⁵ Vgl. dazu Eller, Derivate Instrumente - Überblick, Strategien, Tendenzen, Handbuch Derivater Instrumente, S. 3 (10). Vgl. hinsichtlich des Hebels bei Optionen Welcker/Ulrich, Der Hebel als Maßstab zur Beurteilung der Kurssteigerungschancen von Kauf- und Verkaufsoptionen sowie Optionsscheinen, ZBB 1990, 21.

⁴⁶ Der Absicherungscharakter eines Derivatgeschäftes kann zum Beispiel darin bestehen, dass ein Portfoliomanager sich gegen fallende Aktienkurse absichern möchte. In diesem Fall könnte er eine *Long-Put*-Position eingehen, d.h. Verkaufsoptionen auf die betreffenden Aktien im Portfolio erwerben.

⁴⁷ Außerbörsliche Derivatgeschäfte werden in der Regel Rahmenverträgen unterstellt. Für Inlandsgeschäfte gibt es den sog. Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte und für grenzüberschreitende Geschäfte das sog. ISDA Master Agreement, vgl. dazu Jahn in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Band II, § 114 Außerbörsliche Finanztermingeschäfte (OTC-Derivate), Rn. 34 ff.

the-counter) bezeichnet.⁴⁸ Der Vorteil von OTC-Derivaten gegenüber den standardisierten und börsengehandelten Derivaten besteht darin, dass sich individuelle Finanzprodukte kreieren lassen, die den Bedürfnissen des Verkäufers bzw. des Käufers entsprechen.⁴⁹

III. Systematisierung nach der Geschäftsart

Derivate lassen sich im wesentlichen in zwei Hauptgruppen (Fest- und Optionsgeschäfte) unterscheiden.⁵⁰

1. Festgeschäfte

Bei einem Festgeschäft vereinbaren der Verkäufer und Käufer den Verkauf eines Basiswertes zu einem bestimmten in der Zukunft liegenden Zeitpunkt. Wird das Festgeschäft an einer Terminbörse durchgeführt, wird es als *Future* bezeichnet. Anderenfalls, d.h. im Falle eines OTC-Geschäftes, wird es als *Forward* bezeichnet.⁵¹

Der Kurs eines Futures hängt in erster Linie vom Kurs des Basiswertes ab. Daher steigt auch der Futurekurs, wenn der Kassakurs steigt. Wichtig dabei ist zu bedenken, dass der Käufer eines Future – abgesehen von einer Sicherheitsleistung – keine Finanzmittel aufbringen muss, d.h. es wird kein Kaufpreis entrichtet.

Als Anleger kann man sowohl die Position eines Verkäufers als auch die eines Käufers einnehmen. Der Kauf eines Futures wird auch als *Future-Long-Position*, der Verkauf eines Futures auch als *Future-Short-Position* bezeichnet.

⁴⁸ Jahn in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Band II, § 114 Außerbörsliche Finanztermingeschäfte (OTC-Derivate), Rn. 1 ff.

⁴⁹ Scherer in Brinkhaus/Scherer, Kommentar zum KAGG/AuslInvestmG, § 8e KAGG, Rn. 1.

⁵⁰ Vgl. dazu Schäfer in Schwintowski/Schäfer, Bankrecht, Commercial Banking - Investment Banking, § 20, Rn. 14.

⁵¹ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.151.

2. Optionsgeschäfte

Bei einem Optionsgeschäft wird dem Optionskäufer das Recht eingeräumt ein bestimmtes Geschäft zu einem bestimmten Termin abzuschließen. Der Verkäufer wird auch als Stillhalter bezeichnet, da er abwarten muss, ob der Käufer von seiner Option Gebrauch machen wird.

Eine Kaufoption wird auch als *Call* und eine Verkaufsoption auch als *Put* bezeichnet. Denkbar sind aus Sicht des Verkäufers bzw. aus Sicht des Käufers jeweils zwei Fallgestaltungen.⁵² Der Verkäufer kann eine Kaufoption oder eine Verkaufsoption verkaufen. Der Käufer kann eine Kaufoption oder eine Verkaufsoption kaufen. Wenn zum Beispiel der Verkäufer eine Kaufoption verkauft, dann hat der Käufer die Option, von dem Verkäufer einen bestimmten Basiswert zu kaufen. Wenn hingegen der Verkäufer eine Verkaufsoption verkauft, erwirbt der Käufer die Option, einen bestimmten Basiswert an den Verkäufer zu verkaufen.

3. Swaps

Swaps werden teilweise als ein dritter Grundtypus neben Festgeschäft und Option bezeichnet.⁵³ Ein Swap ist eine Transaktion, bei der zwei Parteien Zahlungsströme über eine bestimmte Laufzeit austauschen.⁵⁴ Doch auch der *Swap* lässt sich auf die beiden o.g. Grundformen zurückführen.⁵⁵ Ein Wäh-

⁵² Die vier verschiedenen Positionen werden bei Optionsgeschäften auch wie folgt bezeichnet: *Long-Call*-, *Short-Call*-, *Long-Put*- und *Short-Put*-Position.

⁵³ Vgl. dazu die Gesetzesbegründung zur sechsten KWG-Novelle, BR-Drucksache 963/96, auszugsweise abgedruckt in ZBB 1997, 81 (92); Kümpel, Zur Neugestaltung des Termin-, Differenz- und Spieleinwandes für den Bereich der Derivate, WM 1997, 49 (55).

Swaps werden zum Teil als die wichtigste Finanzinnovation der 80iger Jahre bezeichnet, vgl. Niemann, Finanzinnovationen im Binnenmarkt, WM 1993, 777 (777); Vgl. zu Swaps, Fülbier, Zivilrechtliche Einordnung von Zins- und Währungsswaps, ZIP 1990, 544; Krämer, Finanzswaps und Swapderivate in der Bankpraxis, Berlin 1999.

⁵⁴ Hannemann, Swaps - Produktbeschreibung, Pricing und Bewertung, Handbuch Derivativer Instrumente, S. 249 (251).

⁵⁵ Vgl. dazu die Gesetzesbegründung zur sechsten KWG-Novelle, BR-Drucksache 963/96, auszugsweise abgedruckt in ZBB 1997, 81 (92).

Währungsswap beispielsweise ist lediglich eine Sonderform eines Devisentermingeschäftes.⁵⁶

Es ist wichtig hervorzuheben, dass die verschiedenen Formen der Derivate nicht unabhängig voneinander sind. Vielmehr sind sie mit Bausteinen zu vergleichen, die miteinander kombiniert werden können, um andere Formen von Derivaten zu bilden bzw. neue Formen zu kreieren.⁵⁷ Letztlich stellen sie unterschiedliche Ansätze dar, um bestimmte Risiken separieren und handeln zu können.

IV. Systematisierung nach dem zugrunde liegenden Basiswert

Hinsichtlich möglicher zugrunde liegender Basiswerte kann man sich zum Beispiel an dem Wortlaut des § 1 Abs. 11 Satz 4 KWG orientieren. Nach § 1 Abs. 11 Satz 4 Nr. 1 KWG sind mögliche Basiswerte u.a. Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Zinssätze, Devisen und Derivate. Es kommen aber auch Instrumente für den Transfer von Risiken wie z.B. Kreditrisiken (vgl. nachfolgende Nr. 1) oder Versicherungs- und Wetterrisiken (vgl. nachfolgende Nr. 2) in Betracht.⁵⁸

1. Instrumente für den Transfer von Kreditrisiken

Kreditderivate sind derivative Finanzinstrumente, deren Auszahlung von dem Kreditrisiko eines Referenzwertes (Basiswert) abhängt.⁵⁹ Kreditderivate machen es möglich, das Kreditrisiko von dem Basiswert zu isolieren und

⁵⁶ Bei einem Währungsswap wird zwischen zwei Partnern mit entgegengesetzten Währungsbedürfnissen bzw. unterschiedlichen Erwartungen von der Entwicklung zweier Währungen zu Beginn der Swaplaufzeit vereinbart, eine Kapitalsumme einschließlich der damit verbundenen Zinsverpflichtung in den wertgleichen Betrag der jeweils anderen Währung zu tauschen; vgl. Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rn. 6.69.

⁵⁷ Vgl. Eller, Derivative Instrumente - Überblick, Strategien, Tendenzen, Handbuch Derivativer Instrumente, S. 3 (9).

⁵⁸ Vgl. § 1 Abs. 11 Satz 4 Nr. 2 KWG betreffend Klima- oder anderen physikalischen Variablen als Basiswerte und § 1 Abs. 11 Satz 4 Nr. 4 KWG betreffend Kreditrisiken als Basiswerte.

⁵⁹ Burghof/Henke, Entwicklungslinien des Marktes für Kreditderivate, Kreditderivate - Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 31 (33).

separat zu handeln.⁶⁰ Das Kreditrisiko besteht in der Gefahr, dass ein Kreditnehmer seinen Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen kann oder will. Ein Verlust kann dabei durch einen konkreten Ausfall oder durch einen Wertverlust der Position entstehen, der dadurch bewirkt wird, dass sich die Wahrscheinlichkeit oder das Ausmaß eines möglichen Ausfalls erhöht hat.⁶¹

Kreditderivate erlangen insbesondere große Bedeutung bei der Strukturierung sog. synthetischer *Asset Backed Securities* (ABS) und in verbriefter Form als CLN, die als strukturierte Finanzprodukte zu betrachten sind.⁶²

Es werden drei wesentliche Kreditderivat-Produkte unterschieden, wobei jeweils an verschiedenartige kreditrisikobezogene Ereignisse angeknüpft wird.⁶³ Credit Default Swaps sichern das reine Ausfallrisiko ab (vgl. nachfolgend lit. a). Credit Spread Options beziehen sich auf das Bonitätsänderungsrisiko und Total Return Swaps umfassen das gesamte Marktwertänderungsrisiko (vgl. nachfolgend lit. b). Darüber hinaus sind von den *Financial*

⁶⁰ Vgl. insgesamt zu Kreditderivaten Hohl/Liebig, *Kreditderivate - ein Überblick*, Handbuch Kreditrisikomodelle und Kreditderivate, S. 499; Pohl, *Kreditderivate: Finanzinnovationen im Zeitalter des Euro*, DZWiR 1998, 309; Burghof/Henke, *Entwicklungslinien des Marktes für Kreditderivate*, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 31, Franke, *Risikomanagement mit Kreditderivaten*, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 309, Kirschner/Hermann/Wiedemann, *Kreditderivate im institutionellen Portfoliomanagement*, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 345; Schüler, *Kreditderivate - die treibende Kraft im Kreditmarkt*, Bank 2003, 250.

⁶¹ Burghof/Henke/Rudolph, *Kreditrisiken und Kreditmärkte*, Kreditderivate - Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 3 (4).

⁶² Vgl. S. 87 der Gesetzesbegründung zum InvMG vom 19. September 2003 (BT-Drucksache 15/1553) hinsichtlich der Bezeichnung von „Asset Backed Securities“ als strukturierte Produkte.

Vgl. zu Credit Linked Notes und synthetischen ABS S. 29 ff. und S. 36 unten und Schwab, *Financial Engineering mit Kreditderivaten*, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 347 (348).

⁶³ Hohl/Liebig, *Kreditderivate - ein Überblick*, Handbuch Kreditrisikomodelle und Kreditderivate, S. 499 (505).

Engineers schon längst auch sog. exotische Kreditderivate geschaffen worden.⁶⁴

a) Credit Default Swaps

Ein Credit Default Swap ist einer Versicherung ähnlich.⁶⁵ Der Sicherungsgeber verpflichtet sich gegen Zahlung einer Prämie bei Eintritt eines vorab spezifizierten Kreditereignisses bei dem Schuldner des Referenzaktivums eine Ausgleichszahlung an den Sicherungsnehmer zu zahlen.⁶⁶

Der Abschluss eines Credit Default Swap stellt nach h.M. keinen Versicherungsvertrag dar, da es u.a. an einer Schadensverteilung auf ein Kollektiv fehlt.⁶⁷ Trotz seines optionalen Charakters wird der Begriff „Credit Default Swap“ benutzt.⁶⁸ Ein Credit Default Swap kann sich auch auf einen „Korb“ von Forderungen beziehen, dann wird der Ausdruck *Basket Credit Default Swap* benutzt.⁶⁹ Credit Default Swaps werden als die Keimzelle der Kredit-

⁶⁴ Exotische Kreditderivate sind zum Beispiel *Digital* und *Recovery Credit Default Swaps*, vgl. dazu Posthaus, *Exotische Kreditderivate, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis*, S. 71.

⁶⁵ Burghof/Henke/Rudolph, *Kreditderivate als Instrumente eines aktiven Kreditrisikomanagements*, ZBB 1998, 277 (279); Becker/Wolf, *Die Übertragung von Risiken mit Kreditderivaten - ein Weg aus der Krise?*, ZKredW 2003, 655 (656).

⁶⁶ Vgl. dazu u.a. S. 3 (Abschnitt II, ii) des BaKred-Rundschreiben 10/99 „Behandlung von Kreditderivaten im Grundsatz I gemäß §§ 10, 10a KWG und im Rahmen der Großkredit- und Millionenkreditvorschriften, abrufbar unter www.bafin.de (Aufsichtspraxis/ Rundschreiben/ Rundschreiben Bankaufsicht (bis April 2002)).

⁶⁷ Vgl. dazu Nordhues/Benzler, *Risikosteuerung durch Kreditderivate*, WM 1999, 461 (468); Nordhues/Benzler, *Zivilrechtliche Einordnung von Kreditrisiken, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis*, S. 183 (196).

⁶⁸ Vgl. S. 3 (Abschnitt II, ii) des BaKred-Rundschreiben 10/99 „Behandlung von Kreditderivaten im Grundsatz I gemäß §§ 10, 10a KWG und im Rahmen der Großkredit- und Millionenkreditvorschriften“, abrufbar unter www.bafin.de (Aufsichtspraxis/Rundschreiben/Rundschreiben Bankaufsicht (bis April 2002)).

Der Sicherungsnehmer zahlt eine Prämie für die Absicherung durch den Sicherungsgeber, daher ist diese Struktur eher vergleichbar mit einer Option. Bei einem Swap hingegen werden grds. verschiedene Zahlungsströme ausgetauscht.

⁶⁹ Posthaus, *Exotische Kreditderivate, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis*, S. 71 (74); Burghof/Henke, *Entwicklungsli-*

derivate bezeichnet und machen ca. 70 % des Umsatzes mit Kreditderivaten aus.⁷⁰

b) Total Return Swaps

Ein Total Return Swap ist ein synthetisches Aktivum, d.h. mit Hilfe dieses Kreditderivates wird der synthetische Erwerb oder Verkauf eines Basiswertes ermöglicht.⁷¹ Aus wirtschaftlicher Sicht bedeutet dies, dass der Sicherungsgeber den Ertrag und das Risiko aus zum Beispiel einer Anleihe erhält, ohne diese selbst erwerben zu müssen.

Bei einem Total Return Swap tauscht der Sicherungsnehmer die Erträge aus einem Referenzaktivum sowie dessen Wertsteigerung mit dem Sicherungsgeber gegen die Zahlung eines Bezugszinses und den Ausgleich der Wertminderung des Referenzaktivums periodisch aus.⁷² Der Sicherungsgeber übernimmt damit vom Sicherungsnehmer für die Laufzeit des Geschäfts neben dem Kredit- auch das gesamte Kursrisiko aus dem Referenzaktivum.

Der Zweck eines Total Return Swaps besteht nicht nur in der Absicherungsfunktion, sondern auch in der Möglichkeit des Erwerbs eines Aktivums durch einen Investor, das er ansonsten zum Beispiel aufgrund aufsichtsrechtlicher Bestimmungen nicht hätte erwerben dürfen.⁷³

nien des Marktes für Kreditderivate, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 33 (45).

⁷⁰ Brandt, Kreditderivate, BKR 2002, 243 (243); Schüler, Kreditderivate - die treibende Kraft im Kreditmarkt, Bank 2003, 250 (250).

⁷¹ Burghof/Henke/Rudolph, Kreditderivate als Instrumente eines aktiven Kreditrisikomanagements, ZBB 1998, 277 (281); Landry/Radeke, Kreditderivate in der Praxis, Handbuch Kreditrisikomodelle und Kreditderivate, S. 527 (540).

⁷² Vgl. S. 2 (Abschnitt II, i) des BaKred-Rundschreibens 10/99, „Behandlung von Kreditderivaten im Grundsatz I gemäß §§ 10, 10a KWG und im Rahmen der Großkredit- und Millionenkreditvorschriften“, abrufbar unter www.bafin.de (Aufsichtspraxis/ Rundschreiben/ Rundschreiben Bankaufsicht (bis April 2002)).

⁷³ Vgl. Landry/Radeke, Kreditderivate in der Praxis, Handbuch Kreditrisikomodelle und Kreditderivate, S. 527 (540).

2. Instrumente für den Transfer von Versicherungs- und Wetterrisiken

Der Versicherungsmarkt besteht aus Erst- und Rückversicherungsgesellschaften.⁷⁴ Die Erstversicherer übernehmen das Underwriting-Risiko vieler kleiner Policen, die das Verlust- oder Beschädigungsrisiko verschiedener Wirtschaftsgüter abdecken. Vertragspartner sind die jeweils risikoaversen Marktteilnehmer. Die Erstversicherer sind in den meisten Fällen aufgrund der vorhandenen Eigenmittelbasis, Risikoneigung oder Portfolioüberlegungen nicht in der Lage, alle Verträge selbst im Portfolio zu behalten.⁷⁵ Den Überhang an Risiken übernehmen in der Regel Rückversicherer aufgrund vertraglicher Grundlage mit den Primärversicherern.

Dieses Rückversicherungssystem stößt insbesondere bei der Absicherung von Naturkatastrophen an seine Grenzen. So hat allein der Hurrikan „Andrew“ im Jahre 1992 Schäden in Höhe von 16 Milliarden US-Dollar angerichtet.⁷⁶ Eine alternative Möglichkeit der Absicherung besteht in dem Transfer von Versicherungsrisiken in den Kapitalmarkt mittels Versicherungsderivaten.⁷⁷ Seit 1992 werden an der *Chicago Board of Trade (CBOT)* sog. CAT-Optionen gehandelt, wodurch sich Marktteilnehmer gegen Naturkatastrophen wie Hurrikans oder Erdbeben in den Vereinigten Staaten absichern können.⁷⁸ Als Basiswert kann ein sog. Marktschadensindex dienen, der die angefallenen Schäden der Versicherungswirtschaft nach einer Naturkatastrophe widerspiegelt.⁷⁹ Eine weitere Möglichkeit des Risikotransfers besteht mittels OTC-Derivaten.⁸⁰

⁷⁴ Vgl. Das, *Structured Products & Hybrid Securities*, S. 840.

⁷⁵ Vgl. Deistler/Ehrlicher/Heidorn, Cat-Bonds - Möglichkeiten der Verbriefung von Katastrophenrisiken, ZKredW 1999, 1119 (1119).

⁷⁶ Das, *Structured Products & Hybrid Securities*, S. 843.

⁷⁷ Grandi/Müller, Versicherungsderivate - Zur Konvergenz von Kapital- und Versicherungsmärkten, S. 1 ff., abrufbar unter <http://www.riva-online.de> (Tipps/Aufsätze).

⁷⁸ Vgl. Das, *Structured Products & Hybrid Securities*, S. 850.

⁷⁹ Grandi/Müller, Versicherungsderivate - Zur Konvergenz von Kapital- und Versicherungsmärkten, S. 4, abrufbar unter <http://www.riva-online.de> (Tipps/Aufsätze); vgl. auch Anders, Einsatz von Katastrophen-Indizes als Schadenbasis bei der Risk Securitization (I), Versicherungswirtschaft 1999, 161; ders., Einsatz von Katastrophen-Indizes als Schadenbasis bei der Risk Securitization (II), VW 1999, 232.

⁸⁰ Als mögliche Derivate kommen OTC-Optionen, aber auch Swaps in Betracht. Ein Swap kann sowohl ein Tausch sein zwischen festen Prämienzahlung gegen ungewisse Entschädigungszahlungen als auch ein Tausch

Der Versicherungsderivatemarkt ist erst in den neunziger Jahren in den Vereinigten Staaten entstanden.⁸¹ Das Versicherungsrisiko als Basiswert stellt eine attraktive Möglichkeit zur Portfoliodiversifikation dar, da Versicherungsrisiken kaum eine Korrelation zu Finanzrisiken aufweisen.⁸²

Der Hauptunterschied zwischen Versicherungs- und Wetterderivaten besteht darin, dass Versicherungsderivate an einen Schadensfall und Wetterderivate an das Wetterereignis selbst anknüpfen.⁸³ Zudem bieten Versicherungsderivate in erster Linie Versicherungsgesellschaften Schutz und Wetterderivate primär den schutzsuchenden Unternehmen.⁸⁴ Versicherungsderivate sichern eher Ereignisse ab, die bei geringer Eintrittswahrscheinlichkeit ein hohes Schadensrisiko mit sich bringen (*high-risk/ low probability event*), wohingegen Wetterderivate sich auf Ereignisse beziehen, die ein geringeres Risiko aufweisen, dafür aber mit einer höheren Eintrittswahrscheinlichkeit verbunden sind (*lower risk/ higher probability event*).⁸⁵

Viele Unternehmen wie zum Beispiel Elektrizitätsunternehmen oder Getränkehersteller sind von Witterungseinflüssen abhängig.⁸⁶ Als Bezugsgrößen kommen Temperaturen, Niederschlagsmengen oder auch Schneefall in

vergleichbarer Versicherungsrisiken zwischen zwei Versicherern zur Portfoliodiversifikation; vgl. dazu u.a. Das, *Structured Products & Hybrid Securities*, S. 880; Werner, Wetter als Börsenprodukt, VW 2000, 1750 (1750).

⁸¹ Vgl. Das, *Structured Products & Hybrid Securities*, S. 839.

⁸² Schmutz, *Cat bonds poised to pounce*, *FOW*, September 2001, 51 (53); Das, *Structured Products & Hybrid Securities*, S. 894.

⁸³ Vgl. Danilchick, *Atmospheric pressure*, *FOW*, September 1999, 42 (43). Vgl. allgemein zu den Wetterderivaten Stern, *The eye of the storm, power energy, a supplement to FOW*, December 2002, 6; Douglas-Jones, *Containing the weather*, *FOW*, December 2002, 24; dieselbe, *Don't blame it on the weatherman*, *FOW*, May 2003, 44; dieselbe, *Are you covered?*, *FOW*, December 2001, 48; Cooper, *Shelter from the storm*, *FOW*, August 2003, 40.

⁸⁴ Vgl. dazu Das, *Structured Products & Hybrid Securities*, S. 874.

⁸⁵ Vgl. Brewer/Foster, *Dual forecast*, *FOW*, July 2000, 44 (44); Evans, *Blowin` in the wind*, *FOW*, April 2001, 54 (56); Nowell, *Insurance derivatives: Time for take-off?*, *FOW*, September 2000, 60 (62).

⁸⁶ Vgl. Haggerty, *Derivatives – weather forecast mixed*, *International Finance Review* 2003, 50; Scholand/Glas, *Wetterderivate – Szenarien eines Emerging Market*, Bank 2002, 171 (171); Linde/Meyer, *Der Markt für Wetterrisiken*, FB 2003, 858 (858).

Betracht.⁸⁷ Mittels eines Wetterderivates kann sich zum Beispiel ein Energieunternehmen gegen Verluste absichern, die aufgrund eines milden Winters verursacht worden sind.⁸⁸

3. Abschnitt: Beispiele strukturierter Finanzprodukte

Wie auch bei Derivaten kann die Einteilung strukturierter Finanzprodukte nach verschiedenen Faktoren erfolgen.

Strukturierte Finanzprodukte können zum Beispiel in Anlage- und Hebelprodukte eingeteilt werden.⁸⁹

Anlageprodukte werden als Finanzinstrumente beschrieben, welche die Teilnahme an der Kursentwicklung der entsprechenden Basiswerte verbrieften. Diese Produkte sollen (i) in der Regel nicht risikoreicher als ein Direktinvestment in den jeweiligen Basiswert sein und (ii) durch ihre vielfältigen Ausgestaltungen den Bedürfnissen der Anleger dienen.⁹⁰ Zu den Anlageprodukten zählen regelmäßig u.a. Basket-, Themen- und Strategie-Zertifikate, Outperformance- und Bonus-Zertifikate, Aktienanleihen (vgl. nachfolgend unter I.), Discount-, Index- und Garantiezertifikate.⁹¹

⁸⁷ Wauters/Jones, *Catastrophe bonds and weather derivatives*, veröffentlicht im Newsletter III/2002 des Bundesverbandes Alternative Investments e.V. („BAI“), 30 (30), abrufbar unter www.bvai.de (Newsletter/BAI-Newsletter III/2002).

Bei Wetterderivaten besteht kein originärer, handelbarer Basiswert, vgl. Rudolf, *Weterrisiken im Spannungsfeld zwischen Kapital- und Versicherungsmarkt*, VW 2000, 689 (690); Corbally/Henderson, *Weather risk management - pricing models: Right or wrong?*, FOW, July 2001, 56 (61).

⁸⁸ Vgl. Werner, *Wetter als Börsenprodukt*, VW 2000, 1750 (1752); Evans, *Blowin` in the wind*, FOW, April 2001, 54 (55); Corbally/Henderson, *Weather risk management - pricing models: Right or wrong?*, FOW, July 2001, 56 (57).

⁸⁹ Vgl. dazu die von der Börse Stuttgart vorgenommene Einteilung von strukturierten Finanzprodukten, www.boerse-stuttgart.de (Optionsscheine/ Derivate Matrix).

⁹⁰ Vgl. dazu www.boerse-stuttgart.de (Tools & Services/Glossar/Anlagezertifikat).

⁹¹ Vgl. u.a. S. 15 des Monatsberichts 07/2007 des Derivate Forums. Das Derivate Forum schließt sich mit dem Deutschen Derivate Institut zum 1. Januar 2008 zum Deutschen Derivate Verband e.V. zusammen, vgl. www.derivate-forum.de (Presse/Pressemeldungen/30. Oktober 2007).

Hebelprodukte werden als Finanzinstrumente beschrieben, bei denen ein im Vergleich zum Erwerb des Basiswertes geringerer Kapitaleinsatz benötigt wird, um bei richtiger Markteinschätzung eine relativ überproportionale Wertentwicklung zu erzielen.⁹² Zu den Hebelprodukten zählen regelmäßig Optionsscheine (vgl. nachfolgend unter III.) und Knock-Out-Zertifikate.⁹³

Neben diesen Finanzinstrumenten sind auch die strukturierten Finanzprodukte zum Risikotransfer (vgl. nachfolgend unter IV. – VI.) und die ganz klassischen strukturierten Finanzprodukte wie Options- und Wandelanleihen (vgl. nachfolgend unter II.) zu nennen.

I. Aktienanleihen

Aktienanleihen (*Reverse Convertibles*) werden seit Anfang der neunziger Jahre auf dem deutschen Kapitalmarkt gehandelt.⁹⁴ Unter Aktienanleihen

Vgl. zu Discount-Zertifikaten Wilkens/Scholz, *Reverse Convertibles und Discount-Zertifikate - Bewertung, Pricingrisiko und implizite Volatilität*, FB 2000, 171 (173); Meinecke/Nippel, *Discount-Zertifikate, Eine portfoliotheoretische Analyse*, FB 2004, 683 (683); vgl. zu Index- und Bonus-Zertifikaten Haisch/Danz, *Besteuerung innovativer Zertifikatstypen im Privatvermögen*, FB 2005, 819 (819 und 823); vgl. zu Garantiezertifikaten Gratz, *Steuereffiziente Portfolio-Optimierung durch Zertifikate für risikoaverse Kapitalanleger*, BB 2005, 2678 (2678).

⁹² Vgl. zu Hebel-Zertifikaten, Scholz/Ammann/Baule, *Hebel-Zertifikate - Darstellung und Analyse eines innovativen Finanzproduktes*, Bank 2003, 36 (36).

⁹³ Vgl. dazu die von der Börse Stuttgart vorgenommene Einteilung von strukturierten Finanzprodukten, abrufbar unter www.boerse-stuttgart.de (Optionsscheine/Derivate Matrix); vgl. zu Knock-out-Produkten Fleischer, *Finanzwetten - exotische Derivate-Produkte und Wettbörsen*, ZKredW 2005, 250 (250).

⁹⁴ Rümker, *Anleihen mit Tilgungswahlrecht des Emittenten unter besonderer Berücksichtigung der Tilgung durch Lieferung von Aktien in Festschrift für Karl Beusch zum 68. Geburtstag am 31. Oktober 1993*, S. 739 (739).

Für die Aktienanleihe werden viele verschiedene Ausdrücke gebraucht, vgl. dazu Schwark, *Ist die Aktienanleihe ein Börsentermingeschäft?*, WM 2001, 1973 (1973); Rümker, *Anleihen mit Tilgungswahlrechten des Emittenten unter besonderer Berücksichtigung der Tilgung durch Lieferung von Aktien in Festschrift für Karl Beusch zum 68. Geburtstag am 31. Oktober 1993*, S. 739 (739); Müller, *Aktienanleihen: Einordnung als Termingeschäft und Erfordernis schriftlicher Aufklärung?*, ZBB 2001, 363 (364); Assmann, *Irrungen und Wirrungen im Recht der Ter-*

versteht man Schuldverschreibungen mit besonders ausgestalteten Rückzahlungsbedingungen, die mit einem regelmäßig deutlich über dem Marktzins liegenden Zinssatz ausgestattet sind.⁹⁵ Die Rückzahlungsbedingung besteht aus einem Wahlrecht des Emittenten, bei Fälligkeit dem Anleger entweder den Nominalbetrag zurückzuzahlen oder eine bestimmte Anzahl einer vorher festgelegten Aktie.

Die Struktur der Aktienanleihe wird als einfach bezeichnet.⁹⁶ Sie zerfällt in zwei Komponenten.⁹⁷ Der Anleger überlässt dem Emittenten einen bestimmten Kapitalbetrag auf Zeit. Dafür erhält der Anleger eine Verzinsung. Hierin liegt das Anleiheelement. Die oben beschriebene Rückzahlungsmodalität stellt wirtschaftlich betrachtet einen Verkauf einer Verkaufsoption (*Short Put-Option*) des Anlegers an den Emittenten dar.⁹⁸ Dem Emittenten wird die Option eingeräumt, dem Anleger nach einer bestimmten Zeit eine vorher festgelegte Anzahl von Aktien zu einem gleichfalls vorher vereinbarten Preis zu verkaufen. Der Anleger, der dem Emittenten eine Option einräumt, bekommt dafür eine Optionsprämie. Diese Prämie wird zu der ursprünglichen Verzinsung addiert und in Form einer überdurchschnittlichen Verzinsung an den Anleger ausgezahlt.⁹⁹

mingschäfte, ZIP 2001, 2061 (2061 f.); Luttermann, Anmerkung zum BGH-Urteil vom 12. März 2002, JZ 2002, 780 (780); Kilgus, Anleihen mit Tilgungswahlrecht des Emittenten (Reverse Convertibles), WM 2001, 1324 (1324); Luttermann, Aktienverkaufsoptionsanleihen, standardisierte Information und Kapitalmarktdemokratie, ZIP 2001, 1901 (1901); Wilkens/Scholz, Reverse Convertibles und Discount-Zertifikate - Bewertung, Pricingrisiko und implizite Volatilität, FB 2000, 171 (171, Fn. 1 und 2).

⁹⁵ Müller, Aktienanleihen: Einordnung als Termingeschäft und Erfordernis schriftlicher Aufklärung?, ZBB 2001, 363 (364).

⁹⁶ Vgl. Niemann/Zwirner, Reverse Convertibles - Richtige Struktur für den Anlageerfolg, Bank 1999, 628 (628); Schwark, Kurzkomentar zum KG-Urteil vom 16. Mai 2001, EWiR 15/2001, 713 (714).

⁹⁷ Delp, Besteuerungsregeln der Aktienanleihen im Privatvermögen, BB 2001, 1438 (1438).

⁹⁸ Braun, Anmerkung zum KG-Urteil vom 16. Mai 2001, BKR 2001, 48 (50).

⁹⁹ Vgl. Lenenbach, Aktienanleihen: Ihre Behandlung im Zivil- und Börsenterminrecht und nach dem AGBG, NZG 2001, 481 (484); Müller, Aktienanleihen: Einordnung als Termingeschäft und Erfordernis schriftlicher Aufklärung?, ZBB 2001, 363 (366); Kilgus, Anleihen mit Tilgungswahlrecht des Emittenten (Reverse Convertibles), WM 2001, 1324 (1325).

Für den Emittenten wird der Verkauf einer Aktienanleihe in der Regel ein Handels- und kein Spekulationsgeschäft darstellen.¹⁰⁰ Der Emittent ist mit den weit über dem Kapitalmarktzins liegenden Zinsen belastet. Zur Reduzierung der Zinsbelastung kann der Emittent eine Stillhalterposition in den lieferbaren Aktien durch den Verkauf einer Verkaufsoption gegenüber einer dritten Person einnehmen und die entsprechende Optionsprämie vereinnahmen.¹⁰¹ Der Emittent geht bei diesem OTC-Derivatgeschäft kein Aktienkursrisiko ein.¹⁰²

Wenn die vereinnahmte Optionsprämie des Emittenten höher ist als der an den Anleger gezahlte „Mehrzins“, erzielt der Emittent einen Gewinn in Höhe des Differenzbetrages.¹⁰³ Zudem profitiert der Emittent durch die zeitweise Vereinnahmung des Nominalbetrages von einer Fremdkapitalaufnahme.¹⁰⁴ Somit befindet sich der Anleger in einer Risikoposition, da er seine Position in der Regel nicht am OTC-Derivatemarkt absichern wird, während der Emittent in der Regel eine risikolose Position einnimmt.¹⁰⁵

Die oben beschriebene Form der Aktienanleihe stellt die Grundform dar. Es gibt eine Vielzahl von Variationsmöglichkeiten.¹⁰⁶ So kann zum Beispiel

¹⁰⁰ Clouth, Anmerkung zum KG-Urteil vom 16. Mai 2001, BKR 2001, 45 (46).

¹⁰¹ Scherer, Bilanzielle Behandlung von Schuldverschreibungen mit Emittententilgungswahlrecht, DStR 1999, 1205 (1206).

¹⁰² Wenn der Emittent bei Fälligkeit der Option Aktien angedient bekommt, macht er zwar insoweit ein schlechtes Geschäft. Er kann jedoch seinerseits dem Anleger Aktien liefern und hat zuvor von diesem den ursprünglichen Nominalbetrag vereinnahmt; vgl. Rümker, Anleihen mit Tilgungswahlrecht des Emittenten unter besonderer Berücksichtigung der Tilgung durch Lieferung von Aktien in Festschrift für Karl Beusch zum 68. Geburtstag am 31. Oktober 1993, S. 739 (740).

¹⁰³ Scherer, Bilanzielle Behandlung von Schuldverschreibungen mit Emittententilgungswahlrecht, DStR 1999, 1205 (1206).

¹⁰⁴ Vgl. Müller, Aktienanleihen: Einordnung als Termingeschäft und Erfordernis schriftlicher Aufklärung, ZBB 2001, 363 (366); Assmann, Irrungen und Wirrungen im Recht der Termingeschäfte, ZIP 2001, 2061 (2075).

¹⁰⁵ Scherer, Bilanzielle Behandlung von Schuldverschreibungen mit Emittententilgungswahlrecht, DStR 1999, 1205 (1205).

¹⁰⁶ Vgl. Schwark, Ist die Aktienanleihe ein Börsentermingeschäft?, WM 2001, 1973 (1973); Rümker, Anleihen mit Tilgungswahlrecht des Emit-

die Rückzahlung des Nominalbetrages an die Wertentwicklung von zwei Aktien geknüpft werden, sog. Doppel-Aktienanleihe, auch *Two Asset Reverse Convertible* genannt.¹⁰⁷ Eine Rückzahlung in Form von Aktien erfolgt, wenn nur eine Aktie unterhalb des vereinbarten Preises am Tage der Rückzahlung notiert. Der Anleger nimmt ein höheres Risiko auf sich, erhält in der Regel aber auch einen höheren Zinscoupon.

II. Wandel- und Optionsanleihen

Wandel- und Optionsanleihen sind unternehmerische Finanzierungsinstrumente im Sinne des § 221 Abs. 1 Satz 1 AktG und dienen der Fremdkapitalbeschaffung.¹⁰⁸

Wandelanleihen, auch *Convertible Bonds* genannt,¹⁰⁹ sind Schuldverschreibungen, die dem Gläubiger das Recht gewähren, seinen Anspruch auf Rückzahlung des Nennbetrages gegen eine bestimmte Zahl an Aktien einzu-

zenten unter besonderer Berücksichtigung der Tilgung durch Lieferung von Aktien in Festschrift für Karl Beusch zum 68. Geburtstag am 31. Oktober 1993, S. 739 (755); Scherer, Bilanzielle Behandlung von Schuldverschreibungen mit Emittentenwahlrecht, DStR 1999, 1205 (1205); vgl. zu „geschützten“ Aktienanleihen Wilkens/Röder, „Geschützte“ Aktienanleihen als Innovation im Bereich strukturierter Finanzprodukte, ZBB 2002, 77.

¹⁰⁷ Lenenbach, Aktienanleihen: Ihre Behandlung im Zivil- und Börsenterminrecht und nach dem AGBG, NZG 2001, 481 (482); Schwark, Ist die Aktienanleihe ein Börsentermingeschäft?, WM 2001, 1973 (1973); Müller, Aktienanleihen: Einordnung als Termingeschäft und Erfordernis schriftlicher Aufklärung?, ZBB 2001, 363 (364); Assmann, Irrungen und Wirrungen im Recht der Termingeschäfte, ZIP 2001, 2061 (2068); Wilkens/Scholz/Völker, Analyse und Bewertung von Aktienanleihen und Diskontzertifikaten, Bank 1999, 322 (325); Niemann/Zwirner, Reverse Convertibles - Richtige Struktur für den Anlageerfolg, Bank 1999, 628 (630).

¹⁰⁸ Vgl. Hüffer, Kommentar zum Aktiengesetz, § 221, Rn. 2; vgl. auch Hirte, Wandel- und Optionsanleihen im Rechtsvergleich in Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa, S. 1 (2); Schulte-Nölke, Anlegerschutz bei Optionsscheinen, DStR 1995, 1798 (1798). Vgl. zur Herkunft und geschichtlichen Entwicklung der Wandel- und Optionsanleihe die Dissertation von Schumann, Optionsanleihen, Rechtliche Grundlagen und aktuelle Probleme, S. 6.

¹⁰⁹ Vgl. Claussen, Bank- und Börsenrecht, Rn. 157; Schlitt/Seiler/Singhof, Aktuelle Rechtsfragen und Gestaltungsmöglichkeiten im Zusammenhang mit Wandelschuldverschreibungen, AG 2003, 254 (255); vgl. dazu auch Hüffer, Aktiengesetz-Kommentar, § 221, Rn. 2.

tauschen.¹¹⁰ Die Fremdkapitalbeschaffung für Unternehmen durch die Begebung einer Wandelanleihe ist attraktiv, da in der Regel auf Grund des Wandlungsrechts des Anlegers niedrigere Zinsen gezahlt werden als bei gewöhnlichen Anleihen.¹¹¹

Die Optionsanleihe ist ebenfalls eine Schuldverschreibung.¹¹² Sie verbrieft dem Anleger das Recht auf Rückzahlung des Nennbetrages nach Ablauf der Laufzeit sowie ein Recht auf Verzinsung.¹¹³ Zusätzlich erhält der Anleger das Recht in Form einer Option, innerhalb eines bestimmten Zeitraums zu einem festgelegten Entgelt eine bestimmte Anzahl von Aktien erwerben zu können.¹¹⁴ Bei der Option handelt es sich in der Regel um einen Optionsschein, der dem Anleger ein Recht auf Bezug von Aktien einräumt. Auch bei der Optionsanleihe handelt es sich um ein Instrument, mit dem günstig Fremdkapital aufgenommen werden kann.¹¹⁵ Der Anleger muss für den angehängten Optionsschein eine niedrigere Verzinsung in Kauf nehmen.¹¹⁶

Der Unterschied zwischen Wandel- und Optionsanleihen besteht darin, dass bei der Wandelschuldverschreibung der Anleger das Recht hat, seine Gläubigerstellung in die eines Aktionärs umzuwandeln. Der Aktienerwerb er-

¹¹⁰ Hüffer, Aktiengesetz-Kommentar, § 221, Rn. 4; Schlitt/Seiler/Singhof, Aktuelle Rechtsfragen und Gestaltungsmöglichkeiten im Zusammenhang mit Wandelschuldverschreibungen, AG 2003, 254 (254); Wiese/Dammer, Zusammengesetzte Finanzinstrumente der AG, DSrR 1999, 867 (867).

¹¹¹ Schlitt/Seiler/Singhof, Aktuelle Rechtsfragen und Gestaltungsmöglichkeiten im Zusammenhang mit Wandelschuldverschreibungen, AG 2003, 254 (254); Schumann, Optionsanleihen, Rechtliche Grundlagen und aktuelle Probleme, S. 13.

¹¹² Claussen, Bank- und Börsenrecht, Rn. 162; Hüffer, Aktiengesetz-Kommentar, § 221, Rn. 6.

¹¹³ Hüffer, Aktiengesetz-Kommentar, § 221, Rn. 6.

¹¹⁴ Ders., Aktiengesetz-Kommentar, § 221, Rn. 6.

¹¹⁵ Vgl. Hartung, Termin- und Differenzeinwand beim Optionsscheinhandel, BB 1989, 2411 (2412); BGH-Beschluss vom 25. Oktober 1994, WM 1994, 2231 (2232); Drygala, Termingeschäftsfähigkeit und Aufklärungspflicht beim Handel mit Optionsscheinen, ZHR 159 (1995), 686 (688). Schwark, Der Börsetermin- und Differenzeinwand im Optionsscheinhandel, WM 1988, 921 (922).

¹¹⁶ Vgl. Schlitt/Seiler/Singhof, Aktuelle Rechtsfragen und Gestaltungsmöglichkeiten im Zusammenhang mit Wandelschuldverschreibungen, AG 2003, 254 (254).

folgt im Gegensatz zur Optionsanleihe notwendig unter Aufgabe der Gläubigerposition.¹¹⁷

III. Optionsscheine

Optionsscheine, auch *Warrants* genannt,¹¹⁸ sind Inhaberschuldverschreibungen,¹¹⁹ welche das Recht verbriefen, zu einem bestimmten Zeitpunkt oder innerhalb eines bestimmten Zeitraumes für einen festgelegten Preis die Lieferung bestimmter Werte oder die Zahlung eines Geldbetrages von dem Emittenten des Optionsscheines zu verlangen.¹²⁰ Optionsscheine sind verbrieft Optionen.¹²¹

Die ersten Aktienoptionsscheine wurden im Rahmen von Optionsanleihe-Emissionen begeben.¹²² Solche angehängten Optionsscheine werden auch als abtrennbare bzw. abgetrennte Optionsscheine bezeichnet.¹²³ Später gin-

¹¹⁷ Vgl. Claussen, Bank- und Börsenrecht, Rn. 163; Schumann, Optionsanleihen, Rechtliche Grundlagen und aktuelle Probleme, S. 30.

¹¹⁸ Vgl. Tilp, Die Unverbindlichkeit von Geschäften in Optionsscheinen und Bezugsrechten, DB 1989, 2365 (2365).

¹¹⁹ Hartung, Termin- und Differenzeinwand beim Optionsscheinhandel, BB 1989, 2411 (2417); OLG Bamberg, Urteil vom 17. April 1989, WM 1989, 745 (748); Schwark, Der Börsentermin- und Differenzeinwand im Optionsscheinhandel, WM 1988, 921 (922); Maier-Reimer, Der Termin- und Differenzeinwand im Optionsscheinhandel, AG 1988, 317 (317); Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.24.

¹²⁰ Jousen, Der Erwerb von selbständigen Optionsscheinen als Börsentermingeschäft, BB 1997, 2117 (2117); Kienle in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Band II, § 106 Finanztermingeschäfte, Rn. 15; Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.24; BGH-Beschluss vom 25. Oktober 1994, WM 1994, 2231 (2232).

¹²¹ Allmendinger/Tilp, Börsentermin- und Differenzgeschäfte, Rn. 183; Canaris, Die Verbindlichkeit von Optionsscheingeschäften, WM 1988, Sonderbeilage Nr. 10, 5.

¹²² Vgl. Schwintowski, Das Optionsscheingeschäft: Naturalobligation oder vollkommene Verbindlichkeit?, ZIP 1988, 1021 (1022); Allmendinger/Tilp, Börsentermin- und Differenzgeschäfte, Rn. 188; Drygala, Termingeschäftsfähigkeit und Aufklärungspflicht beim Handel mit Optionsscheinen, ZHR 159 (1995), 686 (688); vgl. auch Schwark, Der Börsentermin- und Differenzeinwand im Optionsscheinhandel, WM 1988, 921 (921); Canaris, Die Verbindlichkeit von Optionsscheingeschäften, WM 1988, Sonderbeilage Nr. 10, 4.

¹²³ Vgl. dazu Schulte-Nölke, Anlegerschutz bei Optionsscheinen, DStR 1995, 1798 (1798); Allmendinger/Tilp, Börsentermin- und Differenzgeschäfte, Rn. 199.

gen Emittenten auch dazu über, sog. selbständige Optionsscheine zu emittieren, d.h. solche, die nicht im Zusammenhang mit der Emission einer Optionsanleihe begeben werden.¹²⁴ Der Optionsgegenstand bestand zunächst aus Aktien und das Optionsrecht war als *Call* ausgestaltet.¹²⁵ Mittlerweile können alle denkbaren Werte Basiswert eines Optionsscheines sein. Dazu gehören u.a. festverzinsliche Wertpapiere, Devisen oder Edelmetalle.¹²⁶ Daneben kommen auch Optionsscheine vor, die lediglich eine Differenzzahlung vorsehen, wie zum Beispiel Index-Optionsscheine. Selbständige Optionsscheine können auch als *Put* ausgestaltet sein.¹²⁷ Da Optionsscheine Wertpapiere sind,¹²⁸ werden sie an den Kassamärkten gehandelt.¹²⁹

IV. Credit Linked Notes

Eine CLN ist eine in Form einer Schuldverschreibung begebene Anleihe, die ein Kreditderivat enthält.¹³⁰ Verbrieft werden können alle drei o.g. Grundformen von Kreditderivaten, also Credit Default Swaps, Credit Spread Produkte und Total Return Swaps.¹³¹ Die strukturierten Anleihen heißen bei einer entsprechenden Verbriefung *Credit Default Linked Note*, *Credit Spread Linked Note* oder *Total Rate of Return Linked Note*.¹³² All-

¹²⁴ Jousen, Der Erwerb von selbständigen Optionsscheinen als Börsentermingeschäft, BB 1997, 2117 (2118); Allmendinger/Tilp, Börsentermin- und Differenzgeschäfte, Rn. 199.

¹²⁵ Vgl. dazu Maier-Reimer, Der Börsentermin- und Differenzeinwand im Optionsscheinhandel, AG 1988, 317 (318).

¹²⁶ Vgl. dazu die Übersicht bei Allmendinger/Tilp, Börsentermin- und Differenzgeschäfte, Rn. 211 ff.

¹²⁷ Vgl. Drygala, Termingeschäftsfähigkeit und Aufklärungspflicht beim Handel mit Optionsscheinen, ZHR 159 (1995), 686 (690).

¹²⁸ Vgl. dazu u.a. § 2 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 des WpHG.

¹²⁹ Vgl. Hartung, Termin- und Differenzeinwand beim Optionsscheinhandel, BB 1989, 2411 (2414).

¹³⁰ Zahn/Lemke, Die Credit Linked Note - Anleihe mit integriertem Kreditderivat, WM 2002, 1536 (1536 f.); Burghof/Henke, Entwicklungslinien des Marktes für Kreditderivate, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 31 (34); Neske, Grundformen von Kreditderivaten, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 55 (67); Nordhues/Benzler, Risikosteuerung durch Kreditderivate, WM 1999, 461 (462); Brandt, Kreditderivate, BKR 2002, 243 (244).

¹³¹ Vgl. Zahn/Lemke, Die Credit Linked Note - Anleihe mit integriertem Kreditderivat, WM 2002, 1536 (1537).

¹³² Vgl. zur *Credit Default Linked Note* Das, *Structured Products & Hybrid Securities*, S. 600; Heinrich, Strukturierte Produkte mit Kreditderivaten,

gemein wird auch der Begriff „CLN“ für alle Arten von verbrieften Kreditderivaten gebraucht.

Bei einer CLN, die einen Credit Default Swap verbrieft, verpflichtet sich der Sicherungsgeber nicht nur gegen Zahlung einer Prämie bei Eintritt eines vorab spezifizierten Kreditereignisses bei dem Schuldner des Referenzaktivums eine Ausgleichszahlung an den Sicherungsnehmer zu zahlen, sondern der für die Anleihe bezahlte Betrag wirkt sich beim Sicherungsnehmer als eine Barunterlegung des Kreditrisikos bzw. als eine Barsicherheit für eine mögliche Ausgleichszahlungspflicht des Sicherungsgebers aus.¹³³ Daher werden CLN auch als „*funded financial instruments*“ bezeichnet, im Gegensatz zu den o.g. drei Grundtypen, die als „*unfunded financial instruments*“ bezeichnet werden.¹³⁴ Der Sicherungsgeber ist bei einer CLN einem doppelten Ausfallrisiko ausgesetzt.¹³⁵ Neben dem spezifizierten Kreditereignis besteht zudem das Ausfallrisiko des Sicherungsnehmers. Für den Sicherungsgeber als Investor ist die CLN wegen des vergleichsweise hohen Zinscoupons von Interesse, der als Prämie für das übernommene Kreditrisiko anzusehen ist.¹³⁶

Handbuch Kreditrisikomodelle und Kreditderivate, S. 575 (582); Burg-hof/Henke/Rudolph, Kreditderivate als Instrumente eines aktiven Kreditrisikomanagements, ZBB 1998, 277 (280).

Vgl. zur *Credit Spread Linked Note* Heinrich, Strukturierte Produkte mit Kreditderivaten, Handbuch Kreditrisikomodelle und Kreditderivate, S. 575 (580); Das, *Structured Products & Hybrid Securities*, S. 595.

Vgl. zur *Total Rate of Return Linked Note* Das, *Structured Products & Hybrid Securities*, S. 588; Heinrich, Strukturierte Produkte mit Kreditderivaten, Handbuch Kreditrisikomodelle und Kreditderivate, S. 575 (578).

¹³³ Neske, Grundformen von Kreditderivaten, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 55 (67); Zahn/Lemke, Die Credit Linked Note - Anleihe mit integriertem Kreditderivat, WM 2002 1536 (1537); Hohl/Liebig, Kreditderivate - ein Überblick, Handbuch Kreditrisikomodelle und Kreditderivate, S. 499 (513).

¹³⁴ Vgl. Nordhues/Benzler, Risikosteuerung durch Kreditderivate, WM 1999, 461 (462).

¹³⁵ Hohl/Liebig, Kreditderivate - ein Überblick, Handbuch Kreditrisikomodelle und Kreditderivate, S. 499 (508).

¹³⁶ Vgl. Zahn/Lemke, Die Credit Linked Note - Anleihe mit integriertem Kreditderivat, WM 2002, 1536 (1537); Neske, Grundformen von Kreditderivaten, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 55 (68); Heinrich, Strukturierte Produkte mit Kreditderivaten, Handbuch Kreditrisikomodelle und Kreditderivate, S. 575 (584).

Die Variationsmöglichkeiten sind bei CLN wie bei allen strukturierten Anleihen vielfältig.¹³⁷ Möglich ist zum Beispiel, dass die Rückzahlung des nominalen Anleihebetrages gesichert ist und nur der Zinscoupon einem Kreditrisiko ausgesetzt ist.¹³⁸ In solchen Fällen spricht man auch von kapitalgeschützten CLN (*principal protected*).¹³⁹ CLN können auch einen Hebel- oder *Leverage*-Effekt aufweisen. Bei diesen strukturierten Anleihen übersteigt der gesicherte Kreditbetrag den Nominalwert.¹⁴⁰ Ein solcher Effekt soll anhand einer *First Loss*- bzw. *First-to-Default Basket Credit Default Linked Note*¹⁴¹ gezeigt werden:

Ein Kreditinstitut, das dreißig Kredite zu einem Volumen von je einer Mio. Euro in seinem Portfolio hat, schließt eine CLN in Höhe eines Nennbetrages von zehn Mio. Euro mit einem Investor ab. Dabei verbrieft die CLN einen *Basket Credit Default Swap*.¹⁴² Bei einer *First Loss* - Konstruktion verpflichtet sich der Investor für die zuerst eintretenden Kreditausfälle in Höhe von zehn Mio. Euro einzustehen. Der Investor ist somit einem erhöhten Risiko ausgesetzt, da das Gesamtvolumen der ausgegebenen Kredite des Kre-

¹³⁷ Vgl. insbesondere Kirschner/Hermann/Wiedemann, Kreditderivate im institutionellen Portfoliomanagement, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 345 (358).

¹³⁸ Vgl. Dülfer, Marktstruktur, Handelsplätze und Marktteilnehmer, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 123 (132); vgl. auch Heinrich, Strukturierte Produkte mit Kreditderivaten, Handbuch Kreditrisikomodelle und Kreditderivate, S. 575 (585).

¹³⁹ Vgl. Kirschner/Hermann/Wiedemann, Kreditderivate im institutionellen Portfoliomanagement, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 345 (359).

¹⁴⁰ Vgl. zu Leverage-Strukturen in Form von *First Loss*- und *First-to-Default* Credit Linked Notes Kirschner/Hermann/Wiedemann, Kreditderivate im institutionellen Portfoliomanagement, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 345 (360 f.); Hohl/Liebig, Kreditderivate - ein Überblick, Handbuch Kreditrisikomodelle und Kreditderivate, S. 499 (510).

¹⁴¹ Vgl. zur *First-to-Default* Basket Credit Linked Note Posthaus, Exotische Kreditderivate, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 71 (74 ff.).

¹⁴² Vgl. zu Basket Credit Defaults Swaps S. 18 oben. Ein *First-to-Default* Basket Credit Default Swap, der in seinem Korb zehn verschiedene Anleihen bündelt, kann als Kombination von zehn einzelnen Credit Default Swaps mit einer Knock-out-Option für die bei Eintritt des ersten *Credit Events* verbleibenden neun Swaps dargestellt werden, vgl. dazu Posthaus, Exotische Kreditderivate, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 71 (76).

ditinstituts in Höhe von dreißig Mio. Euro den Nennbetrag der CLN um ein Dreifaches überschreitet. Dieses erhöhte Risiko wird mit einem erhöhten Zinscoupon kompensiert. Bei einer *First-to-Default* - Konstruktion hingegen steht der Investor lediglich für den ersten von dreißig möglichen Kreditausfällen ein. Bei Eintritt des ersten Kreditausfalls (*Default*) wird die CLN fällig gestellt.

CLN können Kreditinstituten dazu dienen, ihr Kreditportfolio abzusichern bzw. eine Kreditrisikodiversifizierung vorzunehmen.¹⁴³ CLN können selbstverständlich auch maßgeschneiderte Investments für (institutionelle) Anleger sein.¹⁴⁴

V. True sale- und synthetische Verbriefungen

Bei Verbriefungs- oder ABS-Transaktionen, auch *Securitisation* genannt, werden illiquide Forderungen in liquide Wertpapiere umgewandelt.¹⁴⁵ Der *Securitisation*-Prozess stellt eine Form der Unternehmensfinanzierung dar.¹⁴⁶ Unternehmen, die Forderungen gegen Zulieferer und Kunden haben,

¹⁴³ Vgl. Zahn/Lemke, Die Credit Linked Note - Anleihe mit integriertem Kreditderivat, WM 2002, 1536 (1537).

¹⁴⁴ Vgl. Kirschner/Hermann/Wiedemann, Kreditderivate im institutionellen Portfoliomanagement, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 345 (362 f.); Landry/Radeke, Kreditderivate in der Praxis, S. 527 (560).

¹⁴⁵ Vgl. Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rn. 6.3; Baums, Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht, WM 1993, 1 (1); König/van Aerssen, Das Rundschreiben des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen zur „Veräußerung von Kundenforderungen im Rahmen von Asset-Backed Securities-Transaktionen durch deutsche Kreditinstitute, WM 1997, 1777 (1778).

Der Begriff „Asset Backed Securities“ ist ein Oberbegriff und wird in erster Linie für die Verbriefung von vielen kleineren Einzelforderungen benutzt. In Betracht kommen u.a. Forderungen von großen Wirtschaftsunternehmen oder von Leasinggesellschaften, zum Beispiel aus Kfz-Finanzierungen, Kreditkartenkonten oder Leasingtransaktionen.

¹⁴⁶ Eichholz/Nelgen, Asset-Backed Securities - ein Finanzinstrument auch für den deutschen Kapitalmarkt?, DB 1992, 793 (793); Lerbinger, Asset Backed Securities am US-Kapitalmarkt, Die Bank 1987, 310 (310); Dreyer/Schmid/Kronat, Bilanzbefreiende Wirkung von Asset-Backed Securities-Transaktionen, BB 2003, 91 (91); Althaus, Verbriefung in Deutschland aus Sicht der Ratingagentur, ZKredW 2003, 632 (638); Lohneiß, Unternehmensfinanzierung in Deutschland: Diversifizierung gefragt, ZKredW 2003, 639 (639).

können mit Hilfe des Kapitalmarktes diese Forderungen vor Fälligkeit verwerten und somit Liquidität gewinnen. Verbriefungsaktionen sind insbesondere auch für Kreditinstitute interessant, die mit Hilfe der *Securitisation* regulatorisches Eigenkapital freisetzen können.¹⁴⁷

Eine ABS-Transaktion läuft in der Grundstruktur wie folgt ab:¹⁴⁸ Ein Unternehmen, auch Originator genannt, tritt Forderungen an eine eigens zu diesem Zweck gegründete Gesellschaft, auch SPV genannt, ab.¹⁴⁹ Das SPV zahlt den Kaufpreis an den Originator und refinanziert sich am Kapitalmarkt durch Ausgabe von Wertpapieren. Der Grund für die Einschaltung eines SPV liegt in der besseren Refinanzierungsmöglichkeit des Originators durch das SPV. Mit Hilfe sog. *Credit Enhancements*¹⁵⁰ kann das SPV ein besseres Rating erhalten als der Originator.¹⁵¹ Ein Rating bewertet die Ausfallwahr-

¹⁴⁷ Vgl. Koch-Weser, Rahmenbedingungen für die Verbriefung von Kreditforderungen in Deutschland, ZKredW 2003, 623 (623); Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rn. 6.14.

¹⁴⁸ Vgl. dazu Bund, Asset Securitisation - Anwendbarkeit und Einsatzmöglichkeiten in deutschen Universalkreditinstituten, 10; Lenenbach Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rn. 6.8.

¹⁴⁹ Eine synthetische Securitisation kann auch ohne Einschaltung eines SPVs erfolgen. In diesem Fall findet der Risikotransfer des ausgewählten Kreditforderungspools an den Kapitalmarkt durch mehrere gleichzeitige Emissionen von CLN, die hinsichtlich ihres Risikogehaltes wie Tranchen einer herkömmlichen ABS-Emission strukturiert werden, vgl. Schwab, Financial Engineering mit Kreditderivaten, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 347 (353 f.).

¹⁵⁰ *Credit Enhancements*, auch Bonitätshilfen genannt, werden dazu genutzt, ein gutes bzw. besseres Rating der ABS zu erreichen. Dazu gehören zum Beispiel die Mittel der Übersicherung, der Kaufpreisabschläge und der Subordination der einzelnen Tranchen, vgl. Kamlah, Strukturierte Anleihen, WM 1998, 1429 (1432); Lerbinger, Asset Backed Securities am US-Kapitalmarkt, Die Bank 1987, 310 (312); Henderson, *Synthetic securitisation, Part 3: Credit of the issuer and the ISDA master agreement*, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, December 2001, 505 (505); Reyfman/Toft, *Space-age synthetic, credit derivatives, a supplement to the FOW*, Summer 2001, 28 (32).

¹⁵¹ Baums, Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht, WM 1993, 1 (2); Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rn. 6.14. Durch die bessere Bewertung der ABS können diese Wertpapiere zu einem niedrigeren Zinssatz am Kapitalmarkt platziert werden, als direkt vom Originator emittierte Schuldverschreibungen, vgl. Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rn. 6.14; Schöning, Die geplante Neufassung der bankaufsichtlichen Eigenkapitalunterlegung für Asset Backed Securities, ZKredW 2003, 667 (667); Häuselmann, Der Forderungsver-

scheinlichkeit der Wertpapiere bzw. die Bonität des Emittenten. Je besser das Rating, desto niedriger ist der Zinssatz, den der Emittent an Investoren zahlen muss.¹⁵² Der Erfolg einer ABS-Transaktion hängt entscheidend von der Bewertung des SPV durch die Ratingagentur ab.¹⁵³ Die Wertpapiere, die als Anleihen oder als ABCP¹⁵⁴ begeben werden können, werden in sog. Tranchen an den Markt gebracht.¹⁵⁵ Es gibt in der Regel Senior-, Mezzanine-, Junior- und Equity-Tranchen.¹⁵⁶ Bei einem Ausfall der abgetretenen Forderungen, werden zuerst die untersten Tranchen nicht mehr bedient.¹⁵⁷ Daher weisen die untersten Tranchen als Ausgleich für die höheren Risiken auch eine erhöhte Verzinsung auf. Mit Hilfe des durch die abgetretenen Forderungen erzielten Cashflows werden die Zins- und Tilgungsleistungen an die Investoren bewirkt.¹⁵⁸

kauf im Rahmen des Asset Backed-Finanzierung in der Steuerbilanz, DStR 1998, 826 (826).

¹⁵² Vgl. Petkovic, *New structures: „whole business“ securitisations of project cash flows*, *Journal of International Banking Law* 2000, 187 (187).

¹⁵³ Lenenbach, *Kapitalmarkt- und Börsenrecht*, Rn. 6.9; Wiegand, *Bankrechtliche Aspekte der Asset Backed Securities in Bankrecht*, Schwerpunkt und Perspektiven, *Festschrift für Schimansky*, S. 837 (841).

¹⁵⁴ Bei den Commercial Paper handelt es sich um verbrieft Forderungen, die vorwiegend von größeren Wirtschaftsunternehmen unter Vermittlung von Kreditinstituten im Rahmen eines Emissionsprogrammes begeben werden. Die Laufzeit dieser Finanzinstrumente kann zwischen einem Tag und rund einem Jahr betragen, wobei Laufzeiten zwischen 30 und 270 Tagen üblich sind, vgl. Kümpel, *Bank- und Kapitalmarktrecht*, Rnrn. 8.157 und 19.29.

¹⁵⁵ Dreyer/Schmid/Kronat, *Bilanzbefreiende Wirkung von Asset-Backed-Securities-Transaktionen*, *BB* 2003, 91 (91); Rittinghaus/Makowka/Hellmann, *Asset Backed Securities Transaktionen für deutsche Kreditinstitute*, Sparkasse 1997, 133 (136).

¹⁵⁶ Schwab, *Financial Engineering mit Kreditderivaten*, *Kreditderivate*, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 347 (351); Kirschner/Hermann/Wiedemann, *Kreditderivate im institutionellen Portfoliomanagement*, *Kreditderivate*, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 345 (362); Herrmann, *Collateralized Loan Obligations (CLOs)*, *Kreditderivate*, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 77 (82); Nowell, *Back to basis, credit derivatives, a supplement to FOW*, *February* 2003, 5 (6).

¹⁵⁷ Vgl. Kengeter, *Kreditderivate – die Signifikanz des Credit Default Swaps*, *ZKredW* 2003, 627 (628).

¹⁵⁸ Der erzielte Cashflow entspricht nicht notwendigerweise den an die ABS-Inhaber zu erbringenden Zins- und Kapitalzahlungen. Daher werden durch Swapverträge die Bedienung der ABS oftmals sichergestellt, vgl. Kamlah, *Strukturierte Anleihen*, *WM* 1998, 1429 (1432); Rin-

Vom Originator können nicht nur Forderungen an das SPV abgetreten werden, sondern es können auch Mobilien und Immobilien an das SPV veräußert werden. Diese Anlagewerte können dann im Wege des „*Sale and Lease Back*-Verfahrens“ an den Originator zurück übertragen oder auch an einen Dritten vermietet oder verpachtet werden.¹⁵⁹ Möglich ist auch ein Einsatz der *Securitisation* in der Projektfinanzierung.¹⁶⁰ Verbriefte werden können auch zukünftige Forderungen, die einen Cashflow erzeugen.¹⁶¹ Diese vielfältigen Anwendungsmöglichkeiten zeigen die große Bedeutung des *Securitisation* – Prozesses.

Aufgrund der tatsächlichen Abtretung der Forderungen des Originators wird die Transaktion auch „*True Sale*“-Verbriefung genannt. Die derivative Komponente der ABS liegt darin, dass deren Wert an die Wertentwicklung der abgetretenen Forderungen geknüpft ist.

True Sale-Verbriefungen beinhalten gewisse Nachteile, wie zum Beispiel erhebliche Transaktionskosten und einen hohen Dokumentationsaufwand, für den Originator.¹⁶² Wenn Banken Verbriefungen vornehmen und Forderungen abtreten, ist u.a. das Bankgeheimnis und der Datenschutz zu beachten.¹⁶³

ze/Klüwer, *Securitisation - praktische Bedeutung eines Finanzierungsmodells*, BB 1998, 1697 (1700).

¹⁵⁹ Rinze/Klüwer, *Securitisation - praktische Bedeutung eines Finanzierungsmodells*, BB 1998, 1697 (1697).

Vgl. Zum *Sale and Lease Back* - Verfahren Martinek/Oechsler in Schimansky/Bunte/Lwowski, *Bankrechts-Handbuch*, Band II, § 101 Das Leasinggeschäft, Rn. 19.

¹⁶⁰ Schwarcz, *Die Alchemie der Asset Securitization*, DB 1997, 1289 (1297).

¹⁶¹ Kern, *Securitisation - Allheilmittel für die Fußball-Bundesliga?*, Bank 2003, 444 (445).

¹⁶² Vgl. zu den Vorzügen einer synthetischen Transaktion Watzinger, Einsatz von Kreditderivaten zum Zwecke der Eigenmitteloptimierung, *Kreditderivate*, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 331 (338); Franzetti, *Verbriefung und Risikotransfer*, Bank 2001, 632 (632).

¹⁶³ Vgl. Koberstein-Windpassinger, *Wahrung des Bankgeheimnisses bei Asset-Backed Securities-Transaktionen*, WM 1999, 473 (474); Wiegand, *Bankrechtliche Aspekte der Asset Backed Securities in Bankrecht*, Schwerpunkt und Perspektiven, *Festschrift für Schimansky*, S. 837 (846); Stiller, *Asset-Backed Securities und das Bankgeheimnis*, ZIP

Bei sog. synthetischen Verbriefungen findet keine Forderungsabtretung mehr statt, sondern das Kreditrisiko wird mittels Kreditderivaten, meist Credit Default Swaps, auf das SPV transferiert.¹⁶⁴ Zur Refinanzierung gibt das SPV wiederum ABS aus, die in diesem Fall eingebaute Kreditderivate enthalten und investiert die Einnahmen in Wertpapiere mit einem hohen Rating. Oftmals werden diese zur Sicherheit erworbenen Wertpapiere, sog. *Collateral*, auf einen Treuhänder übertragen. Kommt es zu einem Forderungsausfall beim Originator, muss das SPV aufgrund der abgeschlossenen *Credit Default Swaps* dafür einstehen und verwertet das *Collateral*. Dadurch können die vom SPV ausgegebenen ABS nicht mehr bedient werden, so dass letztendlich die Investoren das Kreditrisiko tragen.

Ob vom Originator eine *True Sale*- oder synthetische Verbriefung gewählt wird, hängt von den Zielen des Originators ab.¹⁶⁵ Eine synthetische Verbriefung wird in der Regel bevorzugt, wenn eine Eigenkapitalentlastung erzielt werden soll. Steht hingegen ein Liquiditätsgewinn im Vordergrund, wird die *True Sale*-Variante gewählt.¹⁶⁶

2004, 2027; Kusserow/Dittrich, Rechtsprobleme bei Asset Backed Securities-Transaktionen deutscher Kreditinstitute unter besonderer Berücksichtigung datenschutzrechtlicher Aspekte, WM 1997, 1786; Zahn/Lemke, Collateralized Debt Obligations, FB 2003, 37 (41); Böhm, Asset Backed Securities und die Wahrung des Bankgeheimnisses, BB 2004, 1641.

¹⁶⁴ Schwab, Financial Engineering mit Kreditderivaten, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 347 (350); Henderson, *Synthetic securitisation, Part 1: The elements*, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, October 2001, 402 (404); Auerbach/Roth, Erwerb von ABS und Credit-Linked-Notes durch institutionelle Investoren, WM 2003, 230 (231).

¹⁶⁵ Auerbach/Roth, Erwerb von ABS und Credit-Linked-Notes durch institutionelle Investoren, WM 2003, 230 (231).

¹⁶⁶ Glüder/Böhm, Neue KfW-Modelle - Innovationen im Fördergeschäft, ZKredW 2003, 646 (649).

Eine besondere Form von CDOs sind *Collateralized Fund Obligations* (CFOs), vgl. Pütz/ von Livonius, Anlagen in Hedgefonds über Collateralized Fund Obligations (CFO), Absolutreport 2005, 40 (41).

VI. Collateralised Debt Obligations

Eine Untergruppe von ABS sind die *Collateralised Debt Obligations*, auch CDOs genannt.¹⁶⁷ Diese wiederum werden in zwei Hauptgruppen unterteilt, nämlich in CBOs und CLOs. Die Bezeichnung „CBOs“ wird für die Verbriefung von Unternehmensanleihen (*Bonds*) und die Bezeichnung „CLOs“ für die Verbriefung von (Bank-)Darlehen (*Loans*) benutzt.¹⁶⁸

Der CDO-Markt lässt sich weiter unterscheiden in *balance sheet*-CDOs und Arbitrage-CDOs. Im ersteren Fall wird die Transaktion, die synthetisch oder „*cash-funded*“ erfolgen kann, zur Eigenkapitalentlastung durchgeführt. Hingegen dienen Arbitrage-CDOs den Sponsoren zur Erzielung von Gewinnen aus der Differenz des Ertrags aus dem verwalteten Portfolio gegenüber den Finanzierungskosten aus der Anleihe. Die Ertragserzielung kann durch den Cashflow der vom SPV erworbenen Anlagegegenstände generiert werden. Möglich ist aber auch, dass ein Ertrag durch aktives Management des *Collateral*-Pools erzielt wird.¹⁶⁹

¹⁶⁷ Rother, Mittelstand-CDOs - Muntermacher für den ABS-Markt?, ZKredW 2006, 1061 (1063). Vgl. zu CDOs Bluhm/Mussil, Basket-Kreditderivate und Collateralized Debt Obligations als Instrumente des Portfoliomanagements, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 391.

¹⁶⁸ Vgl. Burghof/Henke, Entwicklungslinien des Marktes für Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 31 (35); Kirschner/Hermann/Wiedemann, Kreditderivate im institutionellen Portfoliomanagement, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 345 (362); Herrmann, Collateralized Loan Obligations (CLOs), Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S.77 (77); Franzetti, Verbriefung und Risikotransfer, Bank 2001, 91 (91).

¹⁶⁹ Vgl. zu dieser weitergehenden Differenzierung Herrmann, Collateralized Loan Obligations (CLOs), Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 77 (80); Das, *Structured Products & Hybrid Securities*, S. 637 und 641; Henderson, *Synthetic securitisation, Part 1: The elements*, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, October 2001, 402 (402); Choudhry, *The synthetic CDO*, *FOW*, February 2003, 33 (33, 38); Zahn/ Lemke, Collateralized Debt Obligations, *FB* 2003, 37 (38); Merritt/Gerity/Irving/Lench, *synthetic CDOs: A growing market, credit derivatives, a supplement to FOW*, Spring 2001, 17; Douglas-Jones, *Introduction to derivatives – the synthetic CDO*, *FOW*, October 2003, 30.

VII. Katastrophen- und Wetteranleihen

Wie bereits auf den Seiten 20 ff. oben ausgeführt, gibt es eine Reihe von Versicherungsderivaten. Der Nachteil für den Sicherheitskäufer, auch *Protection Buyer* genannt, besteht darin, dass er trotz Abschluss des Derivatgeschäftes das Solvenzrisiko des Vertragspartners tragen muss. Daher bietet es sich wie bei den „fully funded“ Kreditderivaten (CLN) an, vom Sicherungsverkäufer, auch *Protection Seller* genannt, schon bei Vertragsschluss eine entsprechende Versicherungssumme zu erhalten. Wenn über den vereinbarten Zeitraum kein Schadensfall eintritt, wird die Versicherungssumme wieder an den Sicherungsverkäufer zurückgezahlt.¹⁷⁰ Diese Finanztransaktion wird mit sog. Katastrophen-Anleihen, auch *Catastrophe-* oder *CAT-Bonds* genannt,¹⁷¹ durchgeführt.¹⁷² Möglich ist auch, dass nur ein Teil des Anleihebetrages oder die Verzinsung allein einem Versicherungsrisiko ausgesetzt ist.¹⁷³ Die ersten Katastrophen-Anleihen wurden Mitte der 90iger Jahre auf den internationalen Finanzmärkten emittiert.¹⁷⁴

Zu den strukturierten Finanzprodukten gehören auch Wetteranleihen, auch *weather-linked Bonds* genannt. Eine Wetteranleihe könnte wie folgt strukturiert sein: Ein Unternehmen, das im Bereich der Windenergie tätig ist, könnte eine Anleihe emittieren, deren Verzinsung an die durchschnittliche

¹⁷⁰ Wauters/Jones, *Catastrophe bonds and weather derivatives – a new asset class for hedge funds*, BAI-Newsletter III/2002, 30 (30), abrufbar unter www.bvai.de (Newsletter/BAI-Newsletter III/2002). Deistler/ Ehrlicher/Heidorn, *Cat-Bonds – Möglichkeiten der Verbriefung von Katastrophenrisiken*, ZKredW 1999, 1119 (1120).

¹⁷¹ Vgl. Schmutz, *Cat bonds poised to pounce*, FOW, September 2001, 51 (51); Deistler/ Ehrlicher/Heidorn, *Cat-Bonds Möglichkeiten der Verbriefung von Katastrophenrisiken*, ZKredW 1999, 1119 (1119).

¹⁷² Der Nachteil gegenüber Derivaten besteht bei einer Anleiheemission in den höheren Transaktionskosten. In der Regel wird auch bei einer Katastrophen-Anleihe ein SPV eingeschaltet. Des Weiteren fallen Kosten für ein Rating der Anleihen an. Als schwierig erweist sich auch die Schätzung der Wahrscheinlichkeit eines Schadenseintritts durch ein Wetterereignis, vgl. dazu Deistler/Ehrlicher/Heidorn, *Cat-Bonds - Möglichkeiten der Verbriefung von Katastrophenrisiken*, ZKredW 1999, 1119 (1120); Schmutz, *Cat bonds poised to pounce*, FOW, September 2001, 51 (54); Das, *Structured Product & Hybrid Securities*, 864, 869 und 873.

¹⁷³ Vgl. Deistler/Ehrlicher/Heidorn, *Cat-Bonds - Möglichkeiten der Verbriefung von Katastrophenrisiken*, ZKredW 1999, 1119 (1120).

¹⁷⁴ Vgl. Das, *Structured Products & Hybrid Securities*, S. 868.

Windgeschwindigkeit gekoppelt ist. Je niedriger die Windgeschwindigkeit ist, desto niedriger fällt der auf die Anleihe ausbezahlte Zinscoupon aus.¹⁷⁵ Dadurch werden die Verluste aus der niedrigeren Energiegewinnung kompensiert.

3. Kapitel: Die Infrastruktur für die Auflegung von Sondervermögen

1. Abschnitt: Die KAG

I. Allgemeine Bestimmungen

KAGen bedürfen für ihren Geschäftsbetrieb gemäß § 7 Abs. 1 Satz 1 InvG einer schriftlichen Erlaubnis der BaFin. Nach § 6 Abs. 1 Satz 2 und 3 InvG müssen sie ihren satzungsmäßigen Sitz und die Hauptverwaltung in Deutschland haben und dürfen nur in der Rechtsform der Aktiengesellschaft oder als Gesellschaft mit beschränkter Haftung betrieben werden. Der Hauptzweck einer KAG besteht in der Verwaltung von inländischen Investmentvermögen im Sinne des § 1 Satz 1 Nr. 1 InvG, also Sondervermögen und InvAGen.¹⁷⁶

Inländische Investmentvermögen	
Sondervermögen	InvAGen ¹⁷⁷

¹⁷⁵ Vgl. Das, *Structured Products & Hybrid Securities*, S. 875.

¹⁷⁶ Vgl. §§ 2 Abs. 6, 6 Abs. 1, 7 Abs. 2 InvG; vgl. zu InvAGen Hermanns, Die Investmentaktiengesellschaft nach dem Investmentmodernisierungsgesetz - eine neue Gesellschaftsform, ZIP 2004, 1297; Wallach, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital im Gewand des Investmentänderungsgesetzes 2007, Der Konzern 2007, 487.

¹⁷⁷ Die Verwaltung von Investmentaktiengesellschaften durch KAGen spielt in der Praxis (noch) keine große Rolle. Als Hauptzweck einer KAG wurde diese Tätigkeit erst durch das InvÄndG in das InvG eingefügt. Bereits zuvor war (bzw. wäre) jedoch schon die Wahrnehmung des Portfoliomanagements einer InvAG durch eine KAG im Wege der Auslagerung möglich (gewesen). Die InvAGen unterliegen grundsätzlich den Bestimmungen des AktG, soweit das InvG keine spezialgesetzlichen Regelungen enthält; vgl. § 99 Abs. 1 InvG. Vgl. zur Anwendung des Aktienrechts auf InvAGen Eckhold, Struktur und Probleme des Aktienrechts der Investmentaktiengesellschaft unter Berücksichtigung des Entwurfs des Investmentänderungsgesetzes, ZGR 2007, 654.

Der Begriff „Verwaltung“ im Sinne der §§ 6 Abs. 1 Satz 1, 7 Abs. 2 InvG umfasst nicht nur die eigentliche Portfolioverwaltung, also in erster Linie die Anlageentscheidung über den Kauf und Verkauf von Vermögenswerten, sondern auch die *Middle* und *Back Office*-Tätigkeiten.¹⁷⁸ Neben der Verwaltung von Sondervermögen, also dem Bereich der *kollektiven* Vermögensverwaltung, kann eine KAG, soweit ihre Erlaubnis dies abdeckt, auch *individuelle* Vermögensverwaltung anbieten.¹⁷⁹ Gemäß § 7 Abs. 2 Nr. 1 InvG ist unter der individuellen Vermögensverwaltung die Verwaltung einzelner in bestimmten Finanzinstrumenten im Sinne des § 1 Abs. 11 KWG angelegter Vermögen für andere mit Entscheidungsspielraum zu verstehen. Die Dienstleistung der individuellen Vermögensverwaltung ist auch von der OGAW-Richtlinie gedeckt.¹⁸⁰

II. Auflegung von Sondervermögen

Die KAG darf gemäß § 30 Abs. 3 Satz 1 InvG mehrere Sondervermögen bilden, die sowohl von dem eigenen Vermögen der KAG als auch untereinander getrennt zu halten sind.¹⁸¹ Rechtlich erfolgt die „Auflegung“ eines Sondervermögens dadurch, dass die allgemeinen und besonderen Vertragsbedingungen eines Publikums-Sondervermögens von der BaFin genehmigt werden.¹⁸² Die KAG ist nach § 31 Abs. 1 Satz 1 InvG berechtigt, im eigenen

¹⁷⁸ Zu den wesentlichen Back-Office-Funktionen, also den Tätigkeiten, die im Hintergrund statt im direkten Kundenkontakt (Front-Office) stattfinden, zählen die Bearbeitung von Geschäftsvorfällen, deren Verbuchung und die Kontrolle der betrieblichen Aktivitäten, vgl. Raab, Grundlagen des Investmentfondsgeschäftes, Frankfurt am Main 2006, S. 77. Zu den Tätigkeiten des Middle Office gehört dagegen zum Beispiel die Kontrolle, ob die ausgeführten Transaktionen mit den investimentrechtlichen Anlagegrenzen übereinstimmen.

¹⁷⁹ Vgl. §§ 2 Abs. 6 und 7 Abs. 2 Nr. 1 InvG.

¹⁸⁰ Vgl. Art. 5 Abs. 3 Satz 1 Buchst. a) OGAW-Richtlinie. Die weiteren zulässigen Nebendienstleistungen sind abschließend in § 7 Abs. 2 InvG aufgeführt.

¹⁸¹ Vgl. § 30 Abs. 1 Satz 2 InvG.

¹⁸² Vgl. § 43 Abs. 2 Satz 1 InvG. Dagegen bedürfen die Vertragsbedingungen von Spezial-Sondervermögen nach § 93 Abs. 1 1. Halbsatz InvG grundsätzlich keiner BaFin-Genehmigung. Eine Rückausnahme besteht insoweit für Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken, § 93 Abs. 1 Satz 1. 2. HS InvG. Durch das InvÄndG wird für richtlinienkonforme Sondervermögen die Möglichkeit eröffnet, vorformulierte Musterklauseln von der BaFin genehmigen zu lassen, vgl. § 43a InvG.

Namen für Rechnung eines Sondervermögens Vermögenswerte nach Maßgabe der gesetzlichen Vorgaben und der betreffenden Vertragsbedingungen zu kaufen bzw. zu verkaufen.

Das Sondervermögen hat keine Rechtspersönlichkeit. Die zum Sondervermögen gehörenden Vermögenswerte können gemäß § 30 Abs. 1 Satz 1 InvG entweder im Miteigentum der Anleger oder im treuhänderischen Eigentum der KAG stehen.¹⁸³ Die KAG hat die Sondervermögen gemäß § 9 Abs. 1 Satz 1 InvG mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns zu verwalten. Dabei hat sie nach § 9 Abs. 2 Nr. 1 InvG im ausschließlichen Interesse der Anleger zu handeln.

Zwischen dem Anleger und der KAG wird ein sog. Investmentvertrag geschlossen. Der Inhalt dieses Investmentvertrages wird durch das InvG und die Vertragsbedingungen der einzelnen Sondervermögen bestimmt. Das Vertragsverhältnis beginnt mit dem erstmaligen Erwerb eines Fondsanteils durch den Anleger. Seiner Rechtsnatur nach ist der Investmentvertrag ein Geschäftsbesorgungsvertrag gemäß § 675 BGB, der auf eine Dienstleistung im Sinne der §§ 611 ff. BGB (nämlich die Verwaltung eines Sondervermögens) gerichtet ist.¹⁸⁴ Der Investmentvertrag ist geprägt durch das Treuhandverhältnis. Es handelt sich um eine Verwaltungstreuhand, weil die KAG ihre Sondervermögen ausschließlich zum Zwecke der Verwaltung fremden Kapitals auflegt.¹⁸⁵

2. Abschnitt: Investmentrechtlicher Schutz der Anleger

Die Anleger erfahren einen besonderen Schutz durch die Bestimmungen des InvG.

¹⁸³ Bei Immobilien-Sondervermögen zum Beispiel müssen jedoch die Vermögenswerte im Eigentum der KAG stehen, vgl. u.a. § 75 InvG.

¹⁸⁴ Vgl. Baur, Investmentgesetze - Kommentar, 1. Teilband, § 15 KAGG, Rn. 5 m.w.N.

¹⁸⁵ Vgl. Baur, Das Investmentgeschäft, Rn. 9/270.

I. Handeln der KAG

Die KAG ist nach § 31 Abs. 2 Satz 2 InvG nicht berechtigt, Verbindlichkeiten im Namen der Anleger einzugehen. Vielmehr handelt die KAG im eigenen Namen (für Rechnung eines Sondervermögens). Ferner haftet das Sondervermögen gemäß § 31 Abs. 2 Satz 1, 1. Halbsatz InvG nicht für Verbindlichkeiten der KAG.

Auch im Falle der Insolvenz der KAG greift ein besonderer investmentrechtlicher Schutzmechanismus ein. Gemäß § 38 Abs. 3 Satz 2 InvG fällt ein Sondervermögen nicht in die Insolvenzmasse der KAG. Ferner erlischt im Falle der Eröffnung des Insolvenzverfahrens über das Vermögen der KAG nach § 38 Abs. 3 Satz 1 InvG das Recht der KAG, Sondervermögen zu verwalten. Das Verwaltungsrecht geht in diesem Falle gemäß § 39 Abs. 1 InvG auf die Depotbank über, die das Sondervermögen nach § 39 Abs. 2 und 3 InvG entweder abwickelt oder die Verwaltung des Sondervermögens mit Genehmigung der BaFin einer anderen KAG überträgt.¹⁸⁶

Des Weiteren ist die KAG nicht berechtigt, sich Besitz oder direkte Zugriffsmöglichkeiten auf die Vermögenswerte eines Sondervermögens zu verschaffen. Vielmehr sind die Vermögenswerte gemäß § 24 Abs. 1 Satz 1 und Abs. 2 Satz 1 InvG bei einer Depotbank auf sogenannten Sperrkonten und -depots zu verwahren.¹⁸⁷ Die KAG kann zwar über etwaige Depots und Konten verfügen und hat insoweit ein Weisungsrecht gegenüber der Depotbank, jedoch steht die KAG dabei gleichzeitig unter der Kontrolle der Depotbank, die den Weisungen gemäß § 22 Abs. 1 Satz 2 InvG nur dann nachkommen muss, wenn die KAG im Rahmen der gesetzlichen Vorschriften und den betreffenden Vertragsbedingungen des Sondervermögens handelt.

¹⁸⁶ Gemäß § 95 Abs. 3 InvG bedarf die Übertragung der Verwaltung eines Spezial-Sondervermögens auf eine andere KAG abweichend von § 93 Abs. 3 InvG keiner Genehmigung der BaFin.

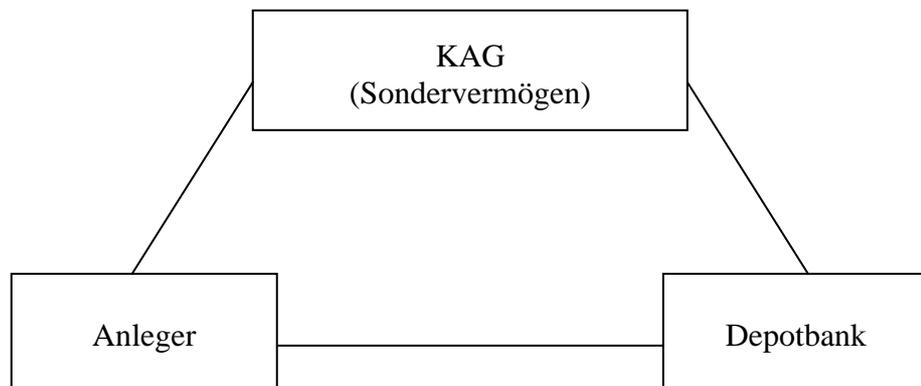
¹⁸⁷ Nicht verwahrfähige Vermögenswerte wie Immobilien und Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften sind von der Depotbank gemäß § 24 Abs. 3 InvG laufend zu überwachen.

II. Kontrolle durch die Depotbank

Die KAG hat nach § 20 Abs. 1 InvG ein Kreditinstitut mit der Funktion der Depotbank zu beauftragen. Die Rechte und Pflichten der Depotbank ergeben sich aus den §§ 20 ff. InvG bzw. aus dem mit der KAG abgeschlossenen Depotbankvertrag.¹⁸⁸

Die Depotbank handelt bei Wahrnehmung ihrer Aufgaben gemäß § 22 Abs. 1 Satz 1 InvG unabhängig von der KAG und ausschließlich im Interesse der Anleger. Der Depotbank kommt hinsichtlich der Tätigkeiten der KAG eine wichtige Kontrollfunktion zu.¹⁸⁹ Insbesondere muss die Depotbank nach § 27 Abs. 1 Nr. 3 InvG dafür sorgen, dass die Erträge eines Sondervermögens gemäß den gesetzlichen Vorschriften und den betreffenden Vertragsbedingungen verwendet werden. Hinsichtlich bestimmter Fallgestaltungen, wie zum Beispiel der Aufnahme von Krediten durch die KAG für Rechnung eines Sondervermögens, sieht das InvG explizit ein Zustimmungserfordernis der Depotbank vor.¹⁹⁰

Die KAG, die Depotbank und die Anleger bilden das sog. Investment-Dreieck.



Nicht eindeutig ist die rechtliche Qualifikation des Depotbankvertrages, soweit darin die Anleger eingebunden sind. Nach der herrschenden Lehre wird

¹⁸⁸ Depotbankverträge enthalten in der Praxis häufig eine Vielzahl der gesetzlichen Verpflichtungen einer Depotbank.

¹⁸⁹ Vgl. Schödermeier/Baltzer in Brinkhaus/Scherer, Kommentar zum KAGG/AuslInvestmG, § 12 KAGG, Rn. 10.

¹⁹⁰ Vgl. dazu den Katalog der zustimmungsbedürftigen Geschäfte in § 26 Abs. 1 InvG.

der Vertrag zwischen der KAG und der Depotbank als Vertrag zugunsten der Anleger im Sinne von § 328 BGB qualifiziert.¹⁹¹

3. Abschnitt: Verschiedene Arten von Sondervermögen

Eine KAG kann verschiedene Kategorien von Sondervermögen auflegen, soweit ihre Erlaubnis die Auflegung der jeweiligen Kategorie des Sondervermögens umfasst. Dabei lassen sich Sondervermögen in zwei Hauptkategorien einteilen, nämlich in richtlinienkonforme und nicht-richtlinienkonforme Sondervermögen.

Sondervermögen	
Richtlinienkonforme Sondervermögen	Nicht-richtlinienkonforme Sondervermögen

I. Richtlinienkonforme Sondervermögen

Richtlinienkonforme Sondervermögen sind in den §§ 46 ff. InvG geregelt. Sie legen gemäß den Vorschriften der OGAW-Richtlinie bzw. in Deutschland den Vorschriften an, die der Umsetzung der OGAW-Richtlinie dienen.¹⁹² Ein wesentlicher Vorteil für richtlinienkonforme Sondervermögen besteht darin, dass sie gemäß §§ 128 f. InvG unter vereinfachten Voraussetzungen in anderen Ländern der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum öffentlich vertrieben werden dürfen.¹⁹³ Die OGAW-Richtlinie dient der Schaffung eines Europäischen Binnenmarktes im Bereich der Finanzdienstleistungen.¹⁹⁴ Die zulässigen Vermögenswerte für richtlinienkonforme Sonder-

¹⁹¹ Nach anderer Auffassung handelt es sich um ein gesetzliches Schuldverhältnis zwischen der Depotbank und den Anteilhabern; vgl. dazu Baur, Das Investmentgeschäft, Rn. 9/121.

¹⁹² Vgl. §§ 46 ff. InvG.

¹⁹³ Größere Praxisrelevanz hat jedoch u.a. der grenzüberschreitende Vertrieb von Luxemburger OGAW-Fonds in Deutschland. Die Voraussetzungen für den öffentlichen Vertrieb von ausländischen OGAW-Fonds in Deutschland sind in den §§ 130 ff. InvG geregelt.

¹⁹⁴ Vgl. zu den Zielen der OGAW-Richtlinie Zeller in Brinkhaus/Scherer, Kommentar zum KAGG/AuslInvestmG, Einl. KAGG, Rn. 15.

vermögen ergeben sich aus den §§ 46 ff. InvG und basieren auf den Vorgaben des Art. 19 OGAW-Richtlinie.¹⁹⁵

II. Nicht-richtlinienkonforme Sondervermögen

Die Bezeichnung „nicht-richtlinienkonforme Sondervermögen“ ist ein Oberbegriff für sieben verschiedene im InvG geregelte Fondskategorien.

Das InvG, in der Fassung vor in Kraft treten des InvÄndG, sah fünf verschiedene nicht-richtlinienkonforme Sondervermögen vor.

Nicht-richtlinienkonforme Sondervermögen				
Immobilien-Sondervermögen ¹⁹⁶	Gemischte Sondervermögen ¹⁹⁷	Altersvorsorge-Sondervermögen ¹⁹⁸	Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken („Hedgefonds“) ¹⁹⁹	Spezial-Sondervermögen ²⁰⁰

Durch das InvÄndG sind noch (zusätzlich) zwei weitere Fondskategorien in das InvG eingeführt worden.

Nicht-richtlinienkonforme Sondervermögen	
Infrastruktur-Sondervermögen ²⁰¹	Sonstige Sondervermögen ²⁰²

¹⁹⁵ Vgl. dazu S. 93 der Gesetzesbegründung zum InvMG vom 19. September 2003 (BT-Drucksache 15/1553).

¹⁹⁶ Vgl. §§ 66 ff. InvG.

¹⁹⁷ Vgl. §§ 83 ff. InvG und Fock, Gemischte Sondervermögen, WM 2006, 2160.

¹⁹⁸ Vgl. §§ 87 ff. InvG.

¹⁹⁹ Vgl. §§ 112 ff. InvG.

²⁰⁰ Vgl. §§ 91 ff. InvG und Seip, Investmentgesetz: neuer Schwung für deutsche Spezialfonds?, ZKredW 2007, 839.

²⁰¹ Vgl. §§ 90a ff. InvG und Hörich/Kohn, Infrastruktur: eine neue Assetklasse als Verlockung für Anleger, ZKredW 2007, 867.

²⁰² Vgl. §§ 90g ff. InvG. Im Diskussionsentwurf bzw. Regierungsentwurf des InvÄndG war die Auflegung von sog. Mikrofinanz-Fonds (vgl. § 90h Abs. 7-9 InvG) noch nicht vorgesehen. Erst durch die Beschlussempfehlung des Finanzausschusses des Bundestages zum InvÄndG vom 25. Oktober 2007 (vgl. S. 3, 153 f., 167 f.; BT-Drucksache 16/6874) wurde diese Auflegungsmöglichkeit im Rahmen des InvG vorgeschlagen. Mikrofinanz-Fonds werden zwar in der o.g. Beschlussempfehlung als eigenständige Fondskategorie bezeichnet. Es ist jedoch darauf hin-

Die einzelnen Fondskategorien zeichnen sich u.a. durch die unterschiedlichen zulässigen Vermögenswerte aus.

Die nachfolgenden Ausführungen in dieser Arbeit beziehen sich auf die Bestimmungen für OGAW-Fonds bzw. richtlinienkonforme Sondervermögen betreffend strukturierte Finanzprodukte.

Durch Verweis im InvG gelten die Vorschriften für richtlinienkonforme Sondervermögen (betreffend strukturierte Finanzprodukte) aber teilweise auch für die anderen Fondskategorien. Dies wird nachfolgend im Einzelnen erörtert.

1. Gemischte Sondervermögen

Hinsichtlich der Gemischten Sondervermögen verweist § 66 InvG u.a. auf die beiden zentralen Vorschriften für richtlinienkonforme Sondervermögen betreffend strukturierte Finanzprodukte (§§ 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 und § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG). Zudem werden in § 84 Abs. 1 Nr. 1 InvG die Vermögenswerte nach Maßgabe der §§ 47 bis 52 InvG für zulässig erklärt. Daher müssen auch im Rahmen der Anlagevorschriften für Gemischte Sondervermögen die Regelungen für richtlinienkonforme Sondervermögen betreffend strukturierte Finanzprodukte beachtet werden.²⁰³

2. Altersvorsorge-Sondervermögen

Hinsichtlich der Altersvorsorge-Sondervermögen verweist § 87 Abs. 1 InvG auf die für richtlinienkonforme Sondervermögen geltenden Vorschriften und somit u.a. auf §§ 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 und § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG. Zudem werden in § 88 Abs. 1 Nr. 1 InvG Wertpapiere (ohne weitere Einschränkungen) als zulässig angesehen. Es sprechen daher gute Gründe dafür, dass bei der Auslegung des Wertpapierbegriffes des § 88 Abs. 1 Nr. 1

zuweisen, dass Mikrofinanz-Fonds lediglich eine mögliche Ausgestaltung eines Sonstigen Sondervermögens im Sinne der §§ 90g ff. InvG darstellen und somit nicht als eine eigenständige Fondskategorie anzusehen sind.

²⁰³ Vgl. dazu auch die Ausführungen auf den Seiten 50 f. unten zu Spezial-Sondervermögen.

InvG über § 87 Abs. 1 InvG die Bestimmungen des § 47 Abs. 1 InvG bzw. § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG für richtlinienkonforme Sondervermögen betreffend (strukturierte) Wertpapiere zu beachten sind. Daher würden sich für Altersvorsorge-Sondervermögen grundsätzlich keine Besonderheiten (im Vergleich zu richtlinienkonforme Sondervermögen) hinsichtlich der Erwerbbarkeit von strukturierten Finanzprodukten ergeben.

Es ist jedoch zu beachten, dass gemäß § 88 Abs. 6 Satz 1 InvG Derivate nur zu Absicherungszwecken zulässig sind. Daher ließe sich argumentieren, dass bei einem Erwerb von strukturierten Finanzprodukten (mit eingebetteten Derivaten) für Rechnung eines Altersvorsorge-Sondervermögens diese Wertung zu berücksichtigen sei. Ob sich dadurch im Vergleich zu richtlinienkonformen Sondervermögen eine Einschränkung hinsichtlich der erwerblichen strukturierten Finanzprodukte (mit eingebetteten Derivaten) ergibt, bedarf grundsätzlich der Klärung im Einzelfall. Gegen eine Berücksichtigung des § 88 Abs. 6 Satz 1 InvG im Rahmen des Erwerbs von strukturierten Finanzprodukten (mit eingebetteten Derivaten) spricht jedoch, dass in der Regel bei strukturierten Finanzprodukten (anders als bei Derivaten) das maximale Verlustrisiko (auf den Kaufpreis) begrenzt ist.²⁰⁴

3. Immobilien-Sondervermögen

Hinsichtlich der Immobilien-Sondervermögen verweist § 66 InvG auf die für richtlinienkonforme Sondervermögen geltenden Vorschriften (soweit sich aus den §§ 67 – 82 InvG nichts anderes ergibt) und somit u.a. auf §§ 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 und § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG. Im Rahmen des Liquiditätsmanagements werden Geldmarktinstrumente nach § 80 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 InvG und Wertpapiere im Sinne des § 80 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 b) InvG, die an einem organisierten Markt im Sinne von § 2 Abs. 5 des WpHG zum Handel zugelassen sind oder festverzinsliche Wertpapiere für zulässig erklärt. Es sprechen daher gute Gründe dafür, dass bei der Auslegung des Wertpapierbegriffs des § 80 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 b) InvG die Bestimmungen des § 47 Abs. 1 InvG bzw. § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG für richtlinienkonforme Sondervermögen betreffend (strukturierte) Wertpapiere zu beachten

²⁰⁴ Vgl. dazu Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. a) OGAW-DRL.

sind. Daher würden sich für Immobilien-Sondervermögen grundsätzlich keine Besonderheiten (im Vergleich zu richtlinienkonformen Sondervermögen) hinsichtlich der Erwerbbarkeit von strukturierten Finanzprodukten ergeben (mit Ausnahme der Voraussetzungen des § 80 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 b) InvG).

Obwohl die Bestimmungen zu Immobilien-Sondervermögen keine ausdrücklichen Regelungen zu Derivaten enthalten, ist es in der Praxis allgemein anerkannt, dass Derivate wie bei Altersvorsorge-Sondervermögen nur zu Absicherungszwecken zulässig sind.²⁰⁵ Ob sich dadurch im Vergleich zu richtlinienkonformen Sondervermögen eine Einschränkung hinsichtlich der erwerbbaaren strukturierten Finanzprodukte (mit eingebetteten Derivaten) ergibt, bedarf grundsätzlich der Klärung im Einzelfall. Wie auch bei Altersvorsorge-Sondervermögen spricht gegen eine Berücksichtigung dieser derivativen Regelung, dass in der Regel bei strukturierten Finanzprodukten (anders als bei Derivaten) das maximale Verlustrisiko (auf den Kaufpreis) begrenzt ist.

4. Infrastruktur-Sondervermögen

Hinsichtlich der Infrastruktur-Sondervermögen wird in § 90a InvG Bezug genommen auf § 66 InvG, der auf die für richtlinienkonforme Sondervermögen relevanten Vorschriften der §§ 46 – 65 InvG verweist, soweit sich aus den §§ 90b – 90f InvG nichts anderes ergibt. Zudem werden Wertpapiere und Geldmarktinstrumente in § 90b Abs. 1 Nr. 3 und 4 InvG als zulässige Vermögenswerte bezeichnet. Daher gelten die obigen Ausführungen zu Immobilien-Sondervermögen und strukturierten Finanzprodukten für Infrastruktur-Sondervermögen entsprechend.

Wie auch bei Altersvorsorge- und Immobilien-Sondervermögen wird in § 90b Abs. 8 InvG erklärt, dass bei Infrastruktur-Sondervermögen Derivate nur zu Absicherungszwecken eingesetzt werden dürfen. Daher gelten die

²⁰⁵ Die zulässigen Vermögenswerte für Immobilien-Sondervermögen ergeben sich abschließend aus den §§ 67, 68 InvG (mit Ausnahme solcher, die dem Liquiditätsmanagement dienen). Diese Vorschriften umfassen keine Derivatgeschäfte. Daraus lässt sich schließen, dass Derivate zu Anlagezwecken, also zum spekulativen Einsatz, nicht zulässig sind.

obigen Ausführungen zu einer möglichen Berücksichtigung dieser derivativen Regelung im Rahmen des Erwerbs von strukturierten Finanzprodukten (mit eingebetteten Derivaten) bei Immobilien-Sondervermögen entsprechend.

5. Sonstige Sondervermögen

Hinsichtlich der Sonstigen Sondervermögen wird in § 90g InvG auf die für richtlinienkonforme Sondervermögen relevanten Vorschriften der §§ 46 - 59 InvG verwiesen. Zudem werden in § 90h Abs. 1 Nr. 1 InvG die Vermögenswerte nach Maßgabe der §§ 47 - 52 InvG für zulässig erklärt. Allerdings wird in § 90h Abs. 1 Nr. 1 InvG hervorgehoben, dass die Erwerbsbeschränkungen nach § 51 Abs. 1 InvG (einschließlich des § 51 Abs. 1 Satz 1 InvG, der die für Derivate zulässigen Basiswerte aufführt) nicht für Sonstige Sondervermögen gelten. Daher sprechen gute Gründe dafür, dass die Regelungen für richtlinienkonforme Sondervermögen betreffend strukturierte Finanzprodukte (mit eingebetteten Derivaten) für Sonstige Sondervermögen nicht zu beachten sind.

6. Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken

Die Regelungen für richtlinienkonforme Sondervermögen betreffend strukturierte Finanzprodukte gelten nicht für Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken im Sinne des § 112 InvG, auch Single-Hedgefonds genannt. Für Single-Hedgefonds gilt gemäß 112 Abs. 1 Satz 1 InvG der Wertpapier-, Geldmarktinstrumenten- und Derivatebegriff des § 2 Abs. 4 Nr. 1, 2 bzw. 3 InvG, der keine Einschränkungen enthält. Daher kann für Rechnung eines Single-Hedgefonds grundsätzlich jedes strukturierte Finanzprodukt erworben werden (soweit die Risiken der Finanzprodukte angemessen vom jeweiligen Risikomesssystem der KAG erfasst werden).

Dach-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken im Sinne des § 113 InvG, auch Dach-Hedgefonds genannt, können grundsätzlich nur Anteile von Zielfonds im Sinne des § 113 Abs. 1 Satz 2 InvG erwerben. Wertpapiere können hingegen nicht erworben werden. Jedoch dürfen Geldmarktinstrumente nach § 113 Abs. 2 Nr. 1 InvG zu Liquiditätszwecken erworben werden. Es ist

nicht ersichtlich, dass der Geldmarktinstrumentenbegriff im Lichte der §§ 48, 52 Nr. 2 InvG, die sich mit für richtlinienkonforme Sondervermögen zulässigen Geldmarktinstrumenten beschäftigen, auszulegen wäre, denn § 114 InvG erklärt u.a. die §§ 46 - 52 InvG für nicht anwendbar. Daher gilt der Geldmarktinstrumentenbegriff des § 2 Abs. 4 Nr. 2 InvG auch für Dach-Hedgefonds. Inwieweit es eine Einschränkung hinsichtlich der Erwerbsmöglichkeiten von strukturierten Geldmarktinstrumenten entgegen dem Wortlaut der §§ 113 Abs. 2 Satz 1, 2 Abs. 4 Nr. 2 InvG geben könnte, bedarf einer Klärung im Einzelfall.

7. Spezial-Sondervermögen

Bei Spezial-Sondervermögen ist zunächst zu beachten, dass diese Sondervermögen zwar als Fondskategorie im InvG vorgesehen sind, aber eher als Gegensatz zu den Publikums-Sondervermögen zu verstehen sind.²⁰⁶ Jede im InvG vorgesehene Fondskategorie kann entweder als Publikums- oder als Spezial-Sondervermögen aufgelegt werden. So kann zum Beispiel ein Immobilien-Publikums- oder ein Immobilien-Spezial-Sondervermögen aufgelegt werden. Eine Ausnahme gilt für Altersvorsorge-Sondervermögen, die nur als Publikums-Sondervermögen aufgelegt werden können.²⁰⁷ Zudem gilt die Besonderheit zu beachten, dass Spezial-Sondervermögen, die die Vorschriften für richtlinienkonforme Sondervermögen einhalten, keine richtlinienkonformen Sondervermögen im Sinne der §§ 46 ff. InvG darstellen.²⁰⁸

Das InvÄndG hat zu einer weiteren Liberalisierung bei Spezial-Sondervermögen geführt. Nach § 91 Abs. 3 Nr. 2 InvG kann eine KAG für Rechnung eines Spezial-Sondervermögens unter bestimmten Voraussetzungen Fondskategorie übergreifend in die gesetzlich zulässigen Vermögenswerte anlegen.

Folglich hängt es von der Ausgestaltung der Vertragsbedingungen eines Spezial-Sondervermögens ab, ob die für richtlinienkonforme Sondervermö-

²⁰⁶ Vgl. § 2 Abs. 3 InvG.

²⁰⁷ Vgl. 91 Abs. 2 InvG, der keinen Verweis auf die Bestimmungen für Altersvorsorge-Sondervermögen (§§ 87 ff. InvG) enthält.

²⁰⁸ Vgl. dazu insbesondere S. 3 (Rn. 5) des Vandamme-Reports.

gen relevanten Vorschriften betreffend strukturierte Finanzprodukte zu berücksichtigen sind. Für die neue Generation von Spezial-Sondervermögen im Sinne des InvÄndG dürften diese Vorschriften in der Regel keine Rolle mehr spielen.

4. Abschnitt: Exkurs/ die Investmentaktiengesellschaft

Sondervermögen werden auch als „Fonds des Vertragstyps“ bezeichnet. Hingegen gibt es auch „Fonds des Gesellschaftstyps“. Bei diesen Fonds ist die Gesellschaft selbst als Fonds anzusehen. Im InvG stellen InvAGen „Fonds des Gesellschaftstyps“ dar.

Die InvAG kann sich selbst verwalten (selbstverwaltende InvAG) oder sie kann eine KAG als Verwaltungsgesellschaft benennen (fremdverwaltete InvAG).²⁰⁹

Seit Inkrafttreten des InvÄndG kann die InvAG auch richtlinienkonform ausgestaltet werden und somit den OGAW-Status erlangen.²¹⁰ Gemäß § 96 Abs. 3 InvG ist dafür Voraussetzung, dass die Satzung der InvAG festlegt, dass die Anlage ihrer Mittel ausschließlich nach den §§ 46 - 65 InvG erfolgen darf. Daher sind bei den OGAW-InvAGen auch die Regelungen für richtlinienkonforme Sondervermögen betreffend strukturierte Finanzprodukte zu beachten.²¹¹

Nach § 99 Abs. 3 InvG können keine Immobilien-, Altersvorsorge- oder Infrastruktur-InvAGen gegründet werden. Mit Ausnahme der Ausführungen zu diesen Fondskategorien gelten daher die oben unter Abschnitt 2 gemachten Ausführungen zu den einzelnen Kategorien von Sondervermögen hin-

²⁰⁹ Vgl. § 97 Abs. 1a InvG und § 96 Abs. 4 InvG.

²¹⁰ § 99 Abs. 3 InvG a.F. enthielt keinen Verweis auf § 128 InvG, der die Anzeigepflicht einer KAG im Falle des beabsichtigten Vertriebs von Anteilen an richtlinienkonformen Sondervermögen in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum regelt, vgl. dazu auch die Ausführungen auf S. 104 der Gesetzesbegründung zum InvMG vom 19. September 2003 zu Kapitel 3 (Investmentaktiengesellschaft) (BT-Drucksache 15/1553).

²¹¹ Vgl. auch § 99 Abs. 3 InvG, der auf die §§ 44 - 65 InvG verweist.

sichtlich der Berücksichtigung der Regelungen für richtlinienkonforme Sondervermögen betreffend strukturierte Finanzprodukte für die jeweiligen InvAGen entsprechend.

4. Kapitel: Umsetzung der europäischen Regelung strukturierter Finanzprodukte

1. Abschnitt: Einleitung

I. OGAW-Richtlinie und strukturierte Finanzprodukte

Die für OGAW-Fonds grundsätzlich erwerbbaaren Vermögenswerte ergeben sich aus Art. 19 OGAW-Richtlinie.²¹² Umfasst sind insbesondere Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Einlagen bei Kreditinstituten, Anteile an bestimmten Investmentfonds und Derivate auf ausgewählte Basiswerte. Strukturierte Finanzprodukte hingegen sind in der OGAW-Richtlinie nicht als eigenständige Anlageklasse vorgesehen.

Jedoch werden strukturierte Finanzprodukte in Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 4²¹³ OGAW-Richtlinie angesprochen. Darin ist geregelt, dass hinsichtlich eines in ein Wertpapier oder Geldmarktinstrument eingebetteten Derivats die Einhaltung der Vorschriften des Artikels 21 OGAW-Richtlinie mit berücksichtigt werden müssen. Art. 21 OGAW-Richtlinie stellt insbesondere Anforderungen an das Risikomanagement hinsichtlich des Einsatzes von derivativen Instrumenten auf. Der Verweis in Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 4 OGAW-Richtlinie ist dahin gehend zu verstehen, dass das betreffende derivative Risikomanagement auch die „eingebetteten Derivate“ erfassen muss und diese auf die Anlagegrenzen der OGAW-Richtlinie mit anzurechnen sind, um somit das derivative Gesamtrisiko eines OGAW-Fonds erfassen zu können.

²¹² Art. 19 der OGAW-Richtlinie steckt den maximalen Rahmen der zulässigen Vermögenswerte ab. Aus den jeweiligen Vertragsbedingungen des Investmentfonds können sich Einschränkungen ergeben.

²¹³ Soweit die jeweilige Fassung der OGAW-Richtlinie in Abs. 3 keine Unterabsätze enthält, ist mit Unterabsatz 4 Art. 21 Abs. 3 Satz 6 OGAW-Richtlinie gemeint.

II. OGAW-Richtlinie und europäisches Rechtsetzungsverfahren

Gemäß Art. 53 OGAW I-Richtlinie wurde bei der Kommission ein sogenannter Kontaktausschuss eingerichtet, der unter anderem die Aufgabe hatte, die Kommission bei vorzunehmenden Ergänzungen der OGAW-Richtlinie zu beraten und sich regelmäßig über konkrete Probleme abzustimmen, die sich aus der Anwendung der OGAW-Richtlinie ergeben. Durch die Produktrichtlinie wurde Art. 53a in die OGAW-Richtlinie eingefügt, wonach dem OGAW-Kontaktausschuss zusätzlich die Aufgabe zukam, die Kommission bei der Vornahme von technischen Änderungen an der OGAW-Richtlinie, insbesondere bei der Erläuterung von Definitionen, um die einheitliche Anwendung der OGAW-Richtlinie in der gesamten Gemeinschaft zu gewährleisten, zu unterstützen.

Fast zeitgleich im Februar 2001 legte der Ausschuss der Weisen unter Führung von Alexandre Lamfalussy seinen Schlussbericht („Lamfalussy-Report“) über die Regulierung der Europäischen Wertpapiermärkte vor.²¹⁴ Zur Beschleunigung des europäischen Rechtsetzungsverfahrens wurde ein sogenanntes Vier-Stufen-Konzept vorgeschlagen, das später zunächst im Wertpapierbereich angewandt worden ist.²¹⁵ Vereinfacht dargestellt können die vier Stufen wie folgt beschrieben werden: Auf der ersten Stufe („Level 1“) wird auf Vorschlag der Kommission von dem Europäischen Parlament eine Rahmenrichtlinie bzw. Rahmenverordnung erlassen. Auf der zweiten Stufe („Level 2“) holt die Kommission zunächst den Rat von CESR, der auf Empfehlung des Lamfalussy-Reports errichtet worden ist,²¹⁶ für die Ausarbeitung der technischen Durchführungsmaßnahmen ein. Nach der Erteilung des CESR-Rates erarbeitet die Kommission ihre Durchführungsmaßnahmen und legt ihren Vorschlag dem ESC vor, der auch auf Empfehlung des Lam-

²¹⁴ Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der Europäischen Wertpapiermärkte vom 15. Februar 2001, abrufbar unter www.europa.eu.int (Das Portal der Europäischen Union/ Tätigkeitsbereiche, Binnenmarkt/ Kommission, Binnenmarkt/ Der Binnenmarkt für Dienstleistungen/Finanzdienstleistungen/Wertpapiere/ Lamfalussy Bericht/15.02.2001).

²¹⁵ Vgl. insbs. die MiFID.

²¹⁶ Vgl. Art. 1 des Beschlusses der Kommission 2001/527/EG vom 6. Juni 2001.

falussy-Reports errichtet worden ist.²¹⁷ Diese gibt eine Stellungnahme ab und die Kommission erlässt die entsprechenden Maßnahmen, wenn der Vorschlag mit der Stellungnahme übereinstimmt. Auf der dritten Stufe („Level 3“) soll CESR eine einheitliche Umsetzung und Auslegung der Rechtsakte der ersten und zweiten Stufe (insbesondere durch Veröffentlichung von Auslegungshinweisen) sicherstellen. Auf der vierten Stufe („Level 4“) soll die Kommission die Einhaltung der EU-Rechtsvorschriften durch die Mitgliedstaaten sicherstellen. Durch eine Berichterstattung kann sich die Kommission über die jeweilige nationale Umsetzung informieren und bei einer versäumten bzw. unvollständigen Richtlinienumsetzung (als *ultima ratio*) ein Vertragsverletzungsverfahren vor dem Europäischen Gerichtshof gegen den betreffenden Mitgliedstaat anstrengen.²¹⁸

Um dieses EU-Rechtsetzungsverfahren auch für andere Finanzdienstleistungsbereiche fruchtbar zu machen, wurde das Lamfalussy-Verfahren aufgrund der Richtlinie 2005/1/EG vom 9. März 2005 (*Lamfalussy Extension Directive*) - soweit möglich - auch auf andere Bereiche ausgedehnt.²¹⁹ Im Rahmen der OGAW-Richtlinie wurde der oben erwähnte OGAW-Kontaktausschuss durch den ESC abgelöst. Dabei darf nicht vergessen werden, dass die bereits im Dezember 1985 verabschiedete OGAW-Richtlinie keine „*Lamfalussy Directive*“ darstellt, da das oben beschriebene Rechtsetzungsverfahren erst später vorgeschlagen wurde, und lediglich die durch die Produktrichtlinie in die OGAW-Richtlinie im Januar 2002 eingefügte Möglichkeit der Erläuterung von Definitionen durch die Kommission (grds. als Level 2-Maßnahme), als eine Art „Lamfalussy-Komponente“ angesehen werden kann.²²⁰

²¹⁷ Vgl. Art. 1 des Beschlusses der Kommission 2001/528/EG vom 6. Juni 2001.

²¹⁸ Vgl. Art. 226 des Vertrages zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft. Vgl. zu einem informellen bzw. zum zweistufigen Vorverfahren vor Klageerhebung, Cremer in Calliess/Ruffert, EUV-, EGV-Kommentar, Art. 226 EGV, Rn. 1.

²¹⁹ Art. 9 der Richtlinie 2005/1/EG.

²²⁰ Vgl. dazu den zweiten Absatz, erster Satz der (ersten) *Background Note* zur OGAW-DRL, ESC/14/2006. Bereits nach Art. 53 Abs. 1 Buchst. c) OGAW I-Richtlinie war es Aufgabe des OGAW-Kontaktausschusses, die Kommission bei etwaigen Ergänzungen und Änderungen der OGAW-Richtlinie (soweit erforderlich) zu beraten. Darüber hinaus war

Demnach erfolgen die Erläuterungen der Definitionen der OGAW-Richtlinie grundsätzlich auf der zweiten Stufe des Lamfalussy-Verfahrens. Aufgrund eines entsprechenden Mandates der Kommission, das sich insbesondere auf eine Erläuterung der Definitionen von erwerbbaaren Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten und Derivaten bezieht, führte CESR im Frühjahr 2005 eine erste Konsultationsrunde zu dem Entwurf von Level 2-Maßnahmen durch.²²¹ Aufgrund der Komplexität der von der Kommission geforderten Stellungnahme hielt CESR eine zweite Konsultationsrunde im Herbst 2005 für angebracht und wickelte Kommentare der Marktteilnehmer folgend davon ab, der Kommission nur Level 2-Maßnahmen vorzuschlagen. In beiden Konsultationsrunden sind zusammen ca. 100 Stellungnahmen zum Entwurf der CESR-Ratschläge abgegeben worden. Die CESR-Ratschläge sind im Januar 2006 veröffentlicht worden.²²² Sie enthalten sowohl Level 2- als auch Level 3-Regelungsvorschläge. CESR hat zeitgleich ein Dokument zur Erläuterung der CESR-Ratschläge, auch *CESR Feedback Statement* genannt, veröffentlicht.²²³

Im März 2006 veröffentlichte die Kommission den ersten Entwurf einer Level 2-Maßnahme in der Form einer EU-Durchführungsverordnung, die unmittelbar ohne Umsetzung in nationales Recht in jedem Mitgliedstaat Anwendung gefunden hätte. In der *Background Note* (ESC/14/2006) zur OGAW-DVO-E wird ausgeführt, dass als Maßnahme eine Verordnung gewählt worden sei, da die zu implementierenden Maßnahmen geeignet seien, unmittelbare Geltung für OGAW-Fonds zu entfalten und es einer nationalen Umsetzung nicht bedürfe. Zudem wird ausgeführt, dass es wünschenswert

es nach Art. 53 Abs. 1 Buchst. a) OGAW-Richtlinie Aufgabe des OGAW-Kontaktausschusses eine regelmäßige Abstimmung über konkrete Probleme, die sich aus der Anwendung der OGAW-Richtlinie ergeben, vorzunehmen, um dadurch eine einheitliche Anwendung der Richtlinie zu gewährleisten bzw. zu unterstützen.

²²¹ Das CESR-Mandat ist abrufbar unter www-cesr-eu.org (*Consultation; 29 November 2004*).

²²² Das Dokument ist abrufbar unter www.cesr-eu.org (*Documents/CESR Submissions to EU Institutions/26 January 2006, CESR Advice/Details*).

²²³ Das Dokument ist abrufbar unter www.cesr-eu.org (*Documents/CESR Submissions to EU Institutions/26 January 2006, Feedback Statement/Details*).

sei, keinen Spielraum für unterschiedliche Umsetzungsmaßnahmen zuzulassen und eine etwaige Verzögerung hinsichtlich der Anwendbarkeit der Maßnahmen zu vermeiden.²²⁴

Dessen ungeachtet wurde im September 2006 ein überarbeiteter Entwurf der Level 2-Maßnahme in Form einer Durchführungsrichtlinie veröffentlicht. In der *Background Note* (ESC/44/2006 Rev. 2) wird als Begründung für die Wahl einer Durchführungsrichtlinie u.a. angeführt, dass die Richtlinie Begriffe wie „angemessen“ oder „adequat“ beinhalte, die Raum für eine Interpretation eröffnen würden. Zudem würden sich einige der Vorschriften an die Aufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten wenden und ihnen einen Beurteilungsspielraum eröffnen.²²⁵ Die finale Version der Durchführungsrichtlinie ist zeitgleich mit den CESR-Richtlinien, die auf den Level 3-Regelungsvorschlägen von CESR basieren, im März 2007 veröffentlicht worden.²²⁶ Die Mitgliedstaaten müssen die erforderlichen Rechts- und Verwaltungsvorschriften in Kraft setzen, um die Regelungen der OGAW-DRL bis spätestens 23. März 2008 umzusetzen.²²⁷ Sie müssen diese Vorschriften spätestens ab dem 23. Juli 2008 anwenden.²²⁸

²²⁴ Vgl. den siebten Abschnitt der ersten *Background Note*, abrufbar unter www.europa.eu.int (Das Portal der Europäischen Union/ Tätigkeitsbereiche, Binnenmarkt/ Kommission, Binnenmarkt/ Der Binnenmarkt für Dienstleistungen/ Finanzdienstleistungen/ Investmentfonds/ Rechtstexte & nicht-rechtliche Texte/ Implementierende Rechtsetzung hinsichtlich der Anlagen der OGAW, 15.03.2006, ESC/14/2006).

²²⁵ Vgl. den siebten Abschnitt der zweiten *Background Note*, abrufbar unter www.europa.eu.int (Das Portal der Europäischen Union/ Tätigkeitsbereiche, Binnenmarkt/ Kommission, Binnenmarkt/ Der Binnenmarkt für Dienstleistungen/ Finanzdienstleistungen/ Investmentfonds/ Rechtstexte & nicht-rechtliche Texte/ Implementierende Rechtsetzung hinsichtlich der Anlagen der OGAW, 17.01.2007, Memorandum).

²²⁶ In den CESR-Richtlinien war die Bewertung von Hedgefonds-Indizes noch ausgenommen. Im Juli 2007 hat CESR zu der Klassifizierung von Hedgefonds-Indizes als Finanzindizes im Sinne der OGAW-Richtlinie Stellung genommen. Die betreffenden CESR-Dokumente sind abrufbar unter www.cesr-eu.org (*Documents/ Standards, Recommendations & Guidelines/ 17 July 2007 & 19 March 2007/Details*).

²²⁷ Vgl. Art. 13 Abs. 1 Satz 1 OGAW-DRL.

²²⁸ Vgl. Art. 13 Abs. 1 Satz 3 OGAW-DRL.

2. Abschnitt: Gesetzliche Regelungen (Level 2-Maßnahmen)

I. OGAW-DRL

Die OGAW-DRL enthält mit Art. 1 Nr. 1 in Verbindung mit Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL und Art. 1 Nr. 4 in Verbindung mit Art. 10 OGAW-DRL zwei zentrale Regelungen für strukturierte Finanzprodukte.

1. Art. 2 Abs. 2 Buchst. c), Abs. 3 OGAW-DRL

Gemäß Art. 1 Nr. 1 in Verbindung mit Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL schließen Wertpapiere gemäß Art. 1 Abs. 8 OGAW-Richtlinie, Finanzinstrumente ein, die die folgenden Kriterien kumulativ erfüllen:

- Sie erfüllen die (sieben) Kriterien des § 2 Abs. 1 Satz 1 OGAW-DRL, also:
 - a. Der potenzielle Verlust, der dem OGAW-Fonds durch das Halten solcher Instrumente entstehen kann, kann den dafür gezahlten Betrag nicht übersteigen;
 - b. ihre Liquidität beeinträchtigt nicht die Fähigkeit des OGAW-Fonds zur Einhaltung von Art. 37 OGAW-Richtlinie (also die Pflicht zur grds. jederzeitigen Rücknahme von Fondsanteilen);
 - c. es ist eine verlässliche Bewertung der Instrumente verfügbar;²²⁹
 - d. es sind angemessene Informationen über die Finanzinstrumente verfügbar;²³⁰
 - e. sie sind handelbar;
 - f. ihr Erwerb steht im Einklang mit den Anlagezielen und/oder der Anlagestrategie des OGAW-Fonds;²³¹

²²⁹ Die OGAW-DRL stellt unterschiedliche Anforderungen für Wertpapiere im Sinne des Art. 19 Abs. 1 Buchst. a) bis d) und Abs. 2 OGAW-Richtlinie auf, vgl. Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. c) (i) und (ii) OGAW-DRL.

²³⁰ Die OGAW-DRL stellt unterschiedliche Anforderungen für Wertpapiere im Sinne des Art. 19 Abs. 1 Buchst. a) bis d) und Abs. 2 OGAW-Richtlinie auf, vgl. Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. d) (i) und (ii) OGAW-DRL.

²³¹ Die Anlageziele und die Anlagestrategie des OGAW-Fonds müssen im Einklang stehen mit den Bestimmungen der OGAW-Richtlinie.

g. ihre Risiken werden durch das Risikomanagement des OGAW-Fonds in angemessener Weise erfasst;

- sie sind durch andere Vermögenswerte besichert oder an die Entwicklung anderer Vermögenswerte gekoppelt, wobei diese Vermögenswerte von den in Art. 19 Abs. 1 OGAW-Richtlinie genannten Vermögenswerten abweichen können.

Gemäß Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL gelten für eingebettete Derivatkomponenten im Sinne des Art. 10 OGAW-DRL eines Finanzinstrumentes (im Sinne des Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL) die Anforderungen des Art. 21 OGAW-Richtlinie.

2. Art. 10 OGAW-DRL

Gemäß Art. 1 Nr. 4 in Verbindung mit Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL bezieht sich Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 4 OGAW-Richtlinie (Wertpapiere, in die ein Derivat eingebettet ist) auf Finanzinstrumente, die die (sieben oben genannten) Kriterien in Art. 2 Abs. 1 Satz 1 OGAW-DRL erfüllen und eine Komponente enthalten, die die folgenden Kriterien (kumulativ) erfüllt:

- Kraft dieser Komponente können einige oder alle Cashflows, die bei dem als Basisvertrag fungierenden Wertpapier anderenfalls erforderlich wären, nach einem spezifischen Zinssatz, Finanzinstrumentenpreis, Wechselkurs, Preis- oder Kursindex, Kreditrating oder Kreditindex oder einer sonstigen Variablen verändert werden und variieren daher in ähnlicher Weise wie ein eigenständiges Derivat;
- ihre wirtschaftlichen Merkmale und Risiken sind nicht eng mit den wirtschaftlichen Merkmalen und Risiken des Basisvertrags verbunden;
- sie hat einen signifikanten Einfluss auf das Risikoprofil und die Preisgestaltung des Wertpapiers.

Nach Art. 10 Abs. 2 OGAW-DRL gelten auch Geldmarktinstrumente, die eine Komponente enthalten, die die Kriterien des Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL erfüllt, als Geldmarktinstrumente, in die ein Derivat eingebettet ist.

Ferner statuiert Art. 10 Abs. 3 OGAW-DRL eine Ausnahme zur oben vorgegebenen Prüfung. Diese lautet wie folgt: „Enthält ein Wertpapier bzw. Geldmarktinstrument eine Komponente, die unabhängig von diesem Wertpapier bzw. 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.“

II. InvG

1. Einleitung

Obwohl die OGAW-Richtlinie keine expliziten Vorgaben zur Erwerbbarkeit von strukturierten Finanzprodukten enthält, bestand auf nationaler Ebene ein Bedürfnis, den Marktteilnehmern in Deutschland Rechtsklarheit in diesem Bereich zu verschaffen. Bis zum Februar 2004, also bis zum Erlass der DerivateV, hat die BaFin durch ständige Verwaltungspraxis entsprechende Vorgaben aufgestellt.²³² Die BaFin verfolgte den sog. „Zerlegungsansatz“, wonach ein strukturiertes Finanzprodukt in seine Einzelteile zu zerlegen war. Eine Erwerbbarkeit wurde bejaht, wenn das betreffende Sondervermögen auch jede einzelne Komponente separat erwerben durfte. Dieser Zerlegungsansatz soll an einem Beispiel verdeutlicht werden. Eine KAG möchte für Rechnung eines richtlinienkonformen Sondervermögens ein Zertifikat erwerben, dessen Wertentwicklung an die Wertentwicklung eines bestimmten Hedgefonds gekoppelt ist.

Hedgefonds-Zertifikat	
Inhaberschuldverschreibung	Futureähnliches Element bzw. Total Return Swap auf den Hedgefonds

Das Zertifikat ist als Inhaberschuldverschreibung und damit als Wertpapier grds. für das richtlinienkonforme Sondervermögen erwerbbar. Die andere

²³² Vgl. zur DerivateV Gondesens, Rechtssetzung durch die Exekutive im Investmentrecht, Die wesentlichen Elemente der Derivateverordnung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vom 6. Februar 2004, WM 2005, 116; Wood, *The misdirected directive?*, Risk, September 2004, 102.

(derivative) Komponente könnte entweder als „Hedgefonds“ oder etwas genauer als futureähnliches Element bzw. als Total Return Swap auf den Hedgefonds beschrieben werden.²³³ Wenn auch diese Komponente für das richtlinienkonforme Sondervermögen erwerbbar ist, darf die KAG für Rechnung des Sondervermögens das Hedgefonds-Zertifikat gemäß des Zerlegungsansatzes erwerben. Da aber grds. keine Möglichkeit für richtlinienkonforme Sondervermögen bestand in Hedgefonds zu investieren, wäre man nach dem Zerlegungsansatz zu dem Ergebnis gekommen, dass dieses strukturierte Finanzprodukt nicht erwerbbar ist.

Mit dem Erlass der DerivateV wurde die oben beschriebene Verwaltungspraxis der BaFin kodifiziert.²³⁴ § 27 Abs. 1 DerivateV normiert, dass ein strukturiertes Finanzprodukt nur dann für ein Sondervermögen erworben werden darf, wenn sichergestellt ist, dass keine Komponente, die nicht auch direkt für das Sondervermögen erworben werden dürfte, Einfluss auf das Risikoprofil und die Preisbildung des Produktes hat.

Die Erläuterungen der BaFin zur DerivateV (Stand: 28. September 2004) führen zu § 27 DerivateV aus, dass die Zerlegung eines strukturierten Produktes in seine wirtschaftlichen Komponenten zumeist nicht eindeutig sei und mehrere Lösungen denkbar seien. Daher dränge sich die Frage auf, wie die geforderte Zerlegung vorzunehmen sei. Die Art der Zerlegung läge aber, so die Erläuterungen der BaFin, im Verantwortungsbereich der KAG. Eine Lösung, nach der ein strukturiertes Produkt vollständig in wirtschaftliche Komponenten zerlegt werden könne, die nach dem InvG und den Vertragsbedingungen des Sondervermögens erwerbbar wären und die vollständig und korrekt auf die maßgeblichen Anlagegrenzen der DerivateV bzw. des InvG angerechnet werden könnten, erfülle die Voraussetzungen des InvG.

²³³ Es handelt sich nur um ein „futureähnliches“ Element, da bei einem Zertifikat in der Regel eine Verlustbegrenzung auf den eingesetzten Betrag besteht. Hingegen ist bei einem Future grds. keine Verlustbegrenzung gegeben.

²³⁴ Vgl. dazu die Erläuterungen der BaFin zu § 27 DerivateV (Stand: 28. September 2004).

Dementsprechend sei auf eine formale Definition des Begriffes „strukturiertes Finanzprodukt mit derivativer Komponente“ bewusst verzichtet worden.

Die neue Verwaltungspraxis der BaFin zur Behandlung von strukturierten Finanzprodukten wird auf Seite 64 unten dargestellt.

2. § 47 Abs. 1 Satz 1 InvG

Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL (strukturierte Finanzprodukte) ist durch § 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 InvG in deutsches Recht umgesetzt worden. Danach darf eine KAG für Rechnung eines richtlinienkonformen Sondervermögens Wertpapiere, in Form von Finanzinstrumenten, die die in Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) der OGAW-DRL genannten Kriterien erfüllen, erwerben.

3. § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG

Auch die Vorschrift des Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL (Wertpapiere mit eingebetteten Derivaten) ist durch eine einfache Verweisteknik in deutsches Recht umgesetzt worden. § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG regelt, dass die Bestimmungen des § 51 Abs. 1 Satz 1 InvG entsprechend für Finanzinstrumente mit derivativer Komponente im Sinne des Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL gelten.

§ 51 Abs. 1 Satz 1 InvG gibt die für richtlinienkonforme Sondervermögen erwerbbaeren Derivate vor. Danach können grds. nur Derivate erworben werden, die von

- Wertpapieren;
- Geldmarktinstrumenten;
- Investmentanteilen gemäß § 50 InvG;
- Finanzindizes im Sinne des Art. 9 Abs. 1 OGAW-DRL;
- Zinssätzen;
- Wechselkursen oder
- Währungen,

in die das Sondervermögen nach seinen Vertragsbedingungen investieren darf, abgeleitet sind. Daher sind auch die für Derivate zulässigen Basiswerte für strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten zu beachten.

3. Abschnitt: Aufsichtsrechtliche Regelungen (Level 3-Maßnahmen)

I. CESR-Richtlinien

CESR veröffentlichte am 19. März 2007 seine (englischsprachigen) Richtlinien zu der OGAW-DRL. Die CESR-Richtlinien sind in erster Linie an die Aufsichtsbehörden, die CESR-Mitglieder (u.a. die BaFin), adressiert und sollen als Auslegungshilfe der einzelnen Artikel der OGAW-DRL dienen. In Punkt 10 des Abschnitts „*Overview*“ der CESR-Richtlinien wird ausgeführt, dass die CESR-Mitglieder die OGAW-DRL und die CESR-Richtlinien als einheitliches Paket an Maßnahmen bis spätestens März 2008 „umsetzen“ werden.

Die CESR-Richtlinien enthalten keine Auslegungshilfen zu Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL (strukturierte Finanzprodukte). Hingegen enthalten die CESR-Richtlinien die in **Anhang 1** aufgeführten Auslegungshilfen zu Art. 10 OGAW-DRL (Wertpapiere und Geldmarktinstrumente mit eingebetteten Derivaten). Diese lassen sich thematisch wie folgt untergliedern:

1. Bewertung von CDOs und ABS (einschließlich „*single-tranche* CDOs“);
2. Zur Verfügung stellen einer beispielhaften Liste strukturierter Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten (wie CLN und Wandelanleihen);
3. Nennung von Grundsätzen der OGAW-Richtlinie, die bei einer Anlage in strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten einzuhalten sind.

II. Verwaltungspraxis der BaFin

1. Schreiben der BaFin vom 26. April 2007

Die BaFin hat zum ersten Mal in ihrem Schreiben vom 26. April 2007 schriftlich Stellung genommen zu der OGAW-DRL und den CESR-Richtlinien.²³⁵

Die BaFin erklärt u.a., dass sie bereits die CESR-Ratschläge in ihrer Verwaltungspraxis berücksichtige, soweit gesetzliche Vorgaben nicht entgegenstünden. Dies würde nunmehr auch entsprechend für die OGAW-DRL und die CESR-Richtlinien gelten. Es werden also die o.g. europäischen Vorgaben berücksichtigt, soweit nicht das InvG entgegenstand und daher eine gesetzliche Umsetzung durch das InvÄndG erforderlich machte. Die gesetzliche Umsetzung einzelner Vorschriften der OGAW-DRL ist mit Inkrafttreten des InvÄndG am 28. Dezember 2007 abgeschlossen.

2. Fragenkatalog zur Anwendung der OGAW-DRL

Aufgrund einer Vielzahl von von Marktteilnehmern geäußerten Fragen zur OGAW-DRL hat die BaFin in Absprache mit dem BVI einen FAQ *Eligible Assets* veröffentlicht.²³⁶ Der FAQ *Eligible Assets* geht in einigen Punkten auch auf Einzelfragen zum Thema „strukturierte Finanzprodukte“ ein. Die zuerst veröffentlichte Version der FAQ *Eligible Assets* datiert auf den 18. Juni 2007.²³⁷ Eine leicht überarbeitete Version wurde im September 2007 veröffentlicht und weist den Stand vom 24. September 2007 auf.

Die BaFin nimmt nicht nur Stellung zur Anwendbarkeit der DerivateV (vgl. nachfolgend unter lit. a.) und abstrakt zur Erwerbbarkeit von strukturierten Finanzprodukten (vgl. nachfolgend unter lit b. und f.), sondern sie geht auch auf die Erwerbbarkeit von einzelnen Finanzprodukten wie Edelmetall- und

²³⁵ Das Schreiben ist abrufbar unter www.bafin.de (Aufsichtspraxis/ Auslegungsentscheidungen/ Wertpapieraufsicht/ Investmentgesetz (InvG) 26.04.2007, 19.06.2007).

²³⁶ Die aktuelle Version der FAQ *Eligible Assets* ist abrufbar unter www.bafin.de (Aufsichtspraxis/ Auslegungsentscheidungen/ Wertpapieraufsicht/ Investmentgesetz/2007, Fragenkatalog).

²³⁷ Die Version der FAQ *Eligible Assets* mit Stand 18. Juni 2007 ist nicht mehr auf der BaFin-Webseite abrufbar.

Hedgefonds-Zertifikaten (vgl. nachfolgend unter lit c. und d.), Anteilen an geschlossenen Fonds (vgl. nachfolgend lit e.) und ABS (vgl. nachfolgend unter lit. g.) ein.

a) Geänderte Aufsichtspraxis und DerivateV

Die BaFin weist in Nr. 3 FAQ *Eligible Assets*²³⁸ darauf hin, dass es kurzfristig nicht notwendig sei, die DerivateV zu ändern, weil die in der OGAW-DRL enthaltenen Definitionen nicht rechtsbegründend wirkten, sondern nur die geltende OGAW-Richtlinie interpretiere. Die DerivateV werde im Sinne der OGAW-DRL und der CESR-Richtlinien entsprechend ausgelegt. Die BaFin sei sich darüber bewusst, dass die ursprünglichen Erläuterungen der BaFin zur DerivateV nicht aktuell seien. Bei einem Widerspruch zwischen einer richtlinienkonformen Auslegung und den Erläuterungen zur DerivateV habe die richtlinienkonforme Auslegung Vorrang.

b) Verwaltungspraxis zu strukturierten Produkten

Die §§ 27 und 28 DerivateV sind nach Ansicht der BaFin im Lichte der OGAW-DRL anzuwenden.²³⁹ Der in den §§ 27 f. DerivateV genannte Begriff „strukturiertes Produkt“ sei als „strukturiertes Produkt mit derivativer Komponente“ im Sinne der OGAW-DRL zu verstehen.²⁴⁰

Produkte, die die Entwicklung des Basiswertes 1:1 abbilden (1:1-Produkte), sollen mangels eines eingebetteten derivativen Elements keine strukturierten Produkte mit derivativer Komponente darstellen. Ein eingebettetes Derivat sei bei derartigen Produkten nicht zu erkennen, da es für die Annahme einer derivativen Komponente insbesondere an einer Hebelwirkung fehle und die Voraussetzungen des Art. 10 Abs. 1 Buchst. a) bis c) der OGAW-DRL nicht vorlägen.

Eine Zerlegung dieser Produkte in seine einzelnen Bestandteile sei für Zwecke der Erwerbbarkeitsprüfung grundsätzlich nicht mehr notwendig. Als

²³⁸ Soweit der Begriff „FAQ *Eligible Assets*“ verwendet wird, entsprechen sich die FAQ Juni 2007 und FAQ September 2007.

²³⁹ Vgl. Nr. 4 FAQ *Eligible Assets*.

²⁴⁰ Diese Erläuterung war auch bereits in dem Schreiben der BaFin vom 26. April 2007 enthalten. Hinsichtlich der Bedeutung dieser Aussage wird auf die Ausführungen auf Seite 177 unten verwiesen.

strukturierte Produkte mit derivativer Komponente werden ab sofort nur noch Produkte verstanden, die eingebettete Derivate enthalten und die Voraussetzungen des Art. 10 Abs. 1 Buchst. a) bis c) OGAW-DRL erfüllen würden.

c) Zulässigkeit des Erwerbs von Zertifikaten über Edelmetalle

Die BaFin führt in Nr. 7 FAQ *Eligible Assets* aus, dass der Erwerb von Zertifikaten auf Edelmetalle als 1:1-Produkte grundsätzlich zulässig sei, wenn die Bedingungen des Art. 2 der OGAW-DRL erfüllt seien und der Erwerb des Wertpapiers nicht zu einer physischen Lieferung führe oder berechtige.

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

d) Zulässigkeit des Erwerbs von Hedgefonds-Zertifikaten

Die BaFin führt in Nr. 7 FAQ *Eligible Assets* aus, dass der Erwerb von Zertifikaten auf Hedgefonds oder Hedgefonds-Indizes als 1:1-Produkte grundsätzlich zulässig sei, wenn die Bedingungen des Art. 2 OGAW-DRL erfüllt seien. Insbesondere die in der Verantwortung der KAG liegende Einhaltung des Art. 2 Abs. 1 Buchst. g) OGAW-DRL, also die Pflicht des OGAW-Fonds, Risiken in angemessener Weise durch das Risikomanagement zu erfassen, könne in diesem Zusammenhang jedoch einschränkend auf das Universum erwerbbarer Zertifikate wirken.

e) Bewertung von geschlossenen Fonds

Nach Nr. 12 FAQ *Eligible Assets* gelte für geschlossene Fonds, die die Wertpapiereigenschaften des Art. 2 OGAW-DRL erfüllten, grundsätzlich nicht die Durchschaupflicht zur Klärung der Erwerbbarkeit. Die Vermögensgegenstände, in die der geschlossene Fonds investiere, könnten „*non eligibles*“ sein.

Eventuelle Investitionen der geschlossenen Fonds in Derivate führten nicht zur Klassifikation als strukturiertes Produkt mit eingebettetem Derivat.

f) Geldmarktinstrumente als strukturierte Finanzprodukte

In Nr. 15 FAQ Eligible Assets führt die BaFin aus, dass Geldmarktinstrumente strukturierte Finanzprodukte mit derivativer Komponente gemäß Art. 10 Abs. 2 OGAW-DRL sein können. Enthält ein Geldmarktinstrument eine Komponente, die unabhängig von diesem Geldmarktinstrument vertraglich transferierbar ist, so soll es nicht als Wertpapier, in das ein Derivat eingebettet ist, gelten. Eine derartige Komponente werde vielmehr als eigenes Finanzinstrument betrachtet (Art. 10 Abs. 3 OGAW-DRL).

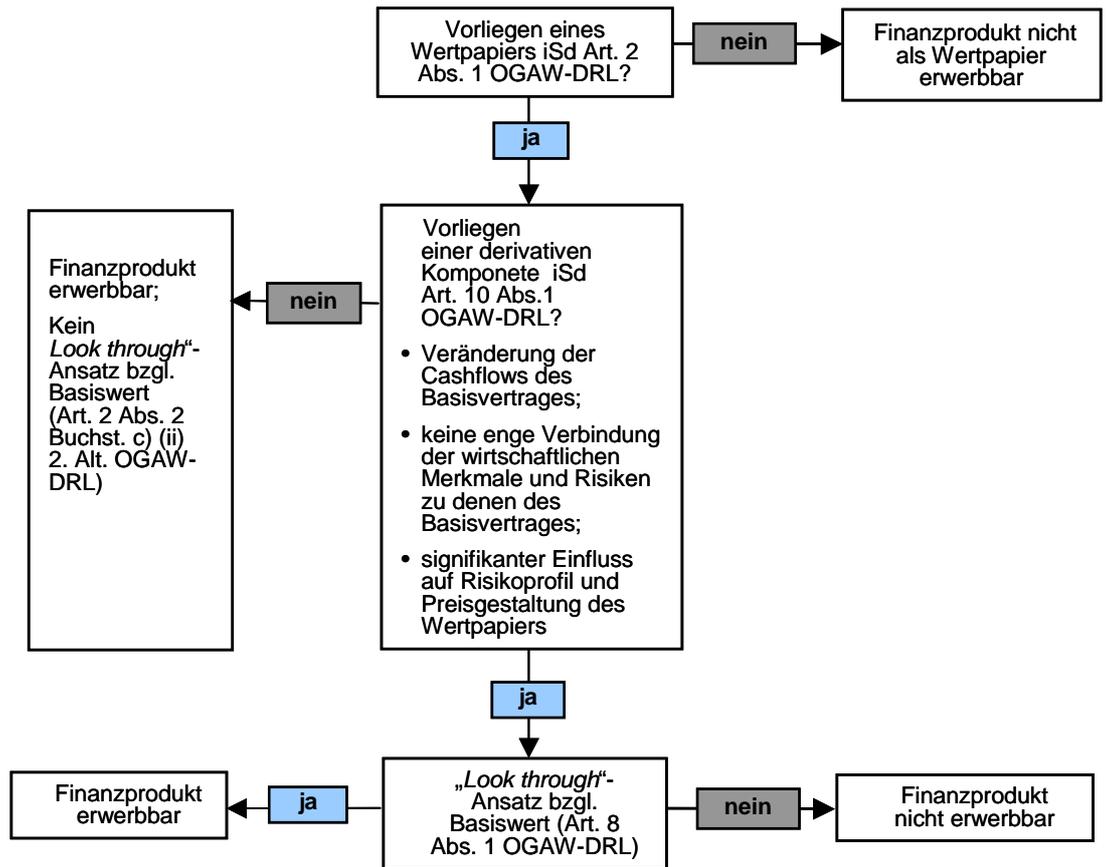
g) Behandlung von True-sale- und synthetischen Verbriefungen

Laut BaFin ist eine unterschiedliche Behandlung von *True-sale* und synthetischen Verbriefungen grundsätzlich nicht erforderlich.²⁴¹ Beide Arten dürften bei Erfüllung der Geldmarktinstrument-Eigenschaften auch als Geldmarktinstrumente erworben werden.

3. Weitere Äußerungen der BaFin zu „strukturierten Finanzprodukten“

Die BaFin hat in einem Vortrag vom 1. Juni 2007 und auf Seite 7 des BaFin-Journals 07/2007 die neue Erwerbbarkeitsprüfung für strukturierte Finanzprodukte erörtert. Die wesentlichen Prüfungsschritte lassen sich wie folgt grafisch darstellen:

²⁴¹ Vgl. Nr. 16 FAQ *Eligible Assets*.



5. Kapitel: Bewertung der investmentrechtlichen Regelung strukturierter Finanzprodukte

1. Abschnitt: Einleitung

Die investmentrechtlichen Bestimmungen betreffend strukturierte Finanzprodukte sind für die europäische bzw. deutsche Investmentbranche von erheblicher Bedeutung. Eine KAG ist bei ihren Anlageentscheidungen auf die auf Art. 19 OGAW-Richtlinie basierenden zulässigen Vermögenswerte im Sinne der §§ 46 ff. InvG beschränkt. Danach kommt eine Anlage insbesondere in Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten, Investmentanteilen nach § 50 InvG, Bankguthaben und Derivaten im Sinne des § 51 Abs. 1 InvG in Betracht.

Hingegen sind zum Beispiel Forderungen, Immobilien, (offene) Immobilien- oder Hedgefonds, Rohstoffe einschließlich Edelmetalle, andere als in Aktien verbriefte Unternehmensbeteiligungen, Zweitmarkt-Versicherungspolicen oder auch bestimmte Risiken wie Wetterrisiken grundsätzlich keine zulässigen Vermögenswerte für richtlinienkonforme Sondervermögen. Ins-

besondere in Zeiten, in denen einzelne Anlageklassen wie Rohstoffe eine Hausse erleben, kann es sich negativ auf die Wertentwicklung eines Sondervermögens auswirken, wenn ein Investment in die betreffende Anlageklasse nicht möglich ist. Daher ist es aus Gründen der Portfoliodiversifikation und Ertragssteigerung von hoher Bedeutung, wenn die vorgegebenen erwerblichen Vermögenswerte ein *Exposure* zu den gewünschten grundsätzlich nicht-zulässigen Vermögenswerten eröffnen.²⁴²

Der Erwerb von Aktien an Unternehmen, die in der jeweiligen Branche tätig sind, ist möglich. Daher kann ein Portfolio von Aktien an Unternehmen zusammengestellt werden, die zum Beispiel in der Rohstoff-Förderung bzw. -Erschließung tätig sind. Der Wert eines Unternehmens, das eine oder mehrere Goldminen betreibt, wird in der Regel mit dem Goldpreis steigen bzw. fallen. Allerdings ist mit Aktien an Unternehmen auch das allgemeine Unternehmens- bzw. Managementrisiko verbunden. Wird das Unternehmen schlecht geführt, kann trotz steigenden Goldpreises der Wert des Unternehmens fallen (bis hin zur Insolvenz des Unternehmens).

Abgesehen von der o.g. Möglichkeit bestand für richtlinienkonforme Sondervermögen zunächst keine Möglichkeit ein Exposure zu nicht-zulässigen Vermögenswerten aufzubauen. Insbesondere der Erwerb von Derivaten ist nicht geeignet, die Erwerbsvorschriften der OGAW-Richtlinie bzw. des InvG zu „umgehen“, denn basierend auf Art. 19 Abs. 1 Buchst. g) OGAW-Richtlinie gibt § 51 Abs. 1 Satz 1 InvG für Derivate einen abschließenden Katalog von zulässigen Basiswerten vor. Eine Ausnahme von diesem Grundsatz stellen Derivate auf Finanzindizes dar (vgl. hierzu die Ausführungen unter I. unten).

Mit der Umsetzung der OGAW-DRL und der CESR-Richtlinien in deutsches Recht (bzw. bereits durch eine geänderte Verwaltungspraxis der BaFin) ergeben sich nunmehr grundsätzlich drei Möglichkeiten ein Exposure zu „nicht-zulässigen“ Vermögenswerten aufzubauen.

²⁴² Der Begriff „Exposure“ kann umschrieben werden, als das „Ausgesetztsein“ von Risiken aus Wertschwankungen eines oder mehrerer Vermögenswerte, die zu Verlusten bzw. Gewinnen führen können.

I. Derivate auf Finanzindizes

Nach § 51 Abs. 1 Satz 1 InvG darf eine KAG Derivate auf Finanzindizes im Sinne des Art. 9 Abs. 1 der OGAW-DRL erwerben, soweit dies in den Vertragsbedingungen des jeweiligen Sondervermögens vorgesehen ist.

Aus Art. 9 Abs. 1 Buchst. a) iii) OGAW-DRL ergibt sich, dass der Finanzindex sich auch aus anderen als den in Art. 19 Abs. 1 OGAW-Richtlinie bezeichneten Vermögenswerten zusammensetzen kann.

Im Rahmen der CESR-Konsultationsrunden im Jahr 2005 war erörtert worden, ob es eine Durchschaupflicht geben sollte. Letztlich ist eine Durchschaupflicht jedoch mit den Argumenten verneint worden, dass

- Art. 19 Abs. 1 Buchst. g) OGAW-Richtlinie keine Angaben zu den zulässigen Basiswerten eines Index-Derivates mache;²⁴³
- die Investmentindustrie ein starkes Interesse daran bekundet habe, Anlagen in Finanzindizes, die sich aus nicht-zulässigen Vermögenswerten zusammensetzen, tätigen zu können;²⁴⁴
- es durch den Barausgleich („*Cash settlement*“) eines Index-Derivats nicht zu einer Lieferung eines nicht-zulässigen Vermögenswertes an einen OGAW-Fonds kommen könne;²⁴⁵
- ein Exposure zu nicht-zulässigen Vermögenswerten auch durch Aktien von Unternehmen geschaffen werden könne, die in Branchen tätig sind, die mit nicht-zulässigen Vermögenswerten zu tun haben.²⁴⁶

Aufgrund der CESR-Vorgaben hat die BaFin ihre Verwaltungspraxis in diesem Bereich noch vor Änderung des InvG geändert.²⁴⁷ In den Erläuterungen zur DerivateV hatte die BaFin noch ausgeführt, dass hinsichtlich der „anerkannten Finanzindizes“ Bezug genommen werde auf die Auflistung gängiger Aktienindizes in § 1 der Großkredit- und Millionenkreditverordnung

²⁴³ Vgl. S. 50 des CESR-Ratschlages (Ziff. 154 Satz 1).

²⁴⁴ Vgl. S. 50 f. des CESR-Ratschlages (Ziff. 155).

²⁴⁵ Vgl. S. 28 des CESR *Feedback Statements* (Ziff. 2.1).

²⁴⁶ Vgl. S. 28 des CESR *Feedback Statements* (Ziff. 2.1).

²⁴⁷ Vgl. dazu das M-Rundschreiben 022/2006 des BVI.

und zudem sich ein Finanzindex aus Vermögenswerten zusammensetzen müsse, die gemäß § 51 Abs. 1 InvG zulässige Basiswerte eines Derivats sein könnten.

Allerdings werden an Finanzindizes weiterhin hohe Anforderungen gestellt, sollen diese in den Anwendungsbereich des Art. 9 OGAW-DRL fallen. Daher bleibt abzuwarten, ob Produktanbieter gezielt „*tailor-made*“ Indizes konstruieren werden bzw. können, um ein Exposure zu nicht-zulässigen Vermögenswerten aufzubauen. Obwohl es in der Verantwortung einer KAG liegt, dass ein Index die Kriterien des Art. 9 OGAW-DRL erfüllt, wird in der Praxis wohl oftmals eine Absprache mit der BaFin erfolgen. Zur Verhinderung von Aufsichtsarbitrage erscheint es wünschenswert, dass die Aufsichtsbehörden sich hinsichtlich der „Anerkennung“ von Finanzindizes im Sinne des Art. 9 OGAW-DRL absprechen und CESR eine Liste von solchen Finanzindizes veröffentlicht.

Soweit die Kriterien für zulässige Derivate auf Finanzindizes nicht erfüllt werden, gilt gemäß Art. 9 Abs. 2 OGAW-DRL eine Durchschaupflicht. Diese Derivate sind in diesem Fall nur dann zulässige Vermögenswerte für einen OGAW-Fonds, wenn sich der „Index-Korb“ aus zulässigen Basiswerten zusammensetzt.²⁴⁸

II. Erwerb von Anteilen an geschlossenen Fonds

Eine KAG kann für Rechnung eines richtlinienkonformen Sondervermögens gemäß § 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 7 InvG Anteile an geschlossenen Fonds erwerben, die die in Art. 2 Abs. 2 Buchst. a) und b) OGAW-DRL genannten Kriterien erfüllen.

Weder die OGAW-DRL noch die CESR-Richtlinien enthalten ausdrücklich eine Durchschaupflicht hinsichtlich der in den geschlossenen Fonds befindlichen Vermögenswerten. Allerdings bestimmt die OGAW-DRL die Voraussetzungen, nach denen Anteile an geschlossenen Fonds für Rechnung eines OGAW-Fonds erworben werden können. Da diese Voraussetzungen

²⁴⁸ Vgl. S. 9 der zweiten *Background Note*.

keine Durchschaupflicht enthalten, lässt sich insoweit argumentieren, dass eine solche Pflicht nicht besteht. Die CESR-Ratschläge erwähnen ausdrücklich, dass nach Ansicht von CESR OGAW-Fonds, soweit die Anforderungen der OGAW-DRL eingehalten werden, auch in geschlossene Immobilienfonds, Private Equity-Fonds und Hedgefonds investieren können.²⁴⁹ Dadurch wird deutlich, dass die in dem geschlossenen Fonds enthaltenen Vermögenswerte für die Erwerbbarkeit der Anteile an dem geschlossenen Fonds keine Rolle spielen können. Dem CESR *Feedback Statement* ist zu entnehmen, dass während der CESR-Konsultationsrunden eine Durchschaupflicht diskutiert worden ist. Es führt als Hauptargumente gegen eine Durchschaupflicht an, dass

- eine solche Pflicht Innovationen einschränken und die Attraktivität der OGAW-Fonds für Anleger begrenzen würde; und
- die Auferlegung von Einschränkungen dazu führen würde, dass Unternehmen alternative Vehikel zu OGAW-Fonds nutzen würden, um den Anlegern, die gewünschten Investmentlösungen anbieten zu können.²⁵⁰

Interessanterweise regeln die CESR-Richtlinien, dass OGAW-Fonds keine Anlagen in geschlossene Fonds tätigen dürfen, um die in der OGAW-Richtlinie enthaltenen Anlagegrenzen für OGAW-Fonds zu umgehen.²⁵¹ Diese Ausführungen könnten für eine Durchschaupflicht sprechen. Jedoch gehen die CESR-Ratschläge ausdrücklich auf diese Formulierung ein und stellen klar, dass, „*the expression is a reference to the UCITS's purpose in dealing for its portfolio*“.²⁵²

Das CESR *Feedback Statement* macht deutlich, worauf sich dieser Satz bezieht.²⁵³ Es bestand Einigkeit zwischen allen CESR-Mitgliedern, dass der Erwerb von übertragbaren Wertpapieren, einschließlich Anteilen an ge-

²⁴⁹ Vgl. S. 13 der CESR-Ratschläge und S. 11 des CESR *Feedback Statements*.

²⁵⁰ Vgl. S. 11 des CESR *Feedback Statements*.

²⁵¹ Vgl. S. 7 der CESR-Richtlinien: „*UCITS may not make investments in closed end funds for the purpose of circumventing the investment limits provided for UCITS by Directive 85/611/EEC.*“

²⁵² Vgl. S. 13 (Nr. 42, Satz 3) der CESR-Ratschläge.

²⁵³ Vgl. S. 11 des CESR *Feedback Statements*.

geschlossenen Fonds, mit den Anlagezielen des OGAW-Fonds übereinstimmen muss. Diese Ziele müssen wiederum mit den Anforderungen der OGAW-Richtlinie in Einklang stehen. Daher sind die in dem geschlossenen Fonds enthaltenen Vermögenswerte hinsichtlich der Erwerbbarkeitsprüfung der Anteile des geschlossenen Fonds letztlich nicht völlig irrelevant. Das nachfolgende Beispiel soll dies verdeutlichen: Eine KAG, die einen Rentenfonds (in Form eines richtlinienkonformen Sondervermögens) verwaltet und im Verkaufsprospekt als vornehmliches Anlageziel Substanzerhaltung angibt, dürfte für Rechnung dieses Sondervermögens grundsätzlich keine Anteile an geschlossenen Hedgefonds oder Private Equity Fonds erwerben, da diese nicht mit dem Anlageziel des Rentenfonds übereinstimmen würden.

III. Strukturierte Finanzprodukte

Als dritte Möglichkeit ein Exposure zu nicht-zulässigen Vermögenswerten aufzubauen, kommt ein Erwerb von strukturierten Finanzprodukten in Betracht. Inwiefern eine solche Möglichkeit nach den europäischen bzw. deutschen Regelungen besteht, wird im nachfolgenden 2. und 3. Abschnitt dieser Arbeit detailliert erörtert.

2. Abschnitt: Bewertung der europäischen Regelung strukturierter Finanzprodukte

Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) und Art. 10 OGAW-DRL sind die beiden zentralen Vorschriften der OGAW-DRL betreffend strukturierte Finanzprodukte. Nachfolgend wird unter I. unten untersucht, ob die Ermächtigungsgrundlage für die OGAW-DRL, Art. 53a Buchst. a) OGAW-Richtlinie, die Ausführungen der beiden o.g. zentralen Vorschriften deckt. Im Nachfolgenden (unter II. unten) wird diskutiert, ob die durch die OGAW-DRL erfolgte Einordnung strukturierter Finanzprodukte als Wertpapiere überzeugen kann.

Des Weiteren wird die Systematik der OGAW-DRL betreffend strukturierte Finanzprodukte (vgl. unter III. unten) erläutert. Diese Ausführungen sind insbesondere auch für den Anwender deutschen Rechts von Interesse, da das InvG in §§ 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 und 51 Abs. 1 Satz 2 InvG Bezug nimmt

auf die Finanzinstrumente im Sinne des Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) und Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL.

Anschließend wird erörtert, ob die OGAW-DRL eine Durchschaupflicht bei strukturierten Finanzprodukten fordert (vgl. unter IV. unten). Diese Untersuchung gewinnt vor dem Hintergrund an Bedeutung, dass nationale Aufsichtsbehörden, wie die BaFin, in ihrer Verwaltungspraxis eine (eingeschränkte) Durchschaupflicht anwenden.²⁵⁴

Als Abschluss der Ausführungen zu den europäischen Regelungen werden die Vorgaben des Art. 10 OGAW-DRL für die Identifizierung von eingebetteten Derivaten (vgl. unter V. unten) und die Bestimmungen der CESR-Richtlinien betreffend strukturierte Finanzprodukte (vgl. unter VI. unten) diskutiert. Wie oben auf Seite 63 erwähnt, berücksichtigt die BaFin die Bestimmungen der CESR-Richtlinien in ihrer Verwaltungspraxis.

I. Ermächtigungsgrundlage für OGAW-DRL/ strukturierte Finanzprodukte

Nach Art. 53a Buchst. a) OGAW-Richtlinie können lediglich „Definitionen“ der OGAW-Richtlinie erläutert werden, um die einheitliche Anwendung dieser Richtlinie in der gesamten Gemeinschaft zu gewährleisten. Folglich waren die Kommission und CESR auch hinsichtlich strukturierter Finanzprodukte nur ermächtigt „Definitionen“ zu erläutern.²⁵⁵ Die Kommission war sich dieser begrenzten Ermächtigungsgrundlage bewusst.²⁵⁶ Sie versteht unter Definitionen „*statements of the precise meaning of a word or phrase, or of the nature of a thing*“.²⁵⁷ Die Kommission hat aber darauf hingewiesen, dass sie sich bezüglich der Erläuterung der Definitionen nicht auf die „formalen“ Definitionen, die in Art. 1 und 1a OGAW-Richtlinie enthalten sind, beschränken wollte.

Sie versteht unter dem Begriff „Erläuterungen“ „*a more detailed explanation or description of a legal concept or financial instrument mentioned by*

²⁵⁴ Vgl. dazu die Ausführungen auf den Seiten 64 ff. oben.

²⁵⁵ Vgl. S. 2, Punkt 1.2.2. des CESR-Mandats, abrufbar unter www.cesr-eu.org (*Consultation/ 29 November 2004/Details*).

²⁵⁶ Vgl. S. 2, Punkt 1.2.2 des CESR-Mandats.

²⁵⁷ Vgl. S. 2, Punkt 1.2.2 des CESR-Mandats.

the Community legislator“.²⁵⁸ Darunter fällt nach Ansicht der Kommission auch die Möglichkeit zu klären, ob bestimmte Finanzinstrumente in den Anwendungsbereich einer „Definition“ fallen. Eine „Erläuterung“ dürfe aber nicht dazu führen, dass einem OGAW-Fonds neue Verpflichtungen auferlegt werden.²⁵⁹

Im Bereich der strukturierten Finanzprodukte wird der Begriff des „Wertpapiers“ im Sinne des Art. 1 Abs. 8 OGAW-Richtlinie und der Begriff „Wertpapiere und Geldmarktinstrumente, in die ein Derivat eingebettet ist“ erläutert. Soweit in Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) (ii) OGAW-DRL auf strukturierte Finanzprodukte Bezug genommen wird, bewegt sich die Kommission grundsätzlich im Rahmen der Ermächtigungsgrundlage. Letztlich stellt sie nur klar, dass solche Finanzinstrumente von der Wertpapierdefinition im Sinne des Art. 1 Abs. 8 OGAW-Richtlinie umfasst sind. Des Weiteren bezieht sich Art. 10 OGAW-DRL hinsichtlich Wertpapieren und Geldmarktinstrumenten mit eingebetteten Derivaten nicht direkt auf eine formale Definition im Sinne des Art. 1 oder Art. 1a OGAW-Richtlinie. Jedoch sind Wertpapiere und Geldmarktinstrumente, in die ein Derivat eingebettet ist, als Untergruppen von Wertpapieren und Geldmarktinstrumenten, die in Art. 1 Abs. 8 bzw. Abs. 9 OGAW-Richtlinie definiert werden, anzusehen. Daher sind auch die Bestimmungen des Art. 10 OGAW-DRL grundsätzlich von der Ermächtigungsgrundlage des Art. 53a Buchst. a) OGAW-Richtlinie gedeckt.

Nach Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) (i) OGAW-DRL bzw. Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL wird jedoch ferner gefordert, dass strukturierte Finanzprodukte auch die sieben allgemeinen Kriterien für Wertpapiere gemäß Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. a) - g) OGAW-DRL erfüllen müssen. Dazu gehören 1) Begrenzung des Verlustrisikos, 2) keine Beeinträchtigung der Portfolio-Liquidität, 3) Handelbarkeit, 4) Verfügbarkeit einer verlässlichen Bewertung, 5) Verfügbarkeit von angemessenen Informationen, 6) Einklang mit Anlagezielen/Anlagestrategie des OGAW-Fonds und 7) Erfassung der Risiken durch das Risikomanagement.

²⁵⁸ Vgl. S. 2, Punkt 1.2.2 des CESR-Mandats.

²⁵⁹ Vgl. S. 2, Punkt 1.2.2 des CESR-Mandats.

Durch diese allgemeinen Kriterien für Wertpapiere dürften sich für OGAW-Fonds keine Verpflichtungen ergeben, die nicht schon in der OGAW-Richtlinie selbst angelegt sind.²⁶⁰

In der zweiten *Background Note* zu Art. 2 OGAW-DRL wird ausgeführt, dass die OGAW-Richtlinie übertragbare Wertpapiere ausschließlich von einem formalen Standpunkt definiere. Daher umfasse die Definition von übertragbaren Wertpapieren eine Vielzahl von Finanzinstrumenten mit unterschiedlichen Merkmalen und einer unterschiedlichen Liquidität. In allen diesen Fällen müsse sichergestellt sein, dass die Definition von übertragbaren Wertpapieren sich in Einklang mit den übrigen Vorschriften der OGAW-Richtlinie, die die Merkmale eines OGAW-Fonds festlegen, befinden.²⁶¹ Der Einklang mit diesen Vorschriften der OGAW-Richtlinie wird im Nachfolgenden untersucht:

1. Begrenzung des Verlustrisikos

Gemäß Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. a) OGAW-DRL darf der potenzielle Verlust, der dem OGAW-Fonds durch die Haltung der Finanzinstrumente entstehen kann, den dafür gezahlten Betrag nicht übersteigen.

Die CESR-Richtlinien enthalten hierzu einen ergänzenden Hinweis. Es wird klargestellt, dass bei nicht voll eingezahlten Wertpapieren, ein OGAW-Fonds keinen über den insgesamt zu zahlenden Betrag für diese Wertpapiere hinausgehenden Verlust erleiden darf. Diese Erläuterung der CESR-Richtlinien geht auf Art. 41 Abs. 2 OGAW-Richtlinie zurück. Durch diese Vorschrift wird deutlich, dass ein OGAW-Fonds u.a. auch nicht voll eingezahlte Wertpapiere und Geldmarktinstrumente erwerben darf. Der o.g. Hinweis stellt klar, dass dadurch nicht Art. 41 Abs. 2 OGAW-Richtlinie in Frage gestellt werden soll und nach wie vor auch nicht voll eingezahlte Wertpapiere erworben werden dürfen.

²⁶⁰ Vgl. den zweiten und dritten Absatz auf Seite 2 der zweiten *Background Note*.

²⁶¹ Vgl. S. 4 der zweiten *Background Note* und den sechsten Erwägungsgrund der OGAW-DRL.

Die Motive von CESR bzw. der Kommission für die Einfügung des Kriteriums hinsichtlich der Begrenzung des Verlustrisikos sind nicht ganz klar. CESR geht lediglich in Punkt 32 des ersten Konsultationspapiers vom März 2005 auf die Risikobegrenzung ein. CESR führt insbesondere aus, dass es keine unvorhergesehenen zusätzlichen Zahlungsverpflichtungen für einen OGAW-Fonds geben sollte, zum Beispiel im Falle eines Ausfalls („*default*“) des Emittenten des übertragbaren Wertpapiers. Erst im zweiten Konsultationspapier vom Oktober 2005 hat CESR das Kriterium der Risikobegrenzung als einen allgemeinen Prüfungspunkt für Wertpapiere aufgenommen.

Eine nachträgliche über den ursprünglich gezahlten Betrag hinausgehende Zahlungsverpflichtung bei strukturierten Finanzprodukten (in Form von Wertpapieren) ist als ungewöhnlich zu bezeichnen. Eine potenzielle Nachschusspflicht ist eher typisch im Bereich der Sicherheitsleistungen für Derivatgeschäfte.

An diesen Gesichtspunkt knüpft auch der Beitrag der *Investment Management Association (IMA)* im Rahmen des *CESR Call for Evidence* an.²⁶² Darin wird ausgeführt, dass eine solche Verlustbegrenzung eine klare Grenzlinie zwischen Derivaten und Wertpapieren ziehen würde.²⁶³

Dieser Auffassung ist grundsätzlich zuzustimmen. Damit wird deutlich, dass das Kriterium hinsichtlich der Begrenzung des Verlustrisikos in der Abgrenzung zwischen Wertpapieren und Derivaten angelegt ist und auch sonst nicht gegen Grundprinzipien oder Bestimmungen der OGAW-Richtlinie (u.a. Art. 41 Abs. 2 OGAW-Richtlinie) verstößt. Ob das Kriterium der Verlustbegrenzung auch inhaltlich überzeugen kann, wird unter II. unten diskutiert.

²⁶² Die Homepage der IMA ist unter www.investmentfunds.org.uk abrufbar. Die IMA ist die Interessenvertretung der britischen Investmentindustrie.

²⁶³ Vgl. S. 2 unter Nr. 3.1.1. der IMA-Stellungnahme, abrufbar unter www.cesr-eu.org (*Consultation/29 November 2004/View Responses/19 January 2005/Details*).

2. Keine Beeinträchtigung der Portfolio-Liquidität

Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. b) OGAW-DRL verlangt, dass die Liquidität von Finanzinstrumenten nicht die Fähigkeit des OGAW-Fonds zur Einhaltung von Art. 37 OGAW-Richtlinie beeinträchtigt.²⁶⁴ Nach Art. 37 Abs. 1 OGAW-Richtlinie ist ein OGAW-Fonds auf Verlangen eines Anteilinhabers zur Rücknahme oder Auszahlung seiner Anteile verpflichtet. Zu einer solchen jederzeitigen Rücknahme von Anteilen ist ein OGAW-Fonds nur in der Lage, wenn er genügend Barmittel oder *liquide* Finanzinstrumente hält, die sich innerhalb kürzester Zeit veräußern lassen. Das Liquiditätserfordernis ergibt sich auch aus Art. 1 Abs. 2 OGAW-Richtlinie. Danach sind nur solche Organismen als OGAW-Fonds anzusehen, deren ausschließlicher Zweck es ist, beim Publikum beschaffte Gelder für gemeinsame Rechnung nach dem Grundsatz der Risikostreuung in Wertpapieren und/oder anderen in Art. 19 Abs. 1 OGAW-Richtlinie genannten *liquiden* Finanzanlagen zu investieren und deren Anteile auf Verlangen der Anteilinhaber zu Lasten des Vermögens dieser Organismen zurückgenommen oder ausgezahlt werden. Somit ist das Erfordernis von liquiden Finanzinstrumenten durch die OGAW-Richtlinie begründet.

3. Handelbarkeit

Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. e) OGAW-DRL fordert, dass Finanzinstrumente handelbar („*negotiable*“) sind. Dieses Erfordernis ist in Zusammenhang mit der Verpflichtung eines OGAW-Fonds aus Art. 37 OGAW-Richtlinie zu sehen. Ein OGAW-Fonds kann nur dann eine jederzeitige Rücknahme von Anteilen sicherstellen, wenn die Finanzinstrumente, in die der OGAW-Fonds investiert hat, sich auf einen anderen Erwerber übertragen lassen. Die Übertragbarkeit von Wertpapieren wird zumindest auch in dem englischen Begriff „*undertakings for collective investment in transferable securities*“

²⁶⁴ In der Praxis kann somit die Beurteilung der Erwerbbarkeit von Finanzinstrumenten abhängig von der Liquiditätslage eines OGAW-Fonds oder der Anteilrückgaben unterschiedlich ausfallen.

zum Ausdruck gebracht.²⁶⁵ Folglich ist auch das Erfordernis der Handelbarkeit in der OGAW-Richtlinie angelegt.

4. Verfügbarkeit einer verlässlichen Bewertung

Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. c) OGAW-DRL fordert, dass eine verlässliche Bewertung der Finanzinstrumente verfügbar ist. Dieses Erfordernis ist in Zusammenhang mit Art. 34 OGAW-Richtlinie zu sehen. Danach muss ein OGAW-Fonds den Ausgabe- und Rücknahmepreis seiner Anteile jedes Mal in geeigneter Weise veröffentlichen, wenn eine Ausgabe oder Rücknahme seiner Anteile stattfindet, mindestens aber zweimal im Monat.

Der Wert eines OGAW-Fonds ergibt sich aus dem Wert seiner Vermögenswerte, dem sog. Nettoinventarwert, auch NIW genannt.²⁶⁶ Daher ist es eine unabdingbare Voraussetzung für Finanzinstrumente, dass sie „bewertbar“ sind. Somit ergibt sich auch dieses Erfordernis aus der OGAW-Richtlinie.

5. Verfügbarkeit von angemessenen Informationen

Gemäß Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. d) OGAW-DRL müssen angemessene Informationen über die Finanzinstrumente vorliegen. Dieses Erfordernis ist eng verbunden mit dem vorgenannten Kriterium der „Bewertung“. Eine aussagekräftige Bewertung setzt die Verfügbarkeit von angemessenen Informationen voraus. Bei nicht an einem geregelten Markt notierten Wertpapieren hat nach Art. 2 Abs. 2 Satz 1 Buchst. c) (ii) OGAW-DRL eine Bewertung zu erfolgen, die aus Informationen des Wertpapieremittenten oder aus einer kompetenten Finanzanalyse abgeleitet wird. Daher ist auch das Erfordernis der Verfügbarkeit von angemessenen Informationen als Grundlage einer verlässlichen Bewertung in der OGAW-Richtlinie angelegt.

²⁶⁵ Interessanterweise wird in der deutschen Übersetzung das Wort „*transferable*“ gewöhnlich nicht mitübersetzt; vgl. dazu die deutsche Bezeichnung für die OGAW-Richtlinie, abrufbar unter www.europa.eu.int (Das Portal der Europäischen Union/ Tätigkeitsbereiche, Binnenmarkt/ Kommission, Binnenmarkt/ Der Binnenmarkt für Dienstleistungen/ Finanzdienstleistungen/ Investmentfonds/ Rechtstexte & nicht-rechtliche Texte/ Konsolidierter Text der OGAW-Richtlinie).

²⁶⁶ Der Begriff „Nettoinventarwert“ wird in Art. 1 Abs. 2 zweiter Spiegelstrich und Art. 14 OGAW-Richtlinie benutzt.

6. Einklang mit Anlagezielen/ Anlagestrategie des OGAW-Fonds

Nach Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. f) OGAW-Richtlinie muss ein Erwerb von Finanzinstrumenten gemäß der OGAW-Richtlinie in Einklang stehen mit den Anlagezielen oder der Anlagestrategie oder beidem des OGAW-Fonds. Die Anlageziele und Anlagestrategie ergeben sich insbesondere aus dem vereinfachten und ausführlichen Verkaufsprospekt.²⁶⁷ Gemäß Art. 33 Abs. 1 Satz 1 OGAW-Richtlinie ist der vereinfachte Verkaufsprospekt potenziellen Anlegern vor Vertragsabschluss kostenlos anzubieten. Darüber hinaus ist nach Art. 33 Abs. 1 Satz 2 OGAW-Richtlinie den Anlegern auf Verlangen der ausführliche Verkaufsprospekt zur Verfügung zu stellen. Der OGAW-Fonds bindet sich gegenüber den Anlegern, die in den Verkaufsprospekten angegebenen Anlageziele zu verfolgen, und die Anleger vertrauen auf diese Angaben. Daher ist es leicht nachvollziehbar, dass sich zum einen der Erwerb von Finanzinstrumenten im Rahmen der angegebenen Anlageziele des OGAW-Fonds bewegen muss und zum anderen, die vom OGAW-Fonds verfolgten Anlageziele sich im Rahmen der OGAW-Richtlinie halten müssen. Daher steht auch das Erfordernis des Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. f) OGAW-DRL in Einklang mit der OGAW-Richtlinie.

7. Erfassung der Risiken durch das Risikomanagement

Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. g) OGAW-DRL fordert, dass die Risiken der Finanzinstrumente durch das Risikomanagement des OGAW-Fonds in angemessener Weise erfasst werden. Die CESR-Richtlinien präzisieren dieses Erfordernis.²⁶⁸ Danach sind die Risiken der Wertpapiere und ihr Anteil am Gesamtrisikoprofil des Portfolios auf fortlaufender Basis zu überwachen. Weder die OGAW-DRL einschließlich der *Background Notes* noch die CESR-Ratschläge einschließlich des *CESR Feedback Statements* stellen klar, auf welchen Artikel sich dieses Erfordernis bezieht.

In Betracht käme Art. 21 Abs. 1 Satz 1 1. Halbsatz OGAW-Richtlinie. Danach muss die Verwaltungs- oder Investmentgesellschaft ein Risiko-

²⁶⁷ Vgl. bezüglich des ausführlichen Verkaufsprospektes Anhang I, Schema A, Punkt 1.15 OGAW-Richtlinie und bezüglich des vereinfachten Verkaufsprospektes Anhang I, Schema C „Anlageinformationen“.

²⁶⁸ Vgl. S. 6 der CESR-Richtlinien.

management-Verfahren verwenden, das es ihr erlaubt, das mit den Anlagepositionen verbundene Risiko sowie ihren jeweiligen Anteil am Gesamtrisiko des Anlageportfolios jederzeit zu überwachen und zu messen. Allein sprachlich scheint sich Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. g) OGAW-DRL an dieser Vorschrift der OGAW-Richtlinie zu orientieren.

Der Wortlaut des Art. 21 OGAW-Richtlinie spricht von dem „mit den *Anlagepositionen* verbundenen Risiko“. Die Formulierung „Anlagepositionen“ deutet auf eine weite Auslegung hin, die auch Wertpapiere mit umfasst.

Die Auslegung des Begriffs „Anlagepositionen“ hat auch eine direkte Bedeutung für die deutsche Investmentbranche. Der deutsche Gesetzgeber hat Art. 21 Abs. 1 Satz 1 OGAW-Richtlinie durch § 9a Satz 2 Nr. 1 InvG, der durch das InvÄndG in das InvG eingefügt worden ist, in deutsches Recht umgesetzt.²⁶⁹ Gemäß § 9a Satz 2 Nr. 1 InvG umfasst eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation insbesondere „ein angemessenes Risikomanagement, das insbesondere gewährleistet, dass das mit den Anlagepositionen verbundene Risiko sowie deren jeweilige Wirkung auf das Gesamtrisiko des Investmentvermögens jederzeit überwacht und gemessen werden kann.“ Der Gesetzesbegründung zum InvÄndG vom 11. Juni 2007 ist zu entnehmen, dass aufgrund der Aufhebung der Kreditinstitutseigenschaft der KAGen und der damit verbundenen Nichtanwendbarkeit des § 25a Abs. 1 KWG insbesondere Art. 21 Abs. 1 Satz 1 OGAW-Richtlinie im InvG umzusetzen war.²⁷⁰ Auch die Praxis versteht den Begriff „Anlageposition“ in § 9a Satz 2 Nr. 1 InvG eher in einem weiten Sinne, der grundsätzlich alle Vermögenswerte umfasst.

Wenn man jedoch die Entstehungsgeschichte des Art. 21 Abs. 1 Satz 1 OGAW-Richtlinie zurückverfolgt, wird deutlich, dass gute Argumente dafür sprechen, dass sich der Begriff „Anlagepositionen“ nur auf Derivate bezieht. Die OGAW I-Richtlinie enthält keine Vorschriften, die sich explizit auf ein „Risikomanagement“ beziehen. Vielmehr war in den quantitativen Anlage-

²⁶⁹ Vgl. S. 148 der Gesetzesbegründung zum InvÄndG vom 11. Juni 2007 (BT-Drucksache 16/5576).

²⁷⁰ Vgl. S. 148 der Gesetzesbegründung zum InvÄndG (BT-Drucksache 16/5576).

grenzen ein einfaches „Risikomanagement“ hinsichtlich der erwerbbaaren Wertpapiere zu sehen.

Mit der Produktrichtlinie wurde auch der Erwerb von Derivaten als Vermögenswerte für einen OGAW-Fonds ermöglicht. Zunächst sollten nur standardisierte Derivate erwerbbar sein.²⁷¹ Im Laufe des Rechtsetzungsverfahrens wurden aber auch OTC-Derivate in den Kreis der zulässigen Vermögenswerte mit aufgenommen.²⁷² Als Gegengewicht zu den hinsichtlich der Risiken komplexen OTC-Derivaten sollte auch das Risikomanagement weiterentwickelt werden.

Art. 24b Nr. 1 des geänderten Vorschlags der Produktrichtlinie vom 30. Mai 2000, der letztlich in Art. 21 OGAW-Richtlinie aufgegangen ist, normiert, dass ein OGAW-Fonds als Teil seiner allgemeinen Anlagestrategie und/oder zu Hedgingzwecken in die in Art. 19 Abs. 1 Buchst. g) und h) OGAW-Richtlinie genannten derivativen Instrumente [also standardisierte und OTC-Derivate] investieren darf, sofern die Verwaltungsgesellschaft oder die Investmentgesellschaft über

- ein Risikomanagementverfahren verfügt, das sie in die Lage versetzt, das relevante Risiko der *Positionen* täglich zu beobachten und zu bewerten sowie den Beitrag der Positionen zum Gesamtrisikoprofil des Portfolios einzuschätzen,
- ein Verfahren für die korrekte und unabhängige Bewertung des Wertes der derivativen OTC-Instrumente verfügt.

²⁷¹ Vgl. S. C 280/8 des Kommissionsvorschlags für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), 9. September 1998, KOM(1998)449 endg. - 98(0243(COD)).

²⁷² Vgl. dazu S. 23 f. des geänderten Vorschlags für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) vom 30. Mai 2000; KOM(2000)329 endg. - 1998/0243 (COD).

In dem Gemeinsamen Standpunkt Nr. 24/2001 des Europäischen Parlaments und des Rates der Europäischen Union vom 5. Juni 2001 ist der o.g. Art. 24b des geänderten Vorschlags der Produktrichtlinie in den Art. 21 OGAW-Richtlinie heutiger Fassung überführt worden. Auf Seite C 297/45 wird in dem Gemeinsamen Standpunkt ausgeführt, dass der Rat dem Inhalt des Art. 24b des geänderten Kommissionsvorschlags und den Abänderungen des Europäischen Parlaments weitgehend zustimme, jedoch der Ansicht sei, dass mit einer Zusammenlegung aller Bestimmungen über die Verwendung von *Derivaten* in einem Artikel die Transparenz des Textes verbessert werde. Der Rat habe es daher vorgezogen, in Art. 21 des Gemeinsamen Standpunktes eine Neustrukturierung und Neuformulierung all dieser Bestimmungen vorzunehmen.

Dadurch wird deutlich, dass der Begriff „Anlagepositionen“ des Art. 21 Abs. 1 Satz 1 OGAW-Richtlinie sich nur auf Derivate bezieht und nicht auch auf Wertpapiere.²⁷³ Diese Sichtweise wird auch dadurch gestützt, dass sich außer Art. 21 Abs. 2 Satz 1 OGAW-Richtlinie, sämtliche Vorschriften des Art. 21 OGAW-Richtlinie auf Derivate beziehen. Zudem normiert Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL, dass auf eine *derivative* Komponente im Sinne des Art. 10 OGAW-DRL die Anforderungen des Art. 21 OGAW-Richtlinie anzuwenden sind. Folglich sprechen gute Gründe dafür, dass sich die Verpflichtung aus Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. g) OGAW-DRL nicht aus Art. 21 Abs. 1 Satz 1 1. Halbsatz OGAW-Richtlinie ergibt.

Die OGAW-Richtlinie enthält außer Art. 21 keine Vorschrift, die sich explizit auf ein Risikomanagement bezieht. Fraglich ist, ob sich die Verpflichtung, die Risiken von Finanzinstrumenten durch ein Risikomanagement des OGAW-Fonds in angemessener Weise zu erfassen, nicht aus der allgemeinen Funktion eines Treuhänders ergibt. Die Verwaltungs- oder Investmentgesellschaft verwaltet treuhänderisch das Vermögen der Anleger. Ein sol-

²⁷³ Art. 21 Abs. 1 OGAW-Richtlinie ist durch die Empfehlung 2004/383/EG der Kommission vom 27. April 2004 zum Einsatz derivativer Finanzinstrumente bei Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) konkretisiert worden. Die o.g. Empfehlung schlägt Grundprinzipien für die Risikomessung vor, um ein harmonisiertes Vorgehen in diesem Bereich zu gewährleisten.

cher Treuhänder in Form eines Portfoliomanagers darf nicht nur Vermögenswerte erwerben und halten, sondern ist grundsätzlich auch verpflichtet für die Anleger die dem Portfolio immanenten Risiken fortlaufend zu überwachen. Die Verpflichtungen des OGAW-Treuhänders kommen insbesondere in Art. 5h Satz 2 Buchst. a) und b) OGAW-Richtlinie zum Ausdruck. Danach muss eine Verwaltungsgesellschaft

- bei der Ausübung ihrer Tätigkeit recht und billig im besten Interesse der von ihr verwalteten OGAW-Fonds und der Integrität des Marktes handeln und
- ihre Tätigkeit mit der gebotenen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im besten Interesse der von ihr verwalteten OGAW-Fonds und der Integrität des Marktes ausüben.

Eine gesetzliche Ausprägung des Sorgfaltgebotes kann in den in der OGAW-Richtlinie genannten quantitativen Anlagegrenzen gesehen werden. Durch die quantitativen Anlagegrenzen wird eine (Mindest-)Risikodiversifizierung vorgeschrieben. In diesem Zusammenhang stellt die Pflicht zur Erfassung der Risiken eines Finanzinstruments eine weitere (qualitative) Ausprägung der o.g. Sorgfaltspflicht des OGAW-Treuhänders dar.

Daher sprechen gute Gründe dafür, dass die Verpflichtung des Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. g) OGAW-DRL aus diesen allgemeinen Funktionen eines Portfolio-Treuhänders abgeleitet werden können.

8. Ergebnis

Die Ausführungen zu strukturierten Finanzprodukten in Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL bzw. in Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL einschließlich der Wertpapier-Prüfungskriterien, die an allgemeine Grundsätze und Prinzipien der OGAW-Richtlinie anknüpfen, sind von der Ermächtigungsgrundlage der OGAW-DRL gedeckt.

II. Einordnung strukturierter Finanzprodukte als Wertpapiere

In der Systematik der OGAW-DRL stellen strukturierte Finanzprodukte in Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL bzw. in Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL

jeweils eine (Unter-)Kategorie von Wertpapieren bzw. in Art. 10 Abs. 2 OGAW-DRL von Geldmarktinstrumenten dar.

Der Richtliniengeber scheint sich bewusst für diese formaljuristische Einstufung von strukturierten Finanzprodukten mit eingebetteten Derivaten als Wertpapiere bzw. Geldmarktinstrumente entschieden zu haben. In Satz 2 des zwölften Erwägungsgrundes der OGAW-DRL wird ausgeführt, dass die Einbettung einer Derivatkomponente in ein Wertpapier oder Geldmarktinstrument nicht dazu führe, dass das gesamte Finanzinstrument zu einem Finanzderivat werde, das nicht mehr unter die Definition des Wertpapiers oder Geldmarktinstruments fiele. Daher sind grundsätzlich in erster Linie die Bestimmungen für Wertpapiere und Geldmarktinstrumente auf strukturierte Finanzprodukte (mit eingebetteten Derivaten) anzuwenden.

Eine gewisse Durchbrechung dieser formaljuristischen Einstufung von strukturierten Finanzprodukten erfolgt aber durch Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. a) OGAW-DRL (Begrenzung des Verlustrisikos). Es ist nicht ganz klar, wie der Fall zu beurteilen wäre, wenn bei einem Wertpapier das Verlustrisiko nicht auf den Kaufpreis begrenzt ist. Eindeutig ist zwar, dass ein Erwerb des Finanzinstruments als Wertpapier im Sinne der OGAW-Richtlinie ausscheidet, jedoch käme ggfs. ein Erwerb des Finanzinstruments als Derivat in Betracht. Dadurch wird deutlich, dass das in ein Wertpapier eingebettete Derivat sehr wohl dazu führen könnte, dass ein strukturiertes Finanzprodukt insgesamt als Derivat einzustufen wäre. Die Frage hinsichtlich der Einstufung von strukturierten Finanzprodukten als Wertpapiere/Geldmarktinstrumente oder als Derivate ist auch nicht nur rechtstheoretischer Natur, denn die OGAW-Richtlinie stellt für den Erwerb von Wertpapieren/Geldmarktinstrumenten und Derivate unterschiedliche Anforderungen auf.²⁷⁴

Im Folgenden wird unter Nr. 1 unten erläutert, dass strukturierte Finanzprodukte (zumindest solche, bei denen das derivative Element den ganz prägenden Charakter des Finanzinstruments ausmacht) in Folge einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise auch als „Derivate mit Sicherheitsleistung“

²⁷⁴ Vgl. dazu u.a. Art. 19 OGAW-Richtlinie.

eingestuft werden können. In diesen Fällen würde sich das prägende derivative Element gegenüber der formaljuristischen Hülle „Wertpapier“ durchsetzen. Anschließend wird unter Nr. 2 unten diskutiert, ob (i) eine solche wirtschaftliche Betrachtungsweise von strukturierten Finanzprodukten und (ii) der Regelungsansatz des Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. a) OGAW-DRL aufsichtsrechtlich überzeugen können.

1. Beispiele

Die mögliche Betrachtung von strukturierten Finanzprodukten mit eingebetteten Derivaten als „Derivate mit Sicherheitsleistung“ soll anhand der folgenden Beispiele verdeutlicht werden.

a) CLN, Katastrophen- und Wetteranleihen

CLN werden als eine Form von *Kreditderivaten* bezeichnet. Wie auf Seite 30 oben erwähnt, wirkt sich der für die Anleihe bezahlte Betrag beim Sicherungsnehmer als eine Barunterlegung des Kreditrisikos bzw. als eine Barsicherheit für eine mögliche Ausgleichszahlungspflicht des Sicherungsgebers aus. Daher werden CLN auch als „*funded financial instruments*“ bezeichnet, im Gegensatz zu Credit Default Swaps, die als „*unfunded financial instruments*“ bezeichnet werden.

Die gleiche Betrachtungsweise gilt zum Beispiel auch für Katastrophen- und Wetteranleihen. Wie auf Seite 38 oben erwähnt, trägt der Sicherungsnehmer bei Abschluss entsprechender Derivategeschäfte das Solvenzrisiko des Vertragspartners. Dieses Risiko wird mittels Begebung einer Anleihe auf den Sicherungsgeber transferiert. Der Anleihebetrag wird wie eine Versicherungssumme nur im Falle des Ausbleibens des Schadensfalls an den Sicherungsgeber zurückgezahlt.

b) Aktienanleihen

Interessanterweise ist die Bewertung von Aktienanleihen als „Derivategeschäfte mit Sicherheitsleistung“ umstritten. Wie auf Seite 24 oben erwähnt, stellt die Rückzahlungsmodalität bei Aktienanleihen zumindest wirtschaftlich betrachtet den Verkauf einer Verkaufsoption des Anlegers an den Emit-

tenten dar. Der Kaufpreis für die Aktienanleihe kann als eine Art Sicherheitsleistung angesehen werden. Eine solche Betrachtung war in der Vergangenheit im Rahmen einer etwaig vorzunehmenden Risikoauflärung bezüglich derivativer Risiken bei Finanztermingeschäften (vgl. § 37d WpHG a.F.) relevant.²⁷⁵ Der BGH hat aber den Erwerb von Aktienanleihen nicht als Finanztermingeschäft im Sinne des § 2 Abs. 2a WpHG a.F., also als Derivat oder Optionsschein, eingestuft. Als Begründung führt der BGH insbesondere an, es fehle mangels hinausgeschobenen Erfüllungszeitpunkts dem Geschäft mit Aktienanleihen an der für Termingeschäfte spezifischen Gefährlichkeit. Zudem habe der Kauf einer Aktienanleihe nicht die für Termingeschäfte spezifische Hebelwirkung.²⁷⁶

2. Stellungnahme

Die formaljuristische Einstufung der OGAW-DRL von strukturierten Finanzprodukten (mit eingebetteten Derivaten) als Wertpapiere bzw. Geldmarktinstrumente ist zu begrüßen. Sie hat den entscheidenden Vorteil der Rechtssicherheit auf ihrer Seite. Insbesondere in Deutschland hat die Bewertung von Finanzprodukten im Rahmen der Börsen- bzw. Termingeschäftsfähigkeit gezeigt, wie schwierig es ist, (strukturierte) Finanzprodukte anhand einer Gesamtbetrachtung zu beurteilen.²⁷⁷ Der BGH hatte bestimmte derivative (Gefahr- bzw. Charakter-)Merkmale herausgearbeitet. Dazu ge-

²⁷⁵ § 37d WpHG a.F. ist durch das FRUG aufgehoben worden. Die Gesetzesbegründung zum FRUG vom 12. Januar 2007 (BT-Drucksache 16/4028) führt dazu auf S. 72 Folgendes aus: „§ 37d wird aufgehoben, da die Anforderungen an eine ordnungsgemäße Beratung von Anlegern auch im Bereich des Handels mit Derivaten bereits mit den durch die Umsetzung der Finanzmarktrichtlinie erweiterten Verhaltenspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach den §§ 31 ff. hinreichend bestimmt sind. Die Aufhebung der Vorschrift dient dem Bürokratieabbau und der Flexibilisierung im Bereich der Anlageberatung durch Wertpapierdienstleistungsunternehmen.“ Vgl. Jordans, Die Umsetzung der MiFID in Deutschland und die Abschaffung des § 37d WpHG, WM 2007, 1827.

²⁷⁶ Vgl. BGH, ZIP 2002, 748 (750).

²⁷⁷ Vgl. dazu Samtleben, Das Börsentermingeschäft ist tot - es lebe das Finanztermingeschäft?, ZBB 2003, 69 (71); Wohlfarth, Strukturierte Wertpapiere als Termingeschäfte?, WM 1998, 1859 (1862); Melzer, Zum Begriff des Finanztermingeschäfts, BKR 2003, 365 (370); Schäfer/Lang, Zur Reform des Rechts der Börsentermingeschäfte, BKR 2002, 197 (203); Assmann, Irrungen und Wirrungen im Recht der Termingeschäfte, ZIP 2001, 2061 (2066).

hörten insbesondere die Risiken der Hebelwirkung und des Totalverlustes des angelegten Kapitals (insbesondere durch Zeitablauf) sowie die Gefahr, planwidrig zusätzliche Mittel einsetzen zu müssen.²⁷⁸ Auch der Gesetzgeber hatte sich im Rahmen des § 2 Abs. 2a WpHG a.F. für eine solche typologische Gesamtbetrachtung entschieden.²⁷⁹ Anhand dieser Kriterien erfolgte eine Einstufung von (strukturierten) Finanzprodukten als Wertpapiere oder Derivate.

Ein Fondsmanager der für Rechnung eines OGAW-Fonds strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten erwirbt, muss aber anhand klarer Kriterien entscheiden können, ob ein Erwerb zulässig ist. Die Anwendung einer „typologischen Gesamtbetrachtung“ von strukturierten Finanzprodukten (mit eingebetteten Derivaten) wäre in der Praxis kaum zu handhaben. Daher ist die Aussage des zweiten Satzes des zwölften Erwägungsgrundes der OGAW-DRL, in dem klargestellt wird, dass die Einbettung einer Derivatkomponente (im Sinne der OGAW-DRL) in ein Wertpapier oder Geldmarktinstrument nicht dazu führe, dass das gesamte Finanzinstrument zu einem Finanzderivat werde, das nicht mehr unter die Definition des Wertpapiers oder Geldmarktinstruments fiele, zu begrüßen.

Da, wie oben bereits erwähnt, eine „Nachschusspflicht“ bei Wertpapieren (mit eingebetteten Derivaten) eher als untypisch bezeichnet werden kann, wird Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. a) OGAW-DRL diesbezüglich in der Praxis nahezu keine Rolle spielen. Auswirkungen könnte die Regelung des Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. a) OGAW-DRL in der Praxis aber im Bereich der geschlossenen Fonds haben. Bei Erwerb von Anteilen an geschlossenen Fonds muss ein OGAW-Fondsmanager zukünftig darauf achten, dass keine Nachschusspflichten bestehen.²⁸⁰ Da Anteile an geschlossenen Fonds kaum

²⁷⁸ Vgl. bzgl. Aktienanleihen BGH, ZIP 2002, 748 (749), bzgl. Indextifikaten BGH, ZIP 2004, 1636 (1637) und bzgl. Investmentfondsanteilen BGH, ZIP 2004, 1587 (1588).

²⁷⁹ Vgl. S. 85 der Gesetzesbegründung zum vierten Finanzmarktförderungsgesetz (BT-Drucksache 14/8017); Casper, Das neue Recht der Termingeschäfte, WM 2003, 161 (162).

²⁸⁰ Die Bestimmungen der OGAW-DRL betreffend Anteile an geschlossenen Fonds (Art. 2 Abs. 2 Buchst. a) (i) und Buchst. b) (i) OGAW-DRL)

als Derivate umqualifiziert werden können, würde das Bestehen von Nachschusspflichten in aller Regel zur Nichterwerbbarkeit der betreffenden Anteile führen.

Ungeachtet der fehlenden Praxisrelevanz des Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. a) OGAW-DRL für Wertpapiere (mit eingebetteten Derivaten) muss aber Erwähnung finden, dass ein Verzicht auf die Regelung des Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. a) OGAW-DRL überzeugender gewesen wäre, denn auch wenn das Verlustrisiko nicht auf den Kaufpreis eines „Wertpapiers“ beschränkt ist, wäre das Finanzinstrument als Wertpapier einzustufen. Die Regelung hinsichtlich der erforderlichen Erfassung der Risiken eines Finanzinstrumentes (Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. g) OGAW-DRL) hätte dazu geführt, dass ein strukturiertes Finanzprodukt „mit Nachschusspflicht“ von einem OGAW-Fonds nur hätte erworben werden dürfen, wenn die Risiken der Nachschusspflicht in angemessener Weise erfassbar gewesen wären.

Abschließend bleibt zu erwähnen, dass auf EU-Ebene (oder auf nationaler Ebene) klargestellt werden sollte, dass ein strukturiertes Finanzprodukt „mit Nachschusspflicht“ ggfs. als Derivat erwerbbar ist.

III. Systematik der OGAW-DRL betreffend strukturierte Finanzprodukte

Das Zusammenspiel der beiden zentralen Vorschriften der OGAW-DRL betreffend strukturierte Finanzprodukte, Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) und Art. 10 OGAW-DRL, ist nicht leicht nachzuvollziehen. Man könnte die Vorschriften so verstehen, dass Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL den Grundtatbestand für strukturierte Finanzprodukte darstellt und Art. 10 OGAW-DRL lediglich für die Identifizierung von eingebetteten Derivaten heranzuziehen ist. Ein solches Verständnis wird von Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL scheinbar gestützt. Danach gelten die Anforderungen von Art. 21 OGAW-Richtlinie für eine Derivatkomponente im Sinne des Art. 10 OGAW-DRL, wenn eine solche Komponente in ein Finanzinstrument im Sinne des Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL eingebettet ist.

verweisen auch auf die allgemeinen Wertpapierkriterien des Art. 1 Abs. 1 Satz 1 OGAW-DRL.

Die besseren Argumente sprechen allerdings dafür, dass die beiden Vorschriften nebeneinander stehen, wobei beide eine gemeinsame Schnittmenge haben, soweit ein eingebettetes Derivat vorliegt. Insoweit geht Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL dem Art. 10 OGAW-DRL als speziellere Vorschrift vor. Grafisch könnte dies wie folgt dargestellt werden:

<p>Wertpapier im Sinne des Art. 1 Abs. 8 OGAW-Richtlinie (Die sieben allgemeinen Kriterien im Sinne des Art. 2 Abs. 1 OGAW-DRL müssen eingehalten werden, vgl. Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) (i) und Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL).</p>		
<p>Finanzinstrument erfüllt das zusätzliche Kriterium des Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) (ii) OGAW-DRL, d.h. es ist durch andere Vermögenswerte besichert oder an die Entwicklung anderer Vermögenswerte gekoppelt, wobei das Finanzinstrument kein eingebettetes Derivat enthält</p>	<p>Wie Spalte 1, nur mit dem Unterschied, dass das Finanzinstrument ein eingebettetes Derivat im Sinne des Art. 10 OGAW-DRL enthält (vgl. Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Finanzinstrument enthält ein eingebettetes Derivat im Sinne des Art. 10 OGAW-DRL • (Art. 10 OGAW-DRL umfasst auch Geldmarktinstrumente mit eingebetteten Derivaten)
<p>Wertpapiere ohne eingebettete Derivate</p>	<p>Wertpapiere mit eingebetteten Derivaten</p>	

Für eine solche Auslegung der beiden zentralen Vorschriften spricht zum einen, dass Art. 10 OGAW-DRL nicht den Begriff „eingebettete Derivate“ erläutert, sondern nach Art. 1 Nr. 4 OGAW-DRL den Begriff „Wertpapiere und Geldmarktinstrumente, in die ein Derivat eingebettet ist“. Dementsprechend ist Art. 10 OGAW-DRL auch überschrieben mit „Wertpapiere und Geldmarktinstrumente, in die ein Derivat eingebettet ist“. Dadurch wird deutlich, dass Art. 10 OGAW-DRL sich nicht nur mit Identifizierung von eingebetteten Derivaten beschäftigt.

Zum anderen wird in Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL nochmal die Voraussetzung der Einhaltung der allgemeinen Wertpapierkriterien (Art. 2 Abs. 1

OGAW-DRL) genannt. Wenn Art. 10 OGAW-DRL lediglich der Identifizierung von eingebetteten Derivaten hätte dienen sollen, dann wäre die Erwähnung des Art. 2 Abs. 1 OGAW-DRL nicht erforderlich gewesen. Vielmehr hätte Bezug genommen werden können auf Wertpapiere im Sinne des Art. 1 Abs. 8 OGAW-Richtlinie bzw. des Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL, die zusätzlich noch die Kriterien für eingebettete Derivate erfüllen.

Es bleibt aber darauf hinzuweisen, dass für Art. 10 OGAW-DRL neben Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL kaum ein eigenständiger Anwendungsbereich verbleiben wird, denn die in Art. 10 Abs. 1 Buchst. a) OGAW-DRL geforderte Cashflow-Veränderung des Basisvertrages in Abhängigkeit zu einer bestimmten Variablen wird in aller Regel auch eine „Koppelung“ im Sinne des Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) (ii) OGAW-DRL darstellen. Daher wird in der Praxis Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL in aller Regel lediglich für die Identifizierung eingebetteter Derivate heranzuziehen sein. Aufgrund der Vielfältigkeit und Komplexität strukturierter Finanzprodukte erscheint es jedoch nicht völlig ausgeschlossen, dass es Finanzprodukte gibt, die von Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL erfasst werden, jedoch nicht von Art. 2 Abs. 2 Buchst. c), Abs. 3 OGAW-DRL.

Abschließend soll Erwähnung finden, dass das Zusammenspiel von Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) (ii) OGAW-DRL und Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL insoweit auf Unverständnis stößt, als nach dem Wortsinn eines „Derivates“ („*derivative*“, „ableiten“) die Koppelung der Wertentwicklung eines Finanzinstruments an die Wertentwicklung eines anderen Vermögenswertes stets zur „Einbettung“ eines Derivates führen würde. Die Kommission bringt mit Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL aber zum Ausdruck, dass nach ihrer Auffassung nicht jede Koppelung der Wertentwicklung an die Wertentwicklung eines anderen Vermögenswert als „eingebettetes Derivat“ im Sinne des Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 4 OGAW-Richtlinie anzusehen ist.²⁸¹

²⁸¹ Vgl. S. 5 der zweiten *Background Note*.

IV. Durchschaupflicht bei strukturierten Finanzprodukten

Eine Durchschaupflicht („*look-through approach*“) bei strukturierten Finanzprodukten bedeutet, dass man bei Erwerb eines solchen Finanzproduktes für Rechnung eines OGAW-Fonds den zugrundeliegenden Basiswert untersuchen muss, um festzustellen, ob ein Erwerb eines solchen Finanzproduktes für einen OGAW-Fonds zulässig ist. Dabei werden bei einer Durchschau auf den Basiswert grundsätzlich drei verschiedene Gesichtspunkte berücksichtigt:

- Anlagegrenzen für den Basiswert;
- Auswirkungen des Basiswertes auf das Gesamtrisiko­profil des OGAW-Fonds; und
- Zulässigkeit des Basiswertes als direkter Vermögenswert für einen OGAW-Fonds.

Im Falle von eingebetteten Derivaten geht Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 4 OGAW-Richtlinie auf die ersten beiden Gesichtspunkte ausdrücklich ein. Danach sind eingebettete Derivate bei der Einhaltung der Vorschriften des Art. 21 OGAW-Richtlinie zu berücksichtigen. Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 1 OGAW-Richtlinie geht auf das mit Derivaten verbundene Gesamtrisiko ein und Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 3 OGAW-Richtlinie nimmt Bezug auf relevante Anlagegrenzen. Hingegen gibt Art. 21 OGAW-Richtlinie nicht explizit vor, ob der Basiswert eines strukturierten Finanzproduktes selbst ein zulässiger Vermögenswert für einen OGAW-Fonds sein muss. Im Nachfolgenden wird eine etwaige Pflicht zur Durchschau nur hinsichtlich des zuletzt genannten Aspekts diskutiert.

1. Einleitung/ Durchschaupflicht und Basiswerte

Die Relevanz einer Durchschau für diese Zwecke („Prüfung der Erwerbbarkeit des Basiswertes für einen OGAW-Fonds“) soll noch einmal durch einen Vergleich zwischen Derivaten und eingebetteten Derivaten hervorgehoben werden.

Die zulässigen Derivate für einen OGAW-Fonds werden in Art. 19 Abs. 1 Buchst. g) OGAW-Richtlinie aufgeführt. Danach sind sowohl standardisier-

te als auch OTC-Derivate zulässig. Art. 19 Abs. 1 Buchst. g) erster Spiegelstrich OGAW-Richtlinie gibt die für Derivate zulässigen Basiswerte vor. Dazu gehören insbesondere Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Anteile an bestimmten Investmentfonds, Finanzindizes, Zinssätze, Wechselkurse und Währungen. Diese Basiswerte sind durch Art. 8 Abs. 1 Buchst. a) OGAW-DRL noch einmal erläutert worden.²⁸²

Wenn Derivate in Finanzinstrumenten eingebettet werden und keine Durchschaupflicht gelten würde, dann könnten die zulässigen Basiswerte für Derivate leicht umgangen werden. Wie auf den Seiten 84 ff. oben diskutiert, können strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten bei einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise auch als „Derivate mit Sicherheitsleistung“ verstanden werden. Diese Sichtweise macht die Gefahr einer Umgehung von derivativen Vorschriften durch eingebettete Derivate besonders deutlich.

Zudem ist zu bedenken, dass die deskriptiven Anlagegrenzen der OGAW-Richtlinie insgesamt in Frage gestellt werden würden, wenn es bei strukturierten Finanzprodukten keine Durchschaupflicht auf die Basiswerte gäbe. Da jegliche Art von Exposure gezielt in einem strukturierten Finanzprodukt „verpackt“ werden kann, könnte bei einer fehlenden Durchschau das Exposure jedes Vermögenswertes in einen OGAW-Fonds „transferiert“ werden. Dies hätte zur Folge, dass der Katalog zulässiger Vermögenswerte in Art. 19 Abs. 1 OGAW-Richtlinie für einen OGAW-Fonds faktisch keine Bedeutung mehr hätte.²⁸³

Daher bleibt zu klären, ob durch die OGAW-DRL bzw. die CESR-Richtlinien eine Durchschaupflicht auf die Basiswerte von strukturierten Finanzprodukten normiert wird (vgl. nachfolgende Ziff. 2 - 5). Das durch die

²⁸² Nach Art. 8 Abs. 1 Buchst. a) (i) OGAW-DRL gehören zu den zulässigen Basiswerten die in Art. 19 Abs. 1 OGAW-Richtlinie bezeichneten Vermögenswerte einschließlich Finanzinstrumenten, die ein oder mehrere Merkmale dieser Vermögenswerte aufweisen.

²⁸³ Ob sich ein solches Ergebnis jedoch als nachteilig auf die Investmentbranche auswirken würde oder vielmehr von Vorteil wäre, wird im 6. Kapitel unten diskutiert.

OGAW-DRL bzw. die CESR-Richtlinien vorgegebene Ergebnis wird im Rahmen einer Stellungnahme diskutiert (vgl. nachfolgende Ziffern 6a - c).

2. Wortlaut-Auslegung/ OGAW-DRL und CESR-Richtlinien

Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL und Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL ermöglichen eine Anlage in strukturierte Finanzprodukte.

Es stellt sich jedoch die Frage, ob die Basiswerte eines solchen Finanzinstrumentes auch Vermögenswerte sein können, die ihrerseits keine zulässigen Vermögenswerte eines OGAW-Fonds sind, also zum Beispiel Öl im Falle eines „Öl-Zertifikates“. Dies würde grundsätzlich gegen das Bestehen einer Durchschaupflicht sprechen, denn eine Durchschaupflicht würde prinzipiell zu dem Ergebnis führen, dass eine Koppelung der Wertentwicklung eines strukturierten Finanzproduktes an die Wertentwicklung eines für einen OGAW-Fonds nicht zulässigen Vermögenswertes nicht möglich ist.

Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) (ii) OGAW-DRL scheint auf die Frage hinsichtlich der Durchschaupflicht eine eindeutige Antwort zu geben. Danach können die Vermögenswerte, die als Besicherung oder als Basiswerte dienen, auch solche sein, die von den in Art. 19 Abs. 1 OGAW-Richtlinie genannten Vermögenswerten abweichen. Des Weiteren wird in Art. 10 Abs. 1 Buchst. a) OGAW-DRL Bezug genommen auf Basiswerte, die von den zulässigen Basiswerten für Derivate in Art. 19 Abs. 1 Buchst. g) OGAW-Richtlinie abweichen. Insbesondere enthält Art. 10 Abs. 1 Buchst. a) OGAW-DRL mit dem Begriff „sonstige Variablen“ eine „Generalklausel“ für Basiswerte.

Fraglich ist, ob durch den Verweis in Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL auf Art. 21 OGAW-Richtlinie für strukturierte Finanzprodukte (mit eingebetteten Derivaten) im Sinne des Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) (ii) OGAW-DRL Bezug genommen wird auf die für Derivate zulässigen Basiswerte, die in Art. 19 Abs. 1 Buchst. g) erster Spiegelstrich OGAW-Richtlinie aufgeführt werden. Ein solcher Verweis würde eine Durchschaupflicht hinsichtlich der Erwerbbarkeit der Basiswerte normieren.

In Art. 21 Abs. 1 Satz 1 OGAW-Richtlinie wird Bezug genommen auf Risikomanagement-Verfahren. In Art. 21 Abs. 1 Satz 2 OGAW-Richtlinie werden zwar „Arten von Derivaten“ und „die mit den jeweiligen Basiswerten verbundenen Risiken“ angesprochen, jedoch geht es dabei um Meldepflichten, die ein OGAW-Fonds gegenüber den Aufsichtsbehörden hat. Ein Katalog der zulässigen Basiswerte ist in Art. 21 Abs. 1 Satz 2 OGAW-Richtlinie nicht enthalten. Art. 21 Abs. 2 OGAW-Richtlinie enthält Bestimmungen zu „Techniken und Instrumenten“ im Hinblick auf eine effiziente Portfolioverwaltung und ist daher nicht auf strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten, bei denen es sich um Anlagewerte im Sinne des Art. 19 Abs. 1 OGAW-Richtlinie handelt, anzuwenden. Art. 21 Abs. 3 Unterabsätze 1 und 2 OGAW-Richtlinie beschäftigen sich mit dem mit Derivaten verbundenen Gesamtrisiko und dessen Berechnung. Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 3 OGAW-Richtlinie gibt Bestimmungen für Anlagegrenzen im Rahmen des Art. 22 OGAW-Richtlinie vor. Art. 21 Abs. 4 OGAW-Richtlinie beschäftigt sich mit Mitteilungspflichten der Mitgliedstaaten gegenüber der Kommission. Somit wird auch durch den Verweis in Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL auf Art. 21 OGAW-Richtlinie kein Bezug hergestellt zu den für Derivaten zulässigen Basiswerten.

Daher spricht eine Wortlaut-Auslegung verschiedener Bestimmungen der OGAW-DRL grundsätzlich gegen eine Durchschaupflicht auf die Basiswerte eines strukturierten Finanzproduktes.

Die Ausführungen in den CESR-Richtlinien zu Art. 10 OGAW-DRL bestätigen die obigen Erläuterungen zur Anwendung des Art. 21 OGAW-DRL auf eingebettete Derivate. Hinsichtlich der eingebetteten Derivate wird nur Bezug genommen auf das derivative Gesamtrisiko und auf die relevanten Anlagegrenzen. Es wird jedoch auch erwähnt, dass eingebettete Derivate nicht dazu verwendet werden dürfen, die Prinzipien und Bestimmungen der OGAW-Richtlinie zu umgehen.²⁸⁴ Im Rahmen einer historischen Auslegung unter Nr. 4 unten wird erörtert, wie diese Aussage zu verstehen ist.

²⁸⁴ Vgl. S. 11 der CESR-Richtlinien.

3. Erwägungsgründe der OGAW-DRL

Der achte und zwölfte Erwägungsgrund der OGAW-DRL scheinen der obigen Wortlaut-Auslegung der OGAW-DRL zu widersprechen.

Nach dem achten Erwägungsgrund der OGAW-DRL sollte in Bezug auf die Einstufung der Finanzinstrumente als Wertpapiere, die an die Entwicklung anderer, einschließlich in der OGAW-Richtlinie nicht aufgeführter Vermögenswerte gekoppelt oder durch derartige Vermögenswerte besichert sind, mehr Rechtssicherheit geschaffen werden. Es sollte klargestellt werden, dass ein Finanzinstrument als Wertpapier mit eingebettetem Derivat einzuordnen ist, falls die Koppelung an einen Basiswert oder einen anderen Bestandteil des Finanzinstruments einer Komponente gleichkomme, die als eingebettetes Derivat zu betrachten sei. Folglich seien auf die betreffende Komponente die gemäß der OGAW-Richtlinie für Derivate geltenden Kriterien anzuwenden.

Durch den letzten Satz des achten Erwägungsgrundes der OGAW-DRL, in dem pauschal auf „die gemäß der OGAW-Richtlinie für Derivate geltenden Kriterien“ verwiesen wird, wird aber auch auf die für Derivate zulässigen Basiswertes des Art. 19 Abs. 1 Buchst. g) erster Spiegelstrich OGAW-Richtlinie Bezug genommen.

Nach dem vierten Satz des zwölften Erwägungsgrundes der OGAW-DRL birgt die Einbettung eines Derivats in ein Wertpapier oder Geldmarktinstrument die Gefahr, dass die Vorschriften der OGAW-Richtlinie umgangen werden. Aus diesem Grund schreibe die OGAW-Richtlinie vor, dass die eingebettete Derivatkomponente identifiziert und bei den geltenden Vorschriften berücksichtigt werden müsse.

Die Erwägungsgründe einer Richtlinie geben die wesentlichen Motive und Hintergründe wieder, die zum Erlass der Maßnahme geführt haben.²⁸⁵ In der Regel können daher einzelne Bestimmungen einer Richtlinie einem oder mehreren Erwägungsgründen der Richtlinie zugeordnet werden. Dabei kön-

²⁸⁵ Vgl. Calliess in Calliess/Ruffert, EUV, EGV-Kommentar, Art. 253, Rn. 2.

nen die Erwägungsgründe grundsätzlich als Auslegungshilfen der betreffenden Bestimmungen herangezogen werden.²⁸⁶ Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL könnte den beiden o.g. Erwägungsgründen zugeordnet werden, denn er verweist auf Art. 21 OGAW-Richtlinie, der Bezug nimmt auf die für eingebettete Derivate geltenden Regelungen der OGAW-Richtlinie. Allerdings ist der letzte Satz des achten Erwägungsgrundes weiter gefasst als der Regelungsgehalt des Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL, da letzterer nicht Bezug nimmt auf Art. 19 Abs. 1 Buchst. g) erster Spiegelstrich OGAW-Richtlinie. Somit erscheint es nicht möglich zu sein, die beiden o.g. Erwägungsgründe als Auslegungshilfen heranzuziehen und Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL entgegen seinem Wortlaut auch auf Art. 19 Abs. 1 Buchst. g) erster Spiegelstrich OGAW-Richtlinie auszudehnen. Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund, als Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL lediglich den Regelungsgehalt der höherrangigen Norm des Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 4 OGAW-Richtlinie wiedergibt. Danach finden die Vorschriften des Art. 21 OGAW-Richtlinie auch Anwendung auf eingebettete Derivate. Ein Bezug auf die Basiswerte des Art. 19 Abs. 1 Buchst. g) erster Spiegelstrich OGAW-Richtlinie erfolgt jedoch nicht.

Somit bleibt festzuhalten, dass die beiden o.g. Erwägungsgründe zwar grundsätzlich für die Anwendung des Art. 19 Abs. 1 Buchst. g) erster Spiegelstrich OGAW-Richtlinie auf eingebettete Derivate und daher für eine Durchschaupflicht auf die Basiswerte von strukturierten Finanzprodukten sprechen. Allerdings wird in Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL nicht auf Art. 19 Abs. 1 Buchst. g) erster Spiegelstrich OGAW-Richtlinie verwiesen. Darüber hinaus scheint sogar der Wortlaut des Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) (ii) OGAW-DRL, der sich ausdrücklich auch auf nicht in der OGAW-Richtlinie genannte Vermögenswerte als Basiswerte für strukturierte Finanzprodukte bezieht, den beiden o.g. Erwägungsgründen zu widersprechen.

Der Widerspruch zwischen Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) (ii) und Abs. 3 OGAW-DRL und den beiden o.g. Erwägungsgründen ist aber (teilweise) auflösbar, wenn man sich den Anwendungsbereich, wie auf Seite 89 oben tabellarisch

²⁸⁶ Vgl. dazu den Beschluss des BGH vom 26. September 2006 (Az. VI ZR 200/05) mit weiteren Nachweisen, NJW 2007, 71 (72).

dargestellt, vergegenwärtigt. Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) (ii) OGAW-DRL umfasst strukturierte Finanzprodukte mit und ohne eingebettete(n) Derivate(n). Nach Ansicht der Kommission, führt nicht jede Koppelung der Wertentwicklung an die Wertentwicklung eines anderen Basiswertes zu einem Finanzinstrument mit eingebettetem Derivat. Soweit ein solches nicht vorliegt, braucht auch nicht die Frage einer entsprechenden Anwendung der derivativen Regelungen der OGAW-Richtlinie beantwortet zu werden. Übrig bleibt aber ein Widerspruch zwischen den beiden o.g. Erwägungsgründen und Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL, soweit strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten betroffen sind.

4. Historische Auslegung/ OGAW-DRL und CESR-Richtlinien

Im Rahmen einer historischen Auslegung hinsichtlich des Level 2- und Level 3-Textes (aufgegangen in der OGAW-DRL und CESR-Richtlinien) soll erörtert werden, ob und wie CESR und die Kommission die Frage hinsichtlich einer Durchschaupflicht bei strukturierten Finanzprodukten behandelt haben und ob auch eine Differenzierung zwischen strukturierten Finanzprodukten mit und ohne eingebettete(n) Derivate(n) vorgenommen worden ist.

a) Zweites CESR-Konsultationsverfahren

Im Rahmen des CESR-Verfahrens wurden in der zweiten Konsultationsrunde im Herbst 2005 unter anderem Stellungnahmen von der ETF Securities Limited, der Gold Bullion Holdings Limited und von der LSE abgegeben.²⁸⁷

Diesen Stellungnahmen ist zu entnehmen, dass die Oil Securities Limited und die Gold Bullion Securities Limited zwei „*Special Purpose Entities*“ sind, die jeweils Schuldtitel ausgegeben hatten, die an der LSE gelistet waren und jeweils den Preis von Öl bzw. Gold abbildeten. Hinsichtlich des Ölpreises diente als Richtwert („*pricing marker*“) der tägliche Abrechnungs-

²⁸⁷ Die Stellungnahmen zur zweiten CESR-Konsultationsrunde sind abrufbar unter www.cesr-eu.org (*Consultation/ 21 November 2005/ View Responses*).

preis des nächsten Monats-Future-Kontrakts, der an der International Petroleum Exchange in London, gehandelt werde.²⁸⁸

Beide „*Special Purpose Entities*“ investierten in Öl bzw. in Gold, um so ihre zukünftigen Verbindlichkeiten durch Ausgabe der Schuldtitel abzusichern. Das erworbene Gold wurde von einem Treuhänder gehalten, der die Verfügung über das Gold durch die Gold Bullion Securities Limited zugunsten der Schuldtitelinhaber überwachte.²⁸⁹

Die Schuldtitel konnten auf täglicher Basis an die „*Special Purpose Entities*“ zurückgegeben werden, so dass der Börsenkurs an der LSE sich nahe an dem betreffenden Öl- bzw. Goldpreis orientierte.²⁹⁰

Sowohl die Öl- als auch die Gold-Schuldtitel wurden in bar abgerechnet („*cash settled*“). Unter bestimmten Voraussetzungen konnte bei den Gold-Schuldtiteln nach Wahl des Schuldtitelinhabers auch eine Rückzahlung in Gold verlangt werden.²⁹¹

Nach Angaben der ETF Securities Limited hat die britische Aufsichtsbehörde, die *Financial Services Authority*, die o.g. Schuldtitel als zulässige Vermögenswerte für OGAW-Fonds angesehen, wohingegen andere Aufsichtsbehörden eine andere Position vertreten hätten. Die ETF Securities Limited hat CESR ausdrücklich darum gebeten, in ihren Ratschlägen an die Kommission eine Klärung hinsichtlich der Erwerbbarkeit dieser Schuldtitel herbeizuführen.²⁹²

Des Weiteren ist CESR in verschiedenen Stellungnahmen darum gebeten worden klarzustellen, dass Aktien nicht als strukturierte Finanzprodukte qualifiziert werden könnten und somit auch die Aktivitäten von Unterneh-

²⁸⁸ Vgl. S. 1 der Stellungnahme der ETF Securities Ltd im Rahmen der zweiten CESR-Konsultationsrunde.

²⁸⁹ Vgl. S. 2 der Stellungnahme der Gold Bullion Securities Ltd im Rahmen der zweiten CESR-Konsultationsrunde.

²⁹⁰ Vgl. S. 2 der Stellungnahme der ETF Securities Ltd und S. 1 f. der Stellungnahme der Gold Bullion Securities Ltd.

²⁹¹ Vgl. S. 1 f. der Stellungnahme der Gold Bullion Securities Ltd.

²⁹² Vgl. S. 1 der Stellungnahme der ETF Securities Ltd.

men, wie derivative Absicherungsgeschäfte („*Hedging*“), nicht als eingebettete Derivate anzusehen seien.²⁹³

b) CESR-Ratschläge und CESR *Feedback Statement*

CESR ist diesem Wunsch nachgekommen. Auf Seite 7 in Rn. 24 der CESR-Ratschläge wird klargestellt, dass es nach Ansicht von CESR nicht erforderlich ist, auf die Vermögenswerte oder Aktivitäten eines Emittenten von übertragbaren Wertpapieren „durchzuschauen“.

Auf Seite 8 des *Feedback Statements* geht CESR noch einmal etwas ausführlicher auf den Begriff „übertragbare Wertpapiere“ ein, die von einem Emittenten ausgegeben werden. CESR stellt klar, dass es sich bei diesen übertragbaren Wertpapieren sowohl um Aktien als auch um Schuldtitel handeln kann.

Ferner führt CESR auf Seite 8 des *Feedback Statements* aus, dass man sowohl hinsichtlich strukturierter Finanzprodukte in Form von übertragbaren Wertpapieren als auch hinsichtlich anderer übertragbarer Wertpapiere, in die ein Derivat eingebettet ist, die Ausführungen der CESR-Ratschläge zu eingebetteten Derivaten berücksichtigen müsse. Der Wortlaut des CESR *Feedback Statements* lautet: „*The final advice also reminds that both SFI [structured financial instruments] taking the form of transferable securities and other transferable securities that embed a derivative will need to be treated in the way as developed concerning embedded derivatives further in the advice (Box 11).*“

Damit bringt CESR zum Ausdruck, dass es nach seiner Ansicht zwei Arten von strukturierten Finanzprodukten gibt, nämlich solche mit und ohne eingebettete(n) Derivate(n).

Auf Seite 39 in Rn. 119 der CESR-Ratschläge wird erläutert, dass man eine angemessene Definition des Begriffs „eingebettete Derivate“ formuliert ha-

²⁹³ Vgl. u.a. S. 2 der Stellungnahme der Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft und S. 5 der Stellungnahme der Anwaltskanzlei Dillon Eustace im Rahmen der ersten CESR-Konsultationsrunde.

be, um sicherzustellen, dass die OGAW-Richtlinie nicht durch ein in ein anderes Finanzinstrument eingebettetes Derivat umgangen werde. In diesem Zusammenhang wird aber nur Bezug genommen auf Art. 21 und 22 der OGAW-Richtlinie, die sich auf das Risikomanagement und die Anlagegrenzen beziehen, aber nicht auf die Erwerbbarkeit des Finanzinstruments selbst, die in Art. 19 OGAW-Richtlinie geregelt ist. Auf Seite 40 in den Rn. 124 und 125 der CESR-Ratschläge geht CESR hinsichtlich der derivativen Komponente eines Finanzinstruments wieder nur auf das erforderliche Risikomanagement und die Anlagegrenzen in Art. 22 OGAW-Richtlinie ein. Auch auf Seite 41 in Rn. 134 nimmt CESR nur Bezug auf das Risikomanagement und die Anlagegrenzen des Art. 22 OGAW-Richtlinie. CESR führt konkret aus, dass es das Ziel einer Identifizierung eines eingebetteten Derivats sei, eine Einhaltung der verschiedenen Vorschriften der OGAW-Richtlinie, wie Art. 21 und 22 OGAW-Richtlinie, sicherzustellen.

CESR geht in seinen Ratschlägen auch auf die Anregung der ETF Securities Limited ein. Auf den Seiten 42 und 43 in den Rn. 140-142 der CESR-Ratschläge nimmt CESR Bezug auf Wertpapiere, deren Wertentwicklung an die Wertentwicklung von Gold bzw. Öl gekoppelt ist. CESR trifft keine ausdrückliche Feststellung bezüglich der Erwerbbarkeit dieser Wertpapiere als strukturierte Finanzprodukte (mit eingebetteten Derivaten). CESR führt aus, dass man diese Wertpapiere anhand der Vorgaben der CESR-Ratschläge zu eingebetteten Derivaten analysieren müsse. Insbesondere gelte es zu untersuchen, ob diese Wertpapiere sich aus einem Basisvertrag („*host contract*“), also einem übertragbaren Wertpapier, das zum Nennbetrag zurückgezahlt wird („*a transferable security reimbursed at par*“) und einem eingebetteten Derivat, nämlich einem Gold- bzw. Öl-Future, zusammensetzen. Sollte eine solche Analyse dazu führen, dass ein eingebettes Derivat vorliege, käme man nach Ansicht von CESR dazu, dass diese Finanzinstrumente für einen OGAW-Fonds nicht erwerbbar wären, da diese Basiswerte nicht von der Liste zulässiger Basiswerte, wie in den CESR-Ratschlägen enthalten, gedeckt seien.

An dieser Stelle wird zum ersten Mal deutlich, dass CESR eine Durchschau bei strukturierten Produkten mit eingebetteten Derivaten vornimmt. Diese

Position wird auch in dem finalen Level 3-Text deutlich. Auf Seite 45 unter Nr. 6 des finalen Level 3-Textes erklärt CESR in seinen Ratschlägen, dass eingebettete Derivate nicht dafür genutzt werden dürften, um die Prinzipien und Regelungen („*principles and rules*“) der OGAW-Richtlinie zu umgehen. Es wird verwiesen auf den 13. Erwägungsgrund der Produktrichtlinie. Satz 1 des 13. Erwägungsgrundes lautet:

„Derivate-Geschäfte dürfen niemals dazu verwendet werden, die Grundsätze und Bestimmungen dieser Richtlinie [also der Produktrichtlinie] zu umgehen.“

Des Weiteren führt CESR aus, dass man hinsichtlich der eingebetteten Derivate die für Derivate geltenden Anforderungen wie in den CESR-Ratschlägen dargelegt, einhalten müsse.

CESR nimmt zum 13. Erwägungsgrund der Produktrichtlinie eindeutig Stellung. Auf Seite 49 in Rn. 151 der CESR-Ratschläge erklärt CESR, dass eine Konsequenz des Umgehungsverbotes sei, dass die OGAW-Richtlinie eine Liste von zulässigen Basiswerten für Derivate enthalte. Diese Bewertung des 13. Erwägungsgrundes kommt auch in Nr. 1 des finalen Level 2-Textes zu Derivaten auf Seite 50 der CESR-Ratschläge zum Ausdruck. In Nr. 1 wird im Zusammenhang mit den zulässigen Basiswerten ausdrücklich Bezug genommen auf den oben genannten 13. Erwägungsgrund der Produktrichtlinie.

Auf Seite 50 in Nr. 1 des finalen Level 2-Textes erläutert CESR in seinen Ratschlägen die in Art. 19 Abs. 1 Buchst. g) OGAW-Richtlinie enthaltene Liste zulässiger Basiswerte für Derivate. Davon seien nicht nur die in Art. 19 Abs. 1 Buchst. g) OGAW-Richtlinie genannten Basiswerte erfasst, sondern auch eine Kombination von solchen Basiswerten oder Finanzinstrumenten, die ein oder mehrere Merkmale zulässiger Vermögenswerte aufwiesen.

Die Bezugnahme auf den 13. Erwägungsgrund auf Seite 45 der CESR-Ratschläge ist, wie oben bereits erwähnt, auch auf Seite 11 der CESR-Richtlinien übernommen worden.

Als Ergebnis der Auswertung der CESR-Ratschläge und des CESR *Feedback Statements* lässt sich festhalten, dass CESR der Auffassung ist, dass eine „Durchschau“ auf die Vermögenswerte und Aktivitäten eines Emittenten von übertragbaren Wertpapieren nicht erforderlich ist. Des Weiteren differenziert CESR zwischen strukturierten Finanzprodukten mit und ohne eingebettete(n) Derivate(n). Soweit das Vorliegen eines eingebetteten Derivats anhand der Vorgaben der CESR-Ratschläge zu bejahen ist, hält CESR eine Durchschaupflicht auf die Basiswerte der strukturierten Finanzprodukte für erforderlich.

Dieser Ansatz von CESR führt dazu, dass ein strukturiertes Finanzprodukt mit einem eingebetteten Derivat, das keinen zulässigen Basiswert aufweist, für einen OGAW-Fonds nicht erwerbbar ist. CESR gibt keine ausdrückliche Antwort auf die Frage, ob Wertpapiere, die an den Öl- oder Goldpreis gekoppelt sind, als strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten zu bewerten sind.

Zudem geht CESR in seinen Ausführungen auch auf eine „Durchschaupflicht“ bei geschlossenen Fonds und in einem bestimmten Fall bei Geldmarktinstrumenten ein.

Auf Seite 42 in Rn. 139 der CESR-Ratschläge führt CESR aus, dass die Definition des „eingebetteten Derivats“ nicht dazu führe, dass geschlossene Fonds in den Bereich der eingebetteten Derivate fallen würden. CESR begründet dies damit, dass diese Fonds grundsätzlich von einem Fondsmanager mit Entscheidungsspielraum verwaltet werden würden. Geschlossene Fonds, die ggfs. in den Bereich der eingebetteten Derivate fallen würden, wären als sehr spezielle Produkte anzusehen, die trotz einer Börsennotierung als geschlossene Fonds eher den strukturierten Produkten mit einem an vorgegebene Marktparameter gekoppelten Rückzahlungsmechanismus („*structured products offering a pay-off linked to predefined market para-*

meters“) zuzuordnen wären. Auf Seite 25 des *Feedback Statements* geht CESR noch einmal etwas ausführlicher auf diesen Punkt ein. CESR ist der Auffassung, dass die Definition der CESR-Ratschläge betreffend eingebetteten Derivatens erfordert, dass die Komponente, die den Cashflow des Basisvertrages modifiziert, genau definiert sei. Dieser Umstand würde in der Regel dazu führen, dass geschlossene Fonds keine eingebetteten Derivate enthalten würden, da, wie oben erwähnt, diese Fonds gewöhnlich aufgrund eines Mandats mit Entscheidungsspielraum verwaltet werden würden.

CESR ist von der Kommission in dem ursprünglichen Mandat von Oktober 2004 zur Klärung bestimmter Definitionen von zulässigen Finanzinstrumenten für OGAW-Fonds ausdrücklich auch um Rat gefragt worden, ob Geldmarktinstrumente, die auf nicht-zulässigen Basiswerten oder Techniken beruhen, Geldmarktinstrumente im Sinne des Art. 19 Abs. 1 Buchst. a) bis d) OGAW-Richtlinie sein können. Insbesondere hat die Kommission in diesem Zusammenhang den Art. 19 Abs. 2 Buchst. d) OGAW-Richtlinie erwähnt, wonach ein OGAW-Fonds nicht in Edelmetalle oder in Zertifikate auf Edelmetalle anlegen darf.²⁹⁴

CESR geht auf Seite 22 in Rn. 68 seiner Ratschläge auf diese Frage der Kommission ein. Nach Ansicht von CESR besteht für Geldmarktinstrumente keine Möglichkeit ein Exposure zu Edelmetallen zu schaffen. Diese Aussage hat CESR auch in seinen finalen Level 3-Text auf Seite 23 unter Nr. 2 der CESR-Ratschläge und auf Seite 7 unter Nr. 18 der CESR-Richtlinien aufgenommen.

Die CESR-Ausführungen zum Thema „Durchschaupflicht auf Basiswerte“ lassen sich wie folgt zusammenfassen:

²⁹⁴ Vgl. Nr. 3.2.1 des CESR-Mandats der Kommission, abrufbar unter www.cesr-eu.org (*Consultation/ 29 November 2004/ Details*).

Keine Durchschaupflicht	Durchschaupflicht
<ul style="list-style-type: none"> • (Strukturierte) Finanzprodukte (Aktien und Schuldtitel) ohne eingebettete Derivate (Vermögenswerte oder Aktivitäten eines Emittenten stellen kein „eingebettetes Derivat“ dar) • In der Regel bei geschlossenen Fonds 	<ul style="list-style-type: none"> • Strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten • Sonderfall: Geldmarktinstrumente mit einem Exposure zu Edelmetallen

c) Background Notes

In der ersten *Background Note* zum Entwurf einer OGAW-DVO (zu Art. 1 Abs. 3 OGAW-DVO, der Vorgängernorm des Art. 2 Abs. 3 DRL) geht die Kommission auf Seite 5 ausdrücklich auf das Thema „Durchschaupflicht“ ein. Die Kommission führt zu Finanzinstrumenten, die durch andere Vermögenswerte gesichert oder an diese gekoppelt sind (Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL) wie zum Beispiel solche, die sich auf den Ölpreis oder Waren beziehen, aus, dass diese Instrumente als übertragbare Wertpapiere anzusehen seien, wenn sie die Kriterien der OGAW-DVO-E erfüllen würden. Für diese Qualifizierung sei es unbeachtlich, ob die zur Sicherheit dienenden Vermögenswerte oder Basiswerte („*linked or backed assets*“) selbst zulässige Vermögenswerte im Sinne von Art. 19 Abs. 1 OGAW-Richtlinie seien. Dieser Ansatz beruhe darauf, dass die OGAW-Richtlinie eine solche Durchschaupflicht nicht beinhalte. Sollte das Instrument ein eingebettetes Derivat enthalten, würde es als übertragbares Wertpapier mit einem eingebetteten Derivat im Sinne des Art. 21 Abs. 3, Unterabsatz 4 OGAW-Richtlinie gelten. Dies habe zur Folge, dass das eingebettete Derivat hinsichtlich der Grenze für das Gesamtrisiko und das Emittentenrisiko anzurechnen sei und nur bei Einhaltung dieser Grenzen das gesamte Instrument für einen OGAW-Fonds erwerbbar sei.

Die Kommission stellt ferner klar, dass nicht jede Form der Koppelung an einen anderen Vermögenswert als ein eingebettetes Derivat anzusehen sei.

Erforderlich sei ein Basisvertrag, dessen Cashflow durch die Koppelung modifiziert werden würden. Wenn zum Beispiel das Instrument lediglich die Wertentwicklung eines bestimmten Basiswertes 1:1 „repliziere“ (zum Beispiel den Öl-Preis) dann würde nach den Kriterien der OGAW-DVO-E kein eingebettetes Derivat vorliegen. Das Instrument müsse dann als „einfaches“ übertragbares Wertpapier angesehen werden, sofern es die allgemeinen Voraussetzungen für übertragbare Wertpapiere einhalte.

Dieser Abschnitt der ersten *Background Note* spricht klar gegen die Annahme einer solchen Durchschaupflicht. Bei Finanzinstrumenten, die entsprechend den Vorgaben der OGAW-DVO-E (-DRL) Derivate einbetten, wird nur auf die Anrechnung der Grenzen des Art. 21 und 22 OGAW-Richtlinie verwiesen. Die zweite *Background Note* enthält zwar eine wesentliche Änderung in dieser Textpassage. Diese spielt aber nur für die Anwendung eines Delta-1-Ansatzes eine Rolle, aber nicht für die Frage, ob grundsätzlich eine Durchschaupflicht besteht.²⁹⁵

In den Erläuterungen der *Background Notes* zu den Kriterien für eingebettete Derivate wird jedoch erwähnt, dass ein in ein Wertpapier oder Geldmarktinstrument eingebettetes Derivat das Risiko beinhalte, dass die Vorschriften für Derivate der OGAW-Richtlinie umgangen werden.²⁹⁶ Als Beispiele werden aber wiederum nur die Gesamtrisikogrenze und die Anlagegrenzen erwähnt. Auch wenn diese Aussage dahingehend verstanden werden könnte, dass eine Durchschaupflicht bei eingebetteten Derivaten normiert werden sollte, steht dem die klare Absage an eine Durchschaupflicht im Zusammenhang mit den Erläuterungen der *Background Notes* zu Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL entgegen.

d) Zwischenergebnis/ historische Auslegung

Als Zwischenergebnis der historischen Auslegung lässt sich festhalten, dass CESR von einer Durchschaupflicht nur bei strukturierten Finanzprodukten

²⁹⁵ Vgl. zum Delta-1-Ansatz die Ausführungen auf den Seiten 141 ff. unten.

²⁹⁶ Vgl. S. 10 der ersten *Background Note* und S. 9/10 der zweiten *Background Note*.

mit eingebetteten Derivaten ausgeht. Eine solche Durchschaupflicht soll nach Auffassung von CESR durch die Erwähnung des 13. Erwägungsgrundes der Produktrichtlinie in Nr. 10 auf Seite 11 der CESR-Richtlinien zum Ausdruck gebracht werden.

Die Kommission scheint aufgrund des klaren Wortlauts der *Background Notes* eine Durchschaupflicht hinsichtlich der zulässigen Basiswerte abzulehnen. Andererseits wird in den *Background Notes* aber auch auf die Umgehungsgefahr durch eingebettete Derivate hingewiesen.

Interessant ist die unterschiedliche Sichtweise von CESR und der Kommission bezüglich Öl- und Gold-Zertifikaten. Während CESR sich in seinen Ratschlägen nicht festgelegt und nur angedeutet hat, dass Schuldtitel mit eingebetteten Öl- bzw. Goldfutures vorliegen könnten, führt die Kommission in den *Background Notes* eindeutig aus, dass die Koppelung an den Ölpreis oder Waren nicht zur Unzulässigkeit der strukturierten Finanzprodukte führe.²⁹⁷ Insoweit lässt sich eine flexiblere Haltung der Kommission bzgl. einer Durchschaupflicht auf die Basiswerte eines strukturierten Finanzproduktes feststellen.

5. Ergebnis der Auslegung

Hinsichtlich CESR führt die Auslegung zu einem eindeutigen Ergebnis wie oben bereits im Zwischenergebnis ausgeführt. CESR favorisiert eine Durchschaupflicht bei strukturierten Finanzprodukten mit eingebetteten Derivaten auch bezüglich der für einen OGAW-Fonds erwerbbaaren Basiswerte.

Hinsichtlich der Kommission ergibt sich ein anderes Bild. Zunächst gilt es festzuhalten, dass eine Durchschaupflicht bei strukturierten Finanzprodukten hinsichtlich der für einen OGAW-Fonds erwerbbaaren Basiswerte nicht in der OGAW-DRL normiert worden ist. In diesem Zusammenhang scheinen die o.g. Erwägungsgründe der OGAW-DRL im Widerspruch zum Wortlaut des Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL zu stehen. Die Ausführungen der *Background Notes* zu Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL stützen jedoch die Wort-

²⁹⁷ Vgl. S. 42/43 (Nr. 140-142) der CESR-Ratschläge und jeweils S. 5 der ersten und zweiten *Background Note*.

laut-Auslegung dieses Artikels. Bemerkenswert ist, dass sowohl die *Background Notes* als auch Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL (durch Verweis) hinsichtlich eingebetteter Derivate nur Bezug nehmen auf das Emittenten- und (derivative) Gesamtrisiko, aber nicht auf die für Derivate zulässigen Basiswerte.

6. Stellungnahme

Die Kommission hat grundsätzlich den von CESR favorisierten Ansatz hinsichtlich einer differenzierten Anwendung der Durchschaupflicht übernommen. Es muss bei der Durchschaupflicht unterschieden werden zwischen strukturierten Finanzprodukten mit und ohne eingebettete(n) Derivate(n). Nur hinsichtlich der Frage, ob die Basiswerte eines strukturierten Finanzproduktes (mit eingebetteten Derivaten) zulässige Vermögenswerte eines OGAW-Fonds sein müssen, ergibt sich kein einheitliches Bild. Diese Frage ist aber für die Investmentbranche von erheblicher Bedeutung. Soweit die Kommission betroffen ist, scheinen die besseren Argumente gegen eine solche Durchschaupflicht zu sprechen. Ausschlaggebend sollten dabei der Wortlaut des Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL und die Ausführungen der *Background Notes* sein. Hingegen hat eine solche Durchschaupflicht (mit der Erwähnung des 13. Erwägungsgrundes der Produktrichtlinie) Eingang in die CESR-Richtlinien gefunden, die von den jeweiligen Aufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten in ihrer Verwaltungspraxis grundsätzlich zu berücksichtigen sind.

Es ist zu kritisieren, dass sich eine solche Durchschaupflicht nur als Ergebnis einer historischen Auslegung der CESR-Richtlinien ergibt. Für alle Marktteilnehmer wäre es von Vorteil gewesen und hätte der Rechtssicherheit gedient, wenn der 13. Erwägungsgrund der Produktrichtlinie nicht nur dem Wortlaut nach Erwähnung gefunden hätte, sondern auch die entscheidenden Schlussfolgerungen aus dem 13. Erwägungsgrund der Produktrichtlinie konkretisiert worden wären. Nur wenn auf CESR-Ebene eine Absprache hinsichtlich der Durchschaupflicht betreffend der zulässigen Basiswerte für strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten getroffen worden ist, wird eine entsprechende (unerwünschte) Möglichkeit zum Aufsichtsarbitrage verhindert werden.

Darüber hinaus scheint eine Durchschaupflicht hinsichtlich der zulässigen Basiswerte nicht von den Bestimmungen der OGAW-DRL und den Ausführungen der *Background Notes* gedeckt zu sein. Dies würde dazu führen, dass der oben genannte 13. Erwägungsgrund nicht wie von CESR favorisiert ausgelegt werden dürfte, denn die CESR-Richtlinien dienen als Auslegungshilfen der Bestimmungen der OGAW-DRL.

Letztlich hat CESR sich aufgrund einer Auslegung der Prinzipien und Bestimmungen der OGAW-Richtlinie für die Existenz einer solchen Durchschaupflicht entschieden. Dies wird deutlich durch die Formulierung auf Seite 11 in Nr. 23 der CESR-Richtlinien: *„UCITS using SFIs [structured financial instruments] embedding derivatives must respect the principles of the Directive 85/611/EEC. These include: ...Recital 13 of Directive 2001/108/EC.“*

Folglich kann einer solchen Durchschaupflicht nur zugestimmt werden, wenn diese in den Prinzipien bzw. den Bestimmungen der OGAW-Richtlinie tatsächlich angelegt ist. Dies wird unter lit. a) unten diskutiert. Zudem wird unter lit. b) unten erörtert, ob eine Durchschaupflicht auch rechtsdogmatisch überzeugen kann. Abschließend wird unter lit. c) erörtert, ob die Auffassung von CESR bzgl. der Anwendung der Durchschaupflicht auf geschlossene Fonds und Geldmarktinstrumenten mit einem Exposure zu Edelmetallen überzeugen kann.

a) Durchschaupflicht und OGAW-Richtlinie

Im Nachfolgenden wird im Einzelnen geprüft, ob eine Durchschaupflicht in der ursprünglichen Fassung der OGAW-Richtlinie (OGAW I-Richtlinie, vgl. lit. aa. unten) bzw. in den Änderungen der OGAW-Richtlinie durch die Produktrichtlinie (vgl. lit. bb. unten) angelegt ist. Unter lit. cc. unten wird das Ergebnis der Prüfung zusammengefasst.

aa) Durchschaupflicht und OGAW I-Richtlinie

In der OGAW I-Richtlinie wird der Begriff „übertragbare Wertpapiere“ ohne nähere Definition verwendet. Gemäß Art. 19 Abs. 1 OGAW I-Richtlinie kann ein OGAW (I)-Fonds bis zu 100 % seines Wertes in börsengehandelten Wertpapieren investieren. Es gab keine weiteren zulässigen Vermögenswerte für einen OGAW I-Fonds. Ein OGAW I-Fonds konnte gemäß Art. 19 Abs. 2 Buchst. a) und b) OGAW I-Richtlinie auch bis zu 10 % seines Wertes investieren in

- andere als die in Art. 19 Abs. 1 OGAW I-Richtlinie genannten Wertpapiere (also insbesondere nicht börsengehandelte Wertpapiere) und
- verbriefte Rechte, die im Rahmen der OGAW I-Richtlinie ihren Merkmalen nach Wertpapieren gleichgestellt werden konnten und insbesondere übertragbar und veräußerbar sein mussten und deren Wert jederzeit oder zumindest in den nach Art. 34 OGAW I-Richtlinie vorgesehenen Zeitabständen genau bestimmt werden konnte. Es stand im Ermessen der Mitgliedstaaten ihren OGAW-Fonds die zuletzt genannte Anlagemöglichkeit zu eröffnen.

Der Vandamme-Report führt aus, dass es unwahrscheinlich sei, dass Diskussionen bezüglich der übertragbaren Wertpapiere, die an einer Wertpapierbörse gelistet oder auf einem geregelten Markt gehandelt werden, entstünden.²⁹⁸ Alle Wertpapiere, die an diesen Märkten gehandelt werden, wie Aktien und Schuldverschreibungen, seien von diesem Begriff umfasst.²⁹⁹ Hingegen könnten Schwierigkeiten bezüglich der Auslegung des Begriffs „übertragbare Wertpapiere“, die nicht an einer Wertpapierbörse gelistet oder an einem geregelten Markt gehandelt werden, entstehen.³⁰⁰

Aufgrund dieses Umstandes wurde in die OGAW I-Richtlinie die 10 %-Generalklausel in Art. 19 Abs. 2 Buchst. b) OGAW I-Richtlinie hinsichtlich der den Wertpapieren gleichgestellten Finanzinstrumenten eingefügt. Der Vandamme-Report erklärt diese Generalklausel damit, dass in einigen Mit-

²⁹⁸ Vgl. S. 47/48 (Rn. 95) des Vandamme-Reports.

²⁹⁹ Vgl. S. 48 (Rn. 95) des Vandamme-Reports.

³⁰⁰ Vgl. S. 48 (Rn. 95) des Vandamme-Reports.

gliedstaaten die OGAW-Fonds in Schuldtitel investieren dürften, die in anderen Mitgliedstaaten nicht als Wertpapiere gelten würden.³⁰¹ Als Beispiele nennt der Vandamme-Report Optionen und Schuldschein-Darlehen („*promissory notes*“).³⁰² Ferner führt der Vandamme-Report aus, dass es im Ermessen des jeweiligen Mitgliedstaates liege zu bestimmen, welche Finanzinstrumente als Wertpapiere angesehen werden. Da dieses Vorgehen aber die Gefahr einer unterschiedlichen Auslegung beinhaltet, sähe die OGAW I-Richtlinie ein Verfahren eines gegenseitigen Informationsaustausches vor.³⁰³

Nach Art. 20 OGAW I-Richtlinie waren die Mitgliedstaaten verpflichtet, der Kommission die den Wertpapieren gleichgestellten verbrieften Rechte nebst einer Begründung für die Gleichstellung weiterzugeben. Die Kommission war verpflichtet diese Liste den anderen Mitgliedstaaten mitzuteilen. Durch den OGAW-Kontaktausschuss konnte ein Gedankenaustausch über diese verbrieften Rechte erfolgen.

Die dänische Delegation warf während der Verhandlungen zur OGAW I-Richtlinie die Frage auf, ob bestimmte hypothekenbesicherte Instrumente („*danish mortgage instruments*“, „*pantebreve*“) als an einem geregelten Markt gehandelte übertragbare Wertpapiere angesehen werden könnten.³⁰⁴ Die dänische Delegation wies darauf hin, dass diesen Instrumenten eine prominente Stellung auf dem dänischen Finanzmarkt zukomme.³⁰⁵ Daher wurde in die OGAW I-Richtlinie mit Art. 54 eine Vorschrift aufgenommen, wonach die in Dänemark ausgegebenen „*pantebreve*“ für die ausschließliche Verwendung durch die dänischen OGAW-Fonds den Wertpapieren nach Art. 19 Abs. 1 Buchst. b) OGAW-Richtlinie gleichgestellt werden. Diese Vorschrift ist auch noch in der aktuellen Fassung der OGAW-Richtlinie enthalten. Der Vandamme-Report stellt klar, dass nur dänische

³⁰¹ Vgl. S. 44 (Rn. 84) des Vandamme-Reports.

³⁰² Bei einem Schuldschein-Darlehen handelt es sich um ein Darlehen im Sinne des § 488 BGB, das in einer Urkunde, dem Schuldschein, verkörpert ist. Der Schuldschein ist kein Wertpapier, sondern nur Beweisurkunde, vgl. Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rn. 2.34.

³⁰³ Vgl. S. 44 (Rn. 85) des Vandamme-Reports.

³⁰⁴ Vgl. S. 49 (Rn. 97) des Vandamme-Reports.

³⁰⁵ Vgl. S. 49 (Rn. 97) des Vandamme-Reports.

OGAW-Fonds bis zu 100 % ihres Wertes in diese Finanzinstrumente investieren dürfen.³⁰⁶ Anderen OGAW-Fonds sei nur eine Beimischung bis zu 10 % ihres Wertes erlaubt.³⁰⁷

Aus den obigen Ausführungen wird deutlich, dass die OGAW I-Richtlinie keine Durchschaupflicht vorsieht. Dies hat sicherlich mehrere Gründe. Als einen problematischen Fall sah man nur die nicht börsengehandelten Wertpapiere an. Für diese Fälle hatte man sich einen Mechanismus ausgedacht, wie man mit der Vielfalt der den Wertpapieren gleichgestellten verbrieften Rechte und deren Einstufung praktisch umgehen konnte. Die individuelle Behandlung der dänischen „*pantebreve*“ zeigt jedoch, dass man Wertpapieren, die gewisse Strukturierungselemente aufweisen, eher skeptisch gegenüberstand.

Zwar enthält der Vandamme-Report die klare Aussage, dass alle Finanzinstrumente, die an Wertpapierbörsen gelistet oder an regulierten Märkten gehandelt werden, von dem Begriff der übertragbaren Wertpapiere umfasst sind.³⁰⁸ Jedoch ist zu bedenken, dass strukturierte Finanzprodukte erst Ende der 80iger bzw. Anfang der 90iger Jahre vermehrt auf den Finanzmärkten aufgetreten sind und die OGAW I-Richtlinie bereits 1985 verabschiedet wurde. Daher liegt es nahe anzunehmen, dass die OGAW I-Richtlinie keine klare Aussage zur Behandlung von strukturierten Finanzprodukten enthält.

bb) Durchschaupflicht und Produktrichtlinie

(1) Definition des Wertpapierbegriffs

Durch die Produktrichtlinie wurde in die OGAW-Richtlinie eine Definition für übertragbare Wertpapiere (Art. 1 Abs. 8 OGAW-Richtlinie) eingefügt. Danach gelten als Wertpapiere im Sinne der OGAW-Richtlinie

- Aktien und andere, Aktien gleichwertige Wertpapiere,
- Schuldverschreibungen und sonstige verbrieftete Schuldtitel,

³⁰⁶ Vgl. S. 49 (Rn. 97) des Vandamme-Reports.

³⁰⁷ Vgl. S. 49/50 (Rn. 97) des Vandamme-Reports.

³⁰⁸ Vgl. S. 47/48 (Rn. 95) des Vandamme-Reports.

- alle anderen marktfähigen Wertpapiere, die zum Erwerb von Wertpapieren im Sinne der OGAW-Richtlinie durch Zeichnung oder Austausch berechtigen,

mit Ausnahme der in Art. 21 OGAW-Richtlinie genannten Techniken und Instrumente.

Diese Definition der Wertpapiere ist sehr weit gefasst und würde nach dem Wortlaut grundsätzlich auch strukturierte Finanzprodukte (in Form von Wertpapieren) erfassen. In Nr. 18 der CESR-Ratschläge wird ausgeführt, dass die Definition von „übertragbaren Wertpapieren“ ein legislatives Bestreben andeutet, eine Bandbreite von Anlagemöglichkeiten als „übertragbare Wertpapiere“ zuzulassen. Hingegen wird in Nr. 19 der CESR-Ratschläge klargestellt, dass einige der neuen Finanzprodukte Merkmale aufweisen könnten, die von den „übertragbaren Wertpapieren“ der OGAW I-Richtlinie abweichen könnten. Ferner wird ausgeführt, dass die CESR-Ratschläge diese Entwicklung aufnehmen und klären, ob der Begriff „übertragbare Wertpapiere“ dahingehend auszulegen sei, dass einige dieser neuen Finanzprodukte als zulässige Vermögenswerte für OGAW-Fonds zu betrachten seien, wohingegen andere neue Finanzprodukte als unzulässig anzusehen wären.

Die Definition von Wertpapieren in Art. 1 Abs. 8 OGAW-Richtlinie lehnt sich an den Wortlaut der Definition für Wertpapiere an, der in der Richtlinie 93/22/EWG verwendet wird.³⁰⁹ Eine Argumentation, dass auch der Wertpapierbegriff der Richtlinie 93/22/EWG strukturierte Finanzprodukte umfasse und daher auch die OGAW-Richtlinie entsprechend auszulegen sei, ist nicht überzeugend, denn zum einen stellt der dritte Erwägungsgrund der Produktrichtlinie klar, dass die in der Produktrichtlinie enthaltene Definition von Wertpapieren nur für die OGAW-Richtlinie gilt. Zum anderen verfolgen die OGAW-Richtlinie und die Richtlinie 93/22/EWG unterschiedliche Zwecke. Eine weite Auslegung des Wertpapierbegriff der Richtlinie 93/22/EWG dient dem Anlegerschutz, denn alle mit (strukturierten) Wertpapieren verbundenen Wertpapierdienstleistungen unterfallen somit dem Regime der

³⁰⁹ Vgl. Art. 1 Nr. 4 der Richtlinie 93/22/EWG und S. 35 des Berichts des Europäischen Parlaments vom 1. Februar 2000 zu den Entwürfen der OGAW III-Änderungsrichtlinien (A5-0025/2000).

Richtlinie 93/22/EWG und somit den spezifischen Anlegerschutzvorschriften.³¹⁰ Hingegen gibt die OGAW-Richtlinie Mindeststandards für das Investmentsparen in Investmentfonds vor und eine undifferenzierte Einbeziehung von (strukturierten) Wertpapieren als zulässige Anlagegegenstände für OGAW-Fonds könnte nichtkalkulierbare Risiken mit sich bringen bzw. dazu führen, dass andere Anlagevorschriften, zum Beispiel für Derivate, umgangen werden könnten.

Somit bleibt festzuhalten, dass sich aus der Wertpapierdefinition des Art. 1 Abs. 8 OGAW-Richtlinie nicht ergibt, ob strukturierte Finanzprodukte (mit eingebetteten Derivaten) von dieser Definition mit umfasst sind bzw. ob eine Durchschau auf etwaige Basiswerte vorzunehmen ist.

(2) Wortlaut/ Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 4 OGAW-Richtlinie

Erst durch die Produktrichtlinie wurde in Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 4 der Begriff „in ein Wertpapier oder Geldmarktinstrument eingebettetes Derivat“ in die OGAW-Richtlinie eingeführt. Dadurch wird deutlich, dass dem Richtliniengeber diese Unterkategorie von „übertragbaren Wertpapieren“ bzw. Geldmarktinstrumenten bekannt ist. Nach Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 4 OGAW-Richtlinie muss ein in ein Wertpapier oder Geldmarktinstrument eingebettetes Derivat hinsichtlich der Einhaltung der Vorschriften *dieses* Artikels [Art. 21 OGAW-Richtlinie] mit berücksichtigt werden.

Wie oben auf Seite 94 erörtert, nimmt Art. 21 OGAW-Richtlinie aber an keiner Stelle Bezug auf die für Derivate zulässigen Basiswerte. Daher kann argumentiert werden, dass die Produktrichtlinie das Vorhandensein von „eingebetteten Derivaten“ anerkennt, aber keine (ausdrückliche) Regelung hinsichtlich einer Durchschaupflicht bezüglich der zulässigen Basiswerte enthält.

³¹⁰ Die Richtlinie 93/22/EWG ist durch die MiFID ersetzt worden, vgl. dazu u.a. Art. 69 Satz 1 und den zweiten Erwägungsgrund der MiFID.

(3) Historie/ Art. 24b Abs. 4 Satz 2 des Entwurfs der Produktrichtlinie

Eine Regelung zu eingebetteten Derivaten war in Art. 24b des ersten Entwurf einer Produktrichtlinie, der Vorgängernorm des aktuellen Art. 21 OGAW-Richtlinie, nicht enthalten.³¹¹ Erst in dem von der Kommission vorgelegten geänderten Vorschlag einer Produktrichtlinie ist in Art. 24b Abs. 4 Satz 2 ein Bezug zu eingebetteten Derivaten enthalten.³¹² Der vorgenannte Satz 2 heißt:

„Wenn ein Wertpapier ein Derivat umfasst, so muss letzterem bei der Einhaltung der in diesem Artikel festgelegten Verpflichtungen Rechnung getragen werden.“

Die Verpflichtungen, die in Art. 24b des geänderten Vorschlags einer Produktrichtlinie enthalten waren, besagten insbesondere, dass

- der Wert sämtlicher vom OGAW-Fonds mittels derivativer Finanzgeschäfte eingegangenen Verpflichtungen den Gesamtnettowert des OGAW-Fonds nicht übersteigen darf;
- der Wert sämtlicher vom OGAW-Fonds mittels der Geschäfte mit OTC-Derivaten eingegangenen Verpflichtungen 30 % des Gesamtnettowerts des OGAW-Portfolios nicht übersteigen darf; und
- der Basiswert bei der Berechnung der quantitativen Obergrenzen mit berücksichtigt werden muss, wenn der Basiswert eines derivativen Finanzinstruments aus Instrumenten besteht, für die die OGAW-Richtlinie solche Obergrenzen festlegt.

³¹¹ Vgl. S. C 280/11 des Kommissionsvorschlags für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), KOM(1998) 449 endg. - 98/0243 (COD).

³¹² Vgl. S. 31 des geänderten Vorschlags für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) vom 30. Mai 2000, KOM (2000) 329 endg. - 1998/0243 (COD).

Für ein besseres Verständnis dieser Vorschriften soll noch einmal eine wichtige Eigenschaft von Derivaten in Erinnerung gerufen werden.³¹³ In der Regel findet bei dem Abschluss eines Derivatgeschäftes kein Geldfluss statt. Vielmehr besteht bei Derivatgeschäften in der Regel ein unbegrenztes Verlustrisiko.³¹⁴ Daher war es ein ganz zentrales Anliegen des Richtliniengivers, dass diese derivativen Risiken genau beobachtet und gemessen werden. Insbesondere wollte man eine „Überschuldung“ eines OGAW-Fonds vermeiden. Deshalb dürfen die durch die derivativen Finanzgeschäfte eingegangenen Verpflichtungen den Gesamtnettowert des OGAW-Fonds nicht übersteigen. Ein „OGAW-Derivatefonds“ könnte zum Beispiel sein Geld in Staatsanleihen investieren und Derivatgeschäfte abschließen. Die maximalen Verbindlichkeiten der Derivatgeschäfte wären dann durch den Wert der Staatsanleihen begrenzt.

Neben dieser Begrenzung der derivativen Verpflichtungen könnten durch Derivatgeschäfte auch quantitative Anlagegrenzen leicht umgangen werden. Wenn zum Beispiel eine bestehende 5 %-Grenze für einen Emittenten ausgeschöpft ist, könnte ein OGAW-Fonds noch Future-/Forward- oder auch Optionsgeschäfte mit einer Gegenpartei abschließen, die sich auf die Lieferung von Aktien dieses bestimmten Emittenten beziehen. Dadurch würde eine Risikokumulierung eintreten, die gerade durch in der OGAW-Richtlinie vorgesehenen quantitativen Anlagegrenzen vermieden werden soll.

Durch diese „Verpflichtungen“ wird der Sinn und Zweck des Art. 24b Abs. 4 Satz 2 des geänderten Vorschlags der Produktrichtlinie deutlich. Es sollte vermieden werden, dass diese Vorschriften für Derivate durch eingebettete Derivate umgangen werden.

Der geänderte Vorschlag der Produktrichtlinie enthält selbst keine Erläuterungen zu „eingebetteten Derivaten“. Auf Seite 7 wird aber zum Art. 24b insgesamt ausgeführt, dass bestimmte Derivatepositionen mehr als Verbind-

³¹³ Vgl. dazu auch die Ausführungen auf den Seiten 12 ff. oben.

³¹⁴ Eine Ausnahme besteht bei Optionsgeschäften für den Optionsinhaber, der maximal den für den Erwerb der Option entrichteten Betrag verlieren kann.

lichkeiten als Anlagen angesehen werden könnten. Im Sinne der OGAW-Richtlinie sei letztendlich das mit diesen Positionen verbundene Risiko ausschlaggebend. Etwas ausführlicher geht die Kommission auf Seite 5 in ihrer Mitteilung an das Europäische Parlament (SEK/2001/1003 endg. - COD/1998/0243) auf eingebettete Derivate ein. Sie führt dazu Folgendes aus:

“Darüber hinaus hatte die Kommission in ihrem Text eine wichtige – vom Rat übernommene – Präzisierung vorgenommen, die darauf abzielt, alle derivatspezifischen Risiken abzudecken, selbst wenn diese nicht aus den Buchungen hervorgehen: so wird ausdrücklich gefordert, die in Wertpapiere integrierten Derivate in die Risikoberechnung einzubeziehen. Dies ist für die Begrenzung der Risiken, die die immer komplexeren modernen Verwaltungstechniken zwangsläufig mit sich bringen, von grundlegender Bedeutung und geht ebenfalls in die Richtung der Änderungen des Europäischen Parlaments, das eine umfassende Begrenzung dieser Risiken gefordert hatte.“

Allen diesen Erläuterungen ist gemeinsam, dass es dem Richtliniengeber bei eingebetteten Derivaten in erster Linie um die o.g. Risikobegrenzungen ging, aber nicht um eine Begrenzung des Exposures zu bestimmten Vermögenswerten.

(4) Historie/ Art. 24b Abs. 1 des Entwurfs der Produktrichtlinie

Art. 24b Abs. 1 des geänderten Vorschlags der Produktrichtlinie nahm ausdrücklich Bezug auf die zulässigen Derivate und damit auch auf die zulässigen Basiswerte. Es könnte argumentiert werden, dass die von eingebetteten Derivaten einzuhaltenden „Verpflichtungen“ sich damit auch auf die zulässigen Basiswerte für Derivate bezog. Durch diese Nennung der zulässigen Derivate in Art. 24b Abs. 1 des geänderten Vorschlags der Produktrichtlinie könnte eine Durchschaupflicht auch für eingebettete Derivate gesehen werden. Letztlich ist der Regelungsgehalt des Art. 24b des geänderten Vorschlags der Produktrichtlinie in Art. 21 OGAW-Richtlinie übernommen worden. Der Bezug auf die zulässigen Derivate ist aber in Art. 21 OGAW-

Richtlinie *nicht* übernommen worden. Dadurch kommt der Bezugnahme in Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 4 OGAW-Richtlinie auf die Einhaltung der Vorschriften *dieses* Artikels [Art. 21] besondere Bedeutung zu, da die zulässigen Basiswerte für Derivate in Art. 19 Abs. 1 Buchst. g) erster Spiegelstrich OGAW-Richtlinie aufgeführt werden.

Es scheint nicht überzeugend aus *diesem* Umstand abzuleiten, dass sich der Richtliniengeber bewusst gegen eine Durchschaupflicht (betreffend die zulässigen Basiswerte bei strukturierten Finanzprodukten mit eingebetteten Derivaten) entschieden hat oder es sich bei dem fehlenden Bezug auf die zulässigen Derivate um ein redaktionelles Versehen handelt, denn es erscheint zweifelhaft, dass sich die o.g. „Verpflichtungen“ auf die Einhaltung der Vorschriften für die zulässigen Basiswerte bezog. Daher lässt sich aus dieser historischen Betrachtung weder ein stichhaltiges Argument für noch gegen die Annahme einer Durchschaupflicht gewinnen.

(5) Art. 21 Abs. 2 Unterabsatz 1 Satz 2 OGAW-Richtlinie

Art. 21 Abs. 2 OGAW-Richtlinie bezieht sich auf „Techniken und Instrumente“ hinsichtlich eines effektiven Portfoliomanagement. Mit dem Begriff „Instrumente“ sind insbesondere Derivate zu Absicherungszwecken gemeint. Art. 21 Abs. 2 Unterabsatz 1 Satz 2 OGAW-Richtlinie regelt, dass sich Bedingungen und Grenzen von Derivatgeschäften in Einklang mit den *Bestimmungen dieser Richtlinie* befinden müssen. Damit nimmt der Richtliniengeber für diese Derivate, die zur effizienten Portfolioverwaltung eingesetzt werden, explizit Bezug auf *alle* Bestimmungen der OGAW-Richtlinie und damit auch auf Art. 19 Abs. 1 Buchst. g) erster Spiegelstrich OGAW-Richtlinie.

Folglich regelt Art. 21 OGAW-Richtlinie, dass auf eingebettete Derivate, nur die Vorschriften des Art. 21 OGAW-Richtlinie Anwendung finden sollen, wohingegen alle Bestimmungen der OGAW-Richtlinie für Derivate gelten, die zur effizienten Portfolioverwaltung eingesetzt werden.

(6) 13. Erwägungsgrund der Produktrichtlinie

Wie auf den Seiten 100 f. oben erwähnt, führt CESR den 13. Erwägungsgrund der Produktrichtlinie als Argument für eine Durchschaupflicht betreffend die zulässigen Basiswerte für eingebettete Derivate an. Nach Satz 1 des 13. Erwägungsgrundes der Produktrichtlinie dürfen Derivate-Geschäfte niemals dazu verwendet werden, die Grundsätze und Bestimmungen der Produktrichtlinie zu umgehen.

Es erscheint zweifelhaft, ob der 13. Erwägungsgrund sich auch auf eingebettete Derivate und ihre zulässigen Basiswerte bezieht. Zunächst kann argumentiert werden, dass der 13. Erwägungsgrund nicht explizit „eingebettete Derivate“ erwähnt. Dieser Sichtweise könnte aber entgegen gehalten werden, dass es sich auch bei „eingebetteten Derivaten“ um Derivate handeln würde.

Der Aussagegehalt des 13. Erwägungsgrundes scheint sich insbesondere auf Risikostreuungsregeln zu beziehen. Satz 2 des 13. Erwägungsgrundes nimmt Bezug auf Risikostreuungsregeln für „Freiverkehrsderivate“, also OTC-Derivate. Auch Satz 2 des Entwurfes des 12. Erwägungsgrundes des geänderten Vorschlags einer Produktrichtlinie, der Vorgängernorm des aktuellen 13. Erwägungsgrundes der Produktrichtlinie, bezieht sich auf die Risikostreuung.³¹⁵ Dieser Satz 2 lautet:

„Vor allem im Hinblick auf die Gewährleistung der Risikostreuung müssen die Derivate Begrenzungen unterworfen werden, die sich nach den Basiswerten richten.“

Dadurch wird deutlich, dass die „Grundsätze und Bestimmungen“, die in Satz 1 des 13. Erwägungsgrundes angesprochen werden, sich insbesondere auf die o.g. quantitativen Obergrenzen beziehen.

³¹⁵ Vgl. S. 305 der Gegenüberstellung des ursprünglichen und geänderten Vorschlags der Produktrichtlinie, Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften C 331 E/ S. 302 ff., 31. Oktober 2000.

Letztlich muss jedoch zugegeben werden, dass es kein eindeutiges Argument gibt, dass gegen die Einbeziehung von eingebetteten Derivaten und der zulässigen Basiswerte in den 13. Erwägungsgrund der Produktrichtlinie spricht.

(7) Zwischenergebnis

Daber bleibt festzuhalten, dass die Durchschaupflicht betreffend die Basiswerte in keinem Artikel der Produktrichtlinie ausdrücklich zur Sprache kommt.

cc) Ergebnis

Als Ergebnis ist festzuhalten, dass die besseren Argumente dafür sprechen, dass eine Durchschaupflicht betreffend die Basiswerte bei strukturierten Finanzprodukten mit eingebetteten Derivaten nicht in der OGAW-Richtlinie angelegt ist. Einer Durchschaupflicht kommt hinsichtlich strukturierter Finanzprodukte eine erhebliche Bedeutung zu. Daher sprechen gute Argumente dafür, dass der Richtliniengeber eine solche Verpflichtung zumindest in der Produktrichtlinie ausdrücklich geregelt hätte, wenn er sie denn gewollt hätte. Ein Verweis in Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 4 OGAW-Richtlinie auf die zulässigen Basiswerte für Derivate, die in Art. 19 Abs. 1 Buchst. g) OGAW-DRL aufgeführt werden, hätte dafür ausgereicht. Somit erscheint die Auslegung von CESR hinsichtlich der Durchschaupflicht auf die Basiswerte eines strukturierten Finanzproduktes mit eingebetteten Derivaten, die auf Seite 11 in Nr. 23 der CESR-Richtlinie zum Ausdruck kommt, nicht überzeugend zu sein. Vielmehr scheint die OGAW-Richtlinie im Bereich der (strukturierten) Wertpapiere *a priori* kein Exposure gegenüber einem bestimmten Vermögenswert ausschließen zu wollen.

b) Rechtsdogmatische Betrachtung

Rechtsdogmatisch scheint eine fehlende Durchschaupflicht betreffend der Basiswerte bei strukturierten Finanzprodukten mit eingebetteten Derivaten nicht überzeugend zu sein. Insbesondere bei einem Vergleich zwischen eingebetteten Derivaten und Derivaten wird deutlich, dass eine „Umgehungsgefahr“ evident ist. Allerdings darf bei solch einer Betrachtung nicht außer

Acht gelassen werden, dass auch im Falle der Bestätigung einer Durchschaupflicht kein rechtsdogmatisch befriedigendes Ergebnis erreicht wird, denn auch mittels anderer zulässiger OGAW-Vermögenswerte kann ein Exposure zu nicht-zulässigen Vermögenswerten geschaffen werden.

Wie auf den Seiten 69 f. oben erwähnt, kann sich ein Finanzindex, auf den sich Derivate beziehen, aus nicht-zulässigen Vermögenswerten zusammensetzen. Zudem spielt es grundsätzlich keine Rolle, in welche Vermögenswerte ein geschlossener Fonds, der die Voraussetzungen der OGAW-DRL einhält, investiert.³¹⁶ Damit gibt es Möglichkeiten, gezielt ein Exposure zu nicht-zulässigen Vermögenswerten im Rahmen der OGAW-Richtlinie zu schaffen.

Zudem ist durch die CESR-Ratschläge klargestellt worden, dass die Aktivitäten eines Emittenten von übertragbaren Wertpapieren keine Rolle hinsichtlich der Erwerbbarkeit der übertragbaren Wertpapiere spielt. Daher könnten grundsätzlich SPVs gegründet werden, deren einziger Zweck darin besteht, ein bestimmtes Exposure, zum Beispiel zu Öl oder Gold, für einen OGAW-Fonds zu schaffen. Eine Durchschaupflicht bei strukturierten Finanzprodukten mit eingebetteten Derivaten könnte auf diese Weise leicht umgangen werden.

Dadurch wird deutlich, dass eine Durchschaupflicht bei strukturierten Finanzprodukten mit eingebetteten Derivaten im Verhältnis zu diesen für OGAW-Fonds zulässigen Vermögenswerten (SPV-Konstruktionen, geschlossene Fonds, Derivate auf Finanzindizes) rechtsdogmatisch nicht überzeugen kann.

Damit bleibt abschließend festzuhalten, dass es auf die Frage, ob hinsichtlich strukturierter Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten eine Durchschau vorzunehmen ist, keine rechtsdogmatisch überzeugende Antwort im Rahmen der bestehenden Vorgaben der OGAW-Richtlinie gibt. Etwaige Lösungsmöglichkeiten zur Schaffung einer in sich schlüssigen Regelung

³¹⁶ Vgl. die Ausführungen auf den Seiten 70 ff. oben.

hinsichtlich der Durchschaupflicht bzw. der für OGAW-Fonds zulässigen Vermögenswerte werden in Kapitel 6 erörtert.

c) Durchschaupflicht und geschlossene Fonds/ Geldmarktinstrumente

CESR erklärt, dass eine Durchschaupflicht *in aller Regel* nicht bei geschlossenen Fonds eingreife. CESR nimmt Bezug auf diskretionäre Mandate bei der Verwaltung von geschlossenen Fonds und auf vordefinierte Rückzahlungsprofile bei strukturierten Finanzprodukten.

Diese Ausführungen von CESR zur Durchschaupflicht und geschlossenen Fonds widersprechen einer anderen Ausführung von CESR, gemäß der die Aktivitäten eines Emittenten von übertragbaren Wertpapieren hinsichtlich einer etwaigen Durchschaupflicht unbeachtlich seien. Es mag sein, dass viele, vielleicht sogar die ganz überwiegende Zahl von geschlossenen Fonds aufgrund eines diskretionären Mandats, d.h. also mit Entscheidungsbefugnis, verwaltet werden, jedoch wird es auch geschlossene Fonds geben, die aufgrund genau vorgegebener Marktparameter weitestgehend ohne Entscheidungsbefugnis des Fondsmanagers verwaltet werden. Daher ist es nicht auszuschließen, dass es in der Praxis in diesem Bereich im Zusammenhang mit der Erwerbbarkeitsprüfung von Anteilen an geschlossenen Fonds und einer etwaigen Durchschaupflicht zu Rechtsunsicherheiten kommen kann.

Auch die Ausführungen von CESR zu Geldmarktinstrumenten mit einem Exposure zu Edelmetallen sind zu kritisieren. Nach Auffassung von CESR können solche Finanzprodukte nicht für Rechnung eines OGAW-Fonds erworben werden. CESR leitet dieses Verbot aus Art. 19 Abs. 2 Buchst. d) OGAW-Richtlinie ab. Danach darf ein OGAW-Fonds nicht in Edelmetalle oder „Zertifikate über Edelmetalle“ investieren.

Zunächst überrascht es, dass CESR das Verbot des Art. 19 Abs. 2 Buchst. d) OGAW-Richtlinie ausdrücklich nur auf Geldmarktinstrumente bezogen hat, da Art. 19 Abs. 2 Buchst. d) OGAW-Richtlinie in dem Mandat der Kommission sowohl in Bezug auf Wertpapiere als auch auf Geldmarktinstrumente

mente erwähnt worden ist.³¹⁷ Letztlich kann eine entsprechende Anwendung dieses Verbotes auf Wertpapiere aber dahingestellt bleiben, denn gute Gründe sprechen dafür, dass Art. 19 Abs. 2 Buchst. d) OGAW-Richtlinie nur das physische Halten von Edelmetallen verbietet.

Auf Seite 47 in Rn. 93 des Vandamme-Reports, der auch als inoffizielle Kommentierung der OGAW I-Richtlinie gilt,³¹⁸ sind die folgenden Ausführungen zu Gold bzw. „Zertifikaten über Gold“, enthalten:

„During the preparatory deliberations, it was learnt that the assets other than transferable securities held by some UCITS exceptionally included gold or certificates representing gold. Since this is incompatible with the definition of a UCITS, the Directive includes a provision, superfluous though it may appear, to the effect that a UCITS may not acquire either precious metals or certificates representing them.”

Daraus lässt sich schließen, dass die OGAW-Richtlinie nicht grundsätzlich ein Exposure zu Edelmetallen vermeiden wollte, sondern nur das physische Halten von Edelmetallen. Der Begriff der *„certificates representing gold“* ist dabei als Hinterlegungs-/ Aufbewahrungszertifikate zu verstehen bzw. als eine Form von Papierwährung, wobei allen Papieren gemeinsam ist, dass der Inhaber einen Anspruch auf Lieferung von Gold hat(te).³¹⁹ Diese Papiere sind jedoch nur bedingt vergleichbar mit Wertpapieren. Dies kommt im Vandamme-Report auch dadurch zum Ausdruck, dass diese Papiere „inkompatibel“ mit der Definition eines *UCITS* seien, also insbesondere mit dem Begriff *„transferable securities“*.

³¹⁷ Vgl. Abschnitte 3.1.1. und 3.2.1. des CESR-Mandats, abrufbar unter www.cesr-eu.org (*Consultation/29 November 2004, Details/28 October 2004, Formal Mandate, View*).

³¹⁸ Herr Vandamme war seit der im Jahre 1973 erfolgten Gründung der Abteilung *„Stock Exchanges and Securities Marktes“* des *„Directorate for Financial Institutions and Company Law“* der Kommission deren Leiter. Er beschäftigte sich von Anfang an mit den Diskussionen und Verhandlungen betreffend die OGAW I-Richtlinie bis zum Zeitpunkt ihrer Annahme am 31. Dezember 1985.

³¹⁹ Vgl. dazu die Ausführungen in dem Anhang der Stellungnahme der Gold Bullion Securities Limited vom 21. November 2005 im Rahmen der zweiten Konsultationsrunde, abrufbar unter www.cesr-eu.org (*Consultations/ 21 November 2005/ View Responses*).

Soweit allerdings übertragbare Wertpapiere/Geldmarktinstrumente gegeben sind, sollte selbst das Recht des Schuldtitelinhabers (Investmentgesellschaft) auf physische Lieferung von Edelmetallen unschädlich sein (die Investmentgesellschaft muss es ja nicht ausüben), solange nicht der Emittent auch das Recht auf physische Belieferung an die Investmentgesellschaft hat. Dadurch wäre gewährleistet, dass die Investmentgesellschaft die Einhaltung des Verbots des Art. 19 Abs. 2 Buchst. d) OGAW-Richtlinie sicherstellen kann.

V. Vorgaben für die Identifizierung von eingebetteten Derivaten

Wie auf den Seiten 83 und 88 ff. oben diskutiert, stuft Art. 10 OGAW-DRL strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten als eine Unterkategorie von Wertpapieren im Sinne des Art. 1 Abs. 8 OGAW-Richtlinie ein. Hinsichtlich der Einhaltung der allgemeinen Wertpapierkriterien des Art. 2 Abs. 1 OGAW-DRL wird auf die Ausführungen auf den Seiten 74 ff. oben verwiesen.

Art. 10 OGAW-DRL gibt ferner Kriterien für die Identifizierung von eingebetteten Derivaten vor. Diese Kriterien orientieren sich an den §§ 10 und 11 IAS 39. Die Heranziehung dieser IAS-Regelungen ist von Marktteilnehmern während der beiden CESR-Konsultationsrunden stark kritisiert worden.³²⁰ Die von Marktteilnehmern alternativ vorgeschlagenen Modelle werden auf den Seiten 151 ff. unten diskutiert.

1. IAS-Regelungen als Orientierungsmaßstab

a) Einleitung

Das Bedürfnis nach internationaler Vergleichbarkeit der Rechnungslegung ist früh erkannt worden. Bereits im Jahr 1973 wurde das IASC als privatrechtlicher Verein nationaler Verbände von Rechnungslegern und Wirt-

³²⁰ Vgl. zum Beispiel S. 10 der EFAMA-Stellungnahme, S. 14 der Stellungnahme der *Dublin Funds Industry Association* und S. 17 der ALFI-Stellungnahme im Rahmen der ersten Konsultationsrunde, abrufbar unter www.cesr-eu.org (*Consultation/ 10 June 2005/ View Responses*).

schaftsprüfern gegründet.³²¹ Die vom IASC verabschiedeten Standards werden IAS genannt.³²²

Eine Vergleichbarkeit der Abschlüsse von kapitalmarktorientierten Unternehmen dient auch der Vollendung eines europäischen Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen.³²³ Im Jahr 2000 entschloss sich die Europäische Union bei der Fortentwicklung von Rechnungslegungsvorschriften mit dem IASC zusammenzuarbeiten.

Im Jahr 2001 erfolgte eine Umstrukturierung des IASC und die Umbenennung in *International Accounting Standards Board*, auch IASB genannt.³²⁴ Sämtliche bis dahin vom IASC verabschiedete IAS haben zunächst ihre Gültigkeit behalten und werden nach und nach modifiziert oder vom IASB durch neue Standards ersetzt. Die neuen, vom IASB entwickelten Rechnungslegungsstandards heißen IFRS.³²⁵

Das europäische Parlament und der europäische Rat haben mit der IAS-Verordnung die Einführung der IAS/IFRS in das Recht der Europäischen Union für Konzernabschlüsse börsennotierter Unternehmen ab 2005 vorgeschrieben.³²⁶ Die IAS-Verordnung sieht einen sog. *Endorsement*-Prozess vor, damit die vom IASC/IASB verabschiedeten Standards gesetzliche Wirkung in der Europäischen Union entfalten. Nach Art. 3 IAS-Verordnung steht der Kommission ein begrenztes Prüfungsrecht zu, bevor die Standards im EU-Amtsblatt veröffentlicht werden. Die Kommission prüft, ob der jeweilige IAS/IFRS

- ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Unternehmen vermittelt;
- nicht europäischen öffentlichen Interessen entgegensteht; und

³²¹ Vgl. dazu Bohl in Bohl/Riese/Schlüter, Beck'sches IFRS-Handbuch, Kommentierung der IAS/IFRS, § 1, Rn. 1.

³²² Vgl. den siebten Erwägungsgrund der IAS-Verordnung.

³²³ Vgl. den ersten Erwägungsgrund der IAS-Verordnung.

³²⁴ Vgl. den siebten Erwägungsgrund der IAS-Verordnung.

³²⁵ Vgl. den siebten Erwägungsgrund der IAS-Verordnung.

³²⁶ Vgl. Bohl in Bohl/Riese/Schlüter, Beck'sches IFRS-Handbuch, Kommentierung der IAS/IFRS, § 1, Rn. 13.

- verständlich, für die Benutzer relevant und verlässlich ist und mit früheren Abschlüssen des gleichen Unternehmens und mit denjenigen anderer Unternehmen vergleichbar ist, um den Benutzern für ihre wirtschaftlichen Entscheidungen zu dienen und ihnen ermöglicht, die Leistungen der Unternehmensleitung zu beurteilen.³²⁷

b) IAS 39

IAS 39, der als einer der komplexesten Rechnungslegungsstandards bezeichnet wird,³²⁸ entfaltet durch die IAS 39-Verordnung unmittelbare Geltung in den Mitgliedstaaten. IAS 39 ist als Anhang in der IAS 39-Verordnung enthalten.

IAS 39 beschäftigt sich mit dem Ansatz und der Bewertung von Finanzinstrumenten.³²⁹ Die Abspaltung eingebetteter Derivate soll sicherstellen, dass die vollständige Derivatebilanzierung nicht durch die Einbettung in andere Verträge unterlaufen werden kann. Dies wäre insbesondere dann der Fall, wenn der Basisvertrag an sich kein Finanzinstrument im Sinne von IAS 39 ist.³³⁰

Die Anwendung der IAS 39-Vorschriften zu eingebetteten Derivaten erfolgt im Investmentrecht zu völlig anderen Zwecken. Die OGAW-Richtlinie selbst (Art. 38) bzw. nationale Gesetze wie das InvG enthalten Vorschriften für die Bewertung von für OGAW-Fonds zulässigen Vermögenswerten.³³¹ Daher werden die IAS 39-Vorschriften nicht für die Bewertung von Finanz-

³²⁷ Die Kommission konsultiert vor Übernahme eines Rechnungslegungsstandards die Mitgliedstaaten im Regelungsausschuss für Rechnungslegung, das Europäische Parlament und die Europäische Beratergruppe für Rechnungslegung.

³²⁸ Vgl. Lüdenbach, Geplante Neuerungen bei Bilanzierung und Ausweis von Finanzinstrumenten nach IAS 32 und IAS 39, BB 2002, 2113 (2113); Kropp/Klotzbach, Der Exposure Draft zu IAS 39 „Financial Instruments“ - Darstellung und kritische Würdigung der geplanten Änderungen des IAS 39, WPg 2002, 1010 (1010).

³²⁹ Vgl. Art. 1 Abs. 1 IAS 39 - Verordnung und § 1 Satz 1 IAS 39.

³³⁰ Roese, Neubeurteilung eingebetteter derivativer Finanzinstrumente - IFRIC D15: Reassessment of Embedded Derivatives, WPg 2005, 656 (656).

³³¹ Vgl. § 36 InvG.

instrumenten herangezogen.³³² Vielmehr erfolgt, wie auf Seite 91 oben dargestellt, eine Identifizierung von eingebetteten Derivaten nach Art. 21 OGAW-Richtlinie zu dem Zweck, das derivative Gesamtrisiko zu messen und etwaige quantitative Anlagegrenzen zu berechnen. Zudem wird der auf den IAS 39-Vorschriften basierende Art. 10 OGAW-DRL aber auch zu dem Zweck herangezogen zu bestimmen, ob ein strukturiertes Finanzprodukt überhaupt für einen OGAW-Fonds erworben werden kann. Dadurch wird deutlich, dass in diesem Fall ein „Alles-oder-nichts-Prinzip“ durch Vorschriften angewendet wird, denen in der Rechnungslegung eine solche völlige „Ausschlussfunktion“ fremd ist.

CESR und der Kommission war diese unterschiedliche Zielsetzung bewusst.³³³ Daher wird auf Seite 10 der zweiten *Background Note* zu Art. 10 OGAW-DRL ausgeführt, dass die unterschiedliche Zielsetzung der Grund gewesen sei, warum die Kriterien für die Identifizierung von eingebetteten Derivaten der OGAW-DRL nicht einfach die IAS-Regelungen wiedergeben würden, sondern als Quelle für die Entwicklung von benutzerangepassten („*tailor-made*“) Kriterien unter Berücksichtigung von Bedürfnissen der OGAW-Regelungen herangezogen worden seien.

Aufgrund dieser unterschiedlichen Zielsetzungen ist auch festzuhalten, dass die umfangreichen IAS-Auslegungsvorschriften zu eingebetteten Derivaten (§§ 10 und 11 IAS 39) nur nach genauer „Sinn und Zweck-Analyse“ zur Klärung von Zweifelsfällen im Rahmen des Art. 10 OGAW-DRL herangezogen werden dürfen. Zu diesen Auslegungsvorschriften gehören u.a. die Anleitungen zur Anwendung („*Application Guidance*“ IAS 39), die als Anhang A Bestandteil des IAS 39 sind,³³⁴ und die Interpretationen des *International Financial Reporting Interpretations Committees*.³³⁵

³³² Eine Ausnahme bildet die Bewertung von OTC-Derivaten, vgl. hierzu Rn. 172, S. 57 der CESR-Ratschläge und S. 30 des CESR *Feedback Statements*.

³³³ Vgl. S. 40, Nrn. 123 und 124 der CESR-Ratschläge und S. 10 der zweiten *Background Note*.

³³⁴ Vgl. S. L 363/30 ff. der IAS 39-Verordnung, insbs. S. L 363/34 und 35 der IAS 39-Verordnung zu eingebetteten Derivaten.

³³⁵ Vgl. u.a. Interpretation 9 des *International Financial Reporting Interpretations Committees* zur Neubeurteilung eingebetteter Derivate, ab-

2. Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL

Art. 10 Abs. 1 Buchst. a) - c) OGAW-DRL gibt die Kriterien für die Identifizierung von eingebetteten Derivaten vor. Soweit diese Kriterien *kumulativ* erfüllt sind, ist ein eingebettetes Derivat gegeben. Das Erfordernis der kumulativen Erfüllung wird zwar nicht durch das Wort „und“ nach dem zweiten Kriterium in Art. 10 Abs. 1 Buchst. b) OGAW-DRL hervorgehoben, jedoch spricht Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL von „einer Komponente, die die folgenden Kriterien erfüllt“ und nicht von „einer Komponente, die *eines* der folgenden Kriterien erfüllt“.

a) Veränderung der Cashflows

Art. 10 Abs. 1 Buchst. a) OGAW-DRL enthält das erste Kriterium für die Identifizierung eines eingebetteten Derivats. Danach muss die identifizierte Komponente das folgende Kriterium erfüllen:

„Kraft der Komponente können einige oder alle Cashflows, die bei dem als Basisvertrag fungierenden Wertpapier anderenfalls erforderlich wären, nach einem spezifischen Zinssatz, Finanzinstrumentenpreis, Wechselkurs, Preis- oder Kursindex, Kreditrating oder Kreditindex oder einer sonstigen Variablen verändert werden und variieren daher in ähnlicher Weise wie ein eigenständiges Derivat.“

aa) Vergleich mit § 10 Sätze 1 und 2 IAS 39

Dieses Kriterium ist als das wesentliche Charaktermerkmal eines (eingebetteten) Derivats zu beurteilen und stellt damit das zentrale Element für die Identifizierung eines eingebetteten Derivats dar. Dieses Merkmal stimmt auch mit dem in § 10 Sätze 1 und 2 IAS 39 benutzten Kriterium für die Identifizierung von eingebetteten Derivaten überein. § 10 Sätze 1 und 2 IAS 39 lauten:

„Ein eingebettetes Derivat ist Bestandteil eines strukturierten (zusammengesetzten) Finanzinstruments, das auch einen nicht derivativen Basisvertrag enthält, mit dem Ergebnis, dass ein Teil der Cashflows des zusammengesetzten Finanzinstruments ähnlichen Schwankungen ausgesetzt ist wie ein freistehendes Derivat. Ein eingebettetes Derivat verändert einen Teil oder alle Cashflows aus einem Kontrakt in Abhängigkeit von einem bestimmten Zinssatz, Preis eines Finanzinstruments, Rohstoffpreis, Wechselkurs, Preis- oder Kursindex, Bonitätsrating oder –index oder einer anderen Variablen.“

Daher ist die Benutzung dieses Kriterium für die Identifizierung von eingebetteten Derivaten uneingeschränkt zu begrüßen.

bb) Rohstoffpreise

In Art. 10 Abs. 1 Buchst. a) OGAW-DRL werden Rohstoffpreise nicht als zulässige Basiswerte erwähnt. Hingegen sind Rohstoffpreise als zulässige Basiswerte in § 10 Satz 2 IAS 39 enthalten. Weder CESR noch die Kommission haben diese „Auslassung“ in Art. 10 Abs. 1 Buchst. a) OGAW-DRL kommentiert.

Die Auslassung von Rohstoffpreisen könnte als Indiz dafür gewertet werden, dass Rohstoffpreise keine zulässigen Basiswerte für strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten sind. Letztlich ist solch eine Auslegung aber nicht überzeugend, da Art. 10 Abs. 1 Buchst. a) OGAW-DRL (wie § 10 Satz 2 IAS 39) mit dem Begriff „oder einer sonstigen Variablen“ eine Öffnungsklausel für Basiswerte enthält, die auch Rohstoffpreise umfassen sollte.

cc) Variation wie ein eigenständiges Derivat

Art. 10 Abs. 1 Buchst. a) OGAW-DRL endet mit dem Satzteil „und variieren daher in ähnlicher Weise wie ein eigenständiges Derivat.“ Es ist nicht ersichtlich, dass diesem Satzteil eine eigenständige Funktion zukommt.

In Art. 10 Abs. 1 Buchst. a) OGAW-DRL sind Elemente des § 10 Sätze 1 und 2 IAS 39 zusammengefügt worden. Dem in § 10 Satz 1 IAS 39 verwen-

deten Satzteil „...ähnlichen Schwankungen ausgesetzt ist wie ein freistehendes Derivat“ könnte man als einen Verweis auf § 9 Satz 1 Buchst. a) IAS 39 verstehen. In § 9 Satz 1 IAS 39 wird der Begriff „Derivat“ definiert. In § 9 Satz 1 Buchst. a) IAS 39 ist ein Merkmal eines Derivats, dass sein Wert sich infolge eines bestimmten Zinssatzes, Preises eines Finanzinstruments, Rohstoffpreises, Wechselkurses, Preis- oder Zinsindizes, Bonitätsratings oder Kreditindizes oder einer ähnlichen Variablen verändert.

Folglich sprechen gute Gründe dafür, dass der Satzteil „und variieren daher in ähnlicher Weise wie ein eigenständiges Derivat“ lediglich eine Bezugnahme auf die vergleichbaren Wertänderungen eines eigenständigen Derivats darstellt.

dd) Art der zulässigen Basisverträge

In Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL wird der Begriff „Wertpapier, in das ein Derivat eingebettet ist“ verwendet.³³⁶ Art. 10 Abs. 2 OGAW-DRL erweitert den Kreis der möglichen Basisverträge³³⁷ im Rahmen der OGAW-DRL um Geldmarktinstrumente.

Im Nachfolgenden werden einzelne Fallgestaltungen hinsichtlich der zulässigen Basisverträge, die in Art. 10 Abs. 1 und 2 OGAW-DRL erwähnt sind, erörtert.

(1) Derivative Basisverträge

Art. 10 Abs. 1 und 2 OGAW-DRL sieht als zulässige Basisverträge nur Wertpapiere und Geldmarktinstrumente vor. Derivative Basisverträge sind daher ausgeschlossen. Dieser Ausschluss deckt sich auch mit § 10 Satz 1 IAS 39, der den Begriff des „nicht derivativen Basisvertrages“ verwendet.

³³⁶ Auf Seite 30 des ersten CESR-Konsultationspapiers wird noch der den IAS-Regelungen entlehnte Begriff des „*non-derivative host contract*“ benutzt.

³³⁷ Der Begriff „Basisvertrag“ wird nachfolgend nicht im rechtstechnischen Sinne verwendet, sondern im Sinne der §§ 10, 11 IAS 39 (als Übersetzung des Begriffs „*host contract*“).

Damit richtet sich die Zulässigkeit eines Erwerbs von „strukturierten Derivaten“, wie Swaptions, im Investmentrecht nicht nach Art. 10 OGAW-DRL. Vielmehr ist gemäß Art. 19 Abs. 1 Buchst. g) OGAW-Richtlinie jede Art von Derivaten zulässig und es wird lediglich eine Begrenzung hinsichtlich der zulässigen Basiswerte vorgenommen.³³⁸

Zudem erhält der Ausschluss von derivativen Basisverträgen praktische Relevanz, wenn man sich das allgemeine Wertpapiermerkmal des Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. a) OGAW-DRL (Verlustbegrenzung auf den Kaufpreis) und die damit beabsichtigte Abgrenzung zwischen Wertpapieren und Derivaten vergegenwärtigt. Wie auf Seite 84 oben erwähnt, wäre ein Finanzinstrument, bei dem das eingebettete Derivat zu einem Verlust führen kann, das den für das Finanzinstrument aufgewendeten Kaufpreis übersteigt, nach Ansicht von CESR und der Kommission wohl nicht als Wertpapier, sondern als Derivat zu qualifizieren. Diese Einstufung würde auch dazu führen, dass Art. 10 OGAW-DRL keine Anwendung mehr finden würde, da kein für Art. 10 OGAW-DRL zulässiger Basisvertrag gegeben wäre.

Eine solche Einstufung als Derivat hätte zur Folge, dass das betreffende „Derivat mit Sicherheitsleistung“ dann die zulässigen Basiswerte des Art. 19 Abs. 1 Buchst. g) OGAW-Richtlinie einhalten müsste. Hingegen wäre die Zulässigkeit eines Basiswertes im Falle eines strukturierten Finanzproduktes irrelevant (soweit man eine solche Durchschaupflicht ablehnt). Daher könnte ein minimales potenzielles Verlustrisiko (das über den Kaufpreis hinaus geht) über die Erwerbbarkeit des strukturierten Finanzinstruments entscheiden.

Eine solche Auslegung kann im Ergebnis nicht überzeugen. Vielmehr sollte in diesem Fall von einer formalen Betrachtung nicht abgewichen werden

³³⁸ In Deutschland richtet sich die zulässige Art der Derivate (für richtlinienkonforme Sondervermögen) auch nach der Anwendung des sog. einfachen oder qualifizierten Ansatzes zur Ermittlung der Auslastung der nach § 51 Abs. 2 InvG festgesetzten Marktrisikogrenze. Im Falle des einfachen Ansatzes ist nur die Verwendung von *plain-vanilla* Derivaten zulässig, vgl. dazu den in § 6 Abs. 2 aufgeführten Katalog zulässiger Derivate. Die beiden Ansätze gehen zurück auf die Empfehlung 2004/383/EG.

und ein in Wertpapierform emittiertes Finanzprodukt stets Art. 10 OGAW-DRL unterfallen, auch wenn das eingebettete Derivat zu einem Verlust führen kann, der den gezahlten Kaufpreis übersteigt. Es sprechen jedoch gute Gründe dafür, dass eine solche Vorgehensweise einer vorherige Änderung des Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. a) OGAW-DRL (Verlustbegrenzung auf den Kaufpreis) bedarf.

(2) Offene Investmentfonds

Die OGAW-Richtlinie differenziert zwischen Wertpapieren (Art. 19 Abs. 1 Buchst. a) - d), Abs. 2 Buchst. a) OGAW-Richtlinie) und Anteilen an offenen Investmentfonds (Art. 19 Abs. 1 Buchst. e) in Verbindung mit Art. 1 Abs. 2 OGAW-Richtlinie). Daher sprechen gute Gründe dafür, dass auch der Wertpapierbegriff des Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL dahingehend auszulegen ist, dass dieser keine Anteile an offenen Investmentfonds umfasst.

Im Falle der §§ 10, 11 IAS 39 wird diese Fallkonstellation anders bewertet. Diese unterschiedliche Bewertung wird durch AG 32 IAS 39 deutlich. Danach werden kündbare Instrumente, die jederzeit gegen einen Betrag an Zahlungsmitteln in Höhe des entsprechenden Anteils am Reinvermögen des Unternehmens zurückgegeben werden können (wie beispielsweise Anteile an offenen Investmentfonds) als zusammengesetzte Finanzinstrumente bewertet. Durch diesen Vergleich wird noch einmal klar, warum etwaige IAS-Auslegungsvorschriften nur nach einer sorgfältigen „Sinn und Zweck-Analyse“ für die Auslegung des Art. 10 OGAW-DRL herangezogen werden sollten.

Die Prüfung der Erwerbbarkeit von Anteilen an offenen Investmentfonds sollte sich ausschließlich nach Art. 19 Abs. 1 Buchst. e) OGAW-Richtlinie bzw. den nationalen Umsetzungsgesetzen richten.³³⁹

³³⁹ Bei einer Auslegung des Art. 19 Abs. 1 Buchst. e) OGAW-Richtlinie sind auch die Ausführungen in Nr. 26 der CESR-Richtlinien zu beachten.

(3) Geschlossene Investmentfonds

Anteile an geschlossenen Investmentfonds können nach Art. 2 Abs. 2 Buchst. a) und b) OGAW-DRL unter bestimmten Voraussetzungen auch als Wertpapiere im Sinne des Art. 1 Abs. 8 OGAW-Richtlinie eingestuft werden. Damit würden sie grundsätzlich auch von dem Wertpapierbegriff des Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL mit umfasst werden. Wie auf Seite 102 oben erwähnt, ist nach Auffassung von CESR bei geschlossenen Fonds aber grundsätzlich keine Durchschau vorzunehmen und somit Art. 10 OGAW-DRL nicht anzuwenden.

Ein solches Ergebnis wird auch durch Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL gedeckt. Danach wird nur für Finanzinstrumente im Sinne des Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL (strukturierte Finanzprodukte) Bezug genommen auf Art. 10 OGAW-DRL aber nicht für Finanzinstrumente im Sinne des Art. 2 Abs. 2 Buchst. a) und b) OGAW-DRL (Anteile an geschlossenen Fonds).

Ungeachtet dieses systematischen Arguments ist eine Anwendung des Art. 10 OGAW-DRL auf geschlossene Fonds (bzw. Anteile an diesen) auch deswegen abzulehnen, weil geschlossene Fonds eine andere Anlagekategorie als strukturierte Finanzprodukte (mit eingebetteten Derivaten) darstellen. Ein zulässiger Erwerb von Anteilen an geschlossenen Fonds beurteilt sich im Rahmen des Art. 2 Abs. 2 Buchst. a) und b) OGAW-DRL im Zusammenspiel mit den Auslegungshilfen auf Seite 7 in Nr. 17 der CESR-Richtlinien nach eigenen Erwerbsvoraussetzungen. Daher ist in diesem Fall der Wertpapierbegriff des Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL teleologisch zu reduzieren.

Unter bestimmten Voraussetzungen scheint CESR aber der Auffassung zu sein, dass auch bei geschlossenen Fonds eine Durchschau vorzunehmen sei. Da eine etwaige Durchschau nur im Falle des Vorliegens von eingebetteten Derivaten vorzunehmen ist, würde auch Art. 10 OGAW-DRL Anwendung finden. Hinsichtlich der von CESR angesprochenen besonderen Fallgestaltung und einer Stellungnahme dazu wird auf die Ausführungen auf den Seiten 102 und 121 oben verwiesen.

(4) Unternehmen/ Aktien und Schuldtitel

Aktien und Schuldtitel sind nach Art. 1 Abs. 8 erster und zweiter Spiegelstrich OGAW-Richtlinie von dem Wertpapierbegriff der OGAW-Richtlinie umfasst und können damit grundsätzlich auch „Basisverträge“ im Sinne des Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL sein. Wie auf Seite 99 oben erwähnt, hat CESR darauf hingewiesen, dass keine Durchschau hinsichtlich der von einem Emittenten eines übertragbaren Wertpapiers gehaltenen Vermögenswerte bzw. durchgeführten Aktivitäten zu erfolgen hat. Dieser Umstand kommt auch in Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) (ii) OGAW-DRL zum Ausdruck. Daher würde in diesen Fällen mangels Vorliegens eines eingebetteten Derivats auch Art. 10 OGAW-DRL keine Anwendung finden.

Dieses Ergebnis ist grundsätzlich zu begrüßen. Entscheidend ist für die Anwendung des Art. 10 OGAW-DRL, dass die Wertentwicklung eines Wertpapiers an die Wertentwicklung einer bestimmten Variablen geknüpft wird. Daher kommen Aktien in aller Regel nicht als „Basisverträge“ im Sinne des Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL in Betracht, denn der Wert einer Aktie gibt den entsprechenden prozentualen Anteil am Wert eines Unternehmens wieder. Folglich umfasst der Wertpapierbegriff des Art. 10 OGAW-DRL primär Schuldtitel.

In Grenzfällen kann es mitunter schwierig sein, eine rechtsdogmatisch überzeugende Lösung hinsichtlich der Anwendung des Art. 10 OGAW-DRL zu finden. Dies wird an den folgenden drei Beispielen deutlich gemacht.

In Beispielsfall 1 betreibt eine Aktiengesellschaft mehrere Goldminen. Daher wird der Wert der Aktien des Unternehmens in aller Regel auch von dem Goldpreis beeinflusst.

In Beispielsfall 2 gibt ein SPV in Form einer Aktiengesellschaft Aktien aus. Der Zweck des SPV besteht darin, dass dessen Aktienkurs den Goldpreis am Markt widerspiegelt. Dies geschieht entweder durch derivative oder physische Absicherungsgeschäfte.

In Beispielsfall 3 gibt ein SPV Schuldtitel aus, die an den Goldpreis geknüpft sind. Es werden die gleichen Absicherungsgeschäfte wie in Beispielsfall 2 getätigt.

Bei einem Erwerb der Aktien im Beispielsfall 1 durch einen OGAW-Fonds findet Art. 10 OGAW-DRL keine Anwendung, da insbesondere der Wert der Aktien sich nicht von einer bestimmten Variablen im Sinne des Art. 10 Abs. 1 Buchst. a) OGAW-DRL ableitet. Die gleiche Wertung müsste auch für den Beispielsfall 2 gelten, denn der Wert der Aktien gibt nur den Wert des Unternehmens wieder. Hingegen müsste im Beispielsfall 3 Art. 10 OGAW-DRL grundsätzlich Anwendung finden, denn der Wert der Schuldtitel ist an den Wert einer bestimmten Variablen im Sinne des Art. 10 Abs. 1 Buchst. a) OGAW-DRL gekoppelt.³⁴⁰ Beispielsfall 2 und 3 zeigen keinen tatsächlichen, sondern nur einen rechtsformalen Unterschied auf. In beiden Fällen wird lediglich der Goldpreis gespiegelt. Die Anknüpfung des Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL an diesen rechtsformalen Unterschied könnte in Frage gestellt werden. Letztlich ist aber das Kriterium der Rechtssicherheit höher anzusehen. Ansonsten müsste bei jedem Erwerb von Aktien durch einen OGAW-Fonds geprüft werden, ob die Kriterien des Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL erfüllt sind.

Wenn man eine Durchschaupflicht bei strukturierten Finanzprodukten mit eingebetteten Derivaten hinsichtlich der zulässigen Basiswerte ablehnt, ist Art. 10 OGAW-DRL nicht im Sinne einer Erwerbbarkeitsprüfung betreffend die zulässigen Basiswerte anzuwenden und eine rechtsdogmatisch nicht befriedigende Differenzierung zwischen den o.g. Beispielsfällen wird vermieden.

³⁴⁰ An dieser Stelle soll die Anwendung eines Delta-1-Ansatzes unberücksichtigt bleiben. Hinsichtlich der Auffassung der Kommission zu strukturierten Finanzprodukten, deren Wertentwicklung 1:1 an den Preis einer bestimmten Variablen, wie den Ölpreis, gekoppelt ist, wird auf die Ausführungen auf den Seiten 144 ff. unten verwiesen.

b) Enge Verbundenheit der wirtschaftlichen Merkmale und Risiken

Art. 10 Abs. 1 Buchst. b) OGAW-DRL enthält das zweite Kriterium für die Identifizierung eines eingebetteten Derivats. Danach muss die identifizierte Komponente das folgende Kriterium erfüllen:

„Ihre wirtschaftlichen Merkmale und Risiken sind nicht eng mit den wirtschaftlichen Merkmalen und Risiken des Basisvertrags verbunden.“

Daraus folgt im Umkehrschluss, dass kein eingebettetes Derivat vorliegt, wenn die wirtschaftlichen Merkmale und Risiken der identifizierten Komponente eng mit den wirtschaftlichen Merkmalen und Risiken des Basisvertrags verbunden sind.

aa) Vergleich mit §§ 10 und 11 Satz 1 Buchst. a) IAS 39

Ein Vergleich zwischen Art. 10 Abs. 1 Buchst. b) OGAW-DRL mit den §§ 10 Sätze 1 und 2, 11 Satz 1 Buchst. a) IAS 39 ergibt, dass eine fehlende enge Verbundenheit im Rahmen der IAS-Regelungen nicht für die Identifizierung eingebetteter Derivate herangezogen wird. Vielmehr liegt nach § 10 Satz 2 IAS 39 ein eingebettetes Derivat bereits dann vor, wenn ein Teil oder alle Cashflows aus einem Kontrakt in Abhängigkeit von einer bestimmten Variablen verändert werden. Das Kriterium der fehlenden engen Verbundenheit wird im Rahmen der IAS-Regelungen lediglich für die Prüfung herangezogen, ob ein eingebettetes Derivat getrennt und separat als Derivat bilanziert werden muss. Aufgrund dieser unterschiedlichen Verwendung ist zu prüfen, ob dieses Kriterium für die Identifizierung eines eingebetteten Derivats im Rahmen der OGAW-DRL notwendig und zielführend ist.

(1) Funktion im Rahmen der IAS-Regelungen

Im Rahmen der IAS-Bilanzierung eingebetteter Derivate wirft vor allem die Frage nach der engen Verbundenheit von Basisvertrag und eingebettetem Derivat häufig Probleme auf.³⁴¹ Die AG IAS 39 geben einige Beispiele, in denen von einer engen Verbundenheit auszugehen bzw. diese abzulehnen

³⁴¹ Vgl. Prokop, Die Einstufung von Waretermingeschäften als Finanzinstrumente nach IFRS, WPg 2007, 336 (340).

ist.³⁴² Diese Beispiele deuten darauf hin, dass eine enge Verbundenheit nicht gegeben ist, wenn der Basisvertrag und das eingebettete Derivat unterschiedlichen Risikofaktoren unterliegen und die Einbettung des Derivats deshalb dazu führt, dass sich die Fair-Value-Entwicklung des zusammengesetzten Instruments erheblich von der des Basisvertrags unterscheidet.³⁴³

Voraussetzung für die Beurteilung, ob die wirtschaftlichen Merkmale eines eingebetteten Derivats eng mit denen des Basisvertrags verbunden sind, ist die Bestimmung der wirtschaftlichen Merkmale des Basisvertrags. Dabei ist grundsätzlich zwischen Eigenkapital-, Schuld- und nicht finanziellen Instrumenten³⁴⁴ zu unterscheiden. In Abhängigkeit davon ist zu beurteilen, ob die wirtschaftlichen Merkmale des eingebetteten Derivats und des Basisvertrags eng miteinander verbunden sind.³⁴⁵

In AG 27 IAS 39 werden bezüglich Eigenkapital- und Schuldinstrumenten die folgenden Ausführungen gemacht:

„Wenn der Basisvertrag keine angegebene oder vorbestimmte Laufzeit hat und einen Residualanspruch am Reinvermögen eines Unternehmens begründet, sind seine wirtschaftlichen Merkmale und Risiken die eines Eigenkapitalinstruments und ein eingebettetes Derivat müsste Eigenkapitalmerkmale in Bezug auf das gleiche Unternehmen aufweisen, um als eng mit dem Basisvertrag verbunden zu gelten. Wenn der Basisvertrag kein Eigenkapitalinstrument darstellt und die Definition eines Finanzinstruments erfüllt, sind seine wirtschaftlichen Merkmale und Risiken die eines Schuldinstruments.“

³⁴² Vgl. AG 30 ff. IAS 39 betreffend Beispiele für eine fehlende enge Verbundenheit und AG 33 ff. IAS 39 betreffend Beispiele für eine enge Verbundenheit.

³⁴³ Vgl. Roese, Neubeurteilung eingebetteter derivativer Finanzinstrumente - IFRIC D15: Reassessment of Embedded Derivatives, WPg 2005, 656 (656).

³⁴⁴ Im Rahmen der IAS-Regelungen kommen auch Basisverträge in Betracht, die nicht als Finanzinstrumente zu qualifizieren sind, vgl. dazu § 11 Satz 2 IAS 39.

³⁴⁵ Vgl. Roese, Neubeurteilung eingebetteter derivativer Finanzinstrumente - IFRIC D15: Reassessment of Embedded Derivatives, WPg 2005, 656 (656).

Als ein Beispiel für zusammengesetzte Instrumente, die Komponenten mit unterschiedlichen Risiken enthalten, sind Aktienanleihen zu nennen. Während der Wert des Basisvertrags, der Anleihe, in enger Beziehung zum Marktzins steht, richtet sich der Wert der in der Anleihe eingebetteten Verkaufsoption nach dem betreffenden Aktienkurs.³⁴⁶ Darüber hinaus sind in AG 30 Buchst. d) und e) IAS 39 zwei Beispiele für eine fehlende enge Verbundenheit aufgeführt, die die typischen unter Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL fallenden Finanzinstrumente erfassen. AG 30 Buchst. d) und e) IAS 39 lauten wie folgt:

„In ein Schuldinstrument oder in einen Versicherungsvertrag eingebettete eigenkapitalindizierte Zins- oder Kapitalzahlungen - bei denen die Höhe der Zinsen oder des Kapitalbetrags an den Wert von Eigenkapitalinstrumenten gekoppelt ist - sind nicht eng mit dem Basisinstrument verbunden, da das Basisinstrument und das eingebettete Derivat unterschiedlichen Risiken ausgesetzt sind.“

„In ein Schuldinstrument oder in einen Versicherungsvertrag eingebettete güterindizierte Zins- oder Kapitalzahlungen - bei denen die Höhe der Zinsen oder des Kapitalbetrags an den Preis eines Gutes (wie z.B. Gold) gebunden ist - sind nicht eng mit dem Basisinstrument verbunden, da das Basisinstrument und das eingebettete Derivat unterschiedlichen Risiken ausgesetzt sind.“

(2) Stellungnahme

Diese Beispiele zeigen, dass das Kriterium der fehlenden engen Verbundenheit (zumindest im Sinne der IAS-Regelungen) kein wesentliches Kriterium im Rahmen der OGAW-DRL für die Identifizierung von eingebetteten Derivaten ist. Wie auf den Seiten 129 ff. oben erläutert, fallen vor allem Schuldtitel als Basisverträge in den Anwendungsbereich des Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL. Die Wertentwicklung dieser Schuldtitel wird an die Wertentwicklung einer anderen Variablen geknüpft. Daher werden sich in aller

³⁴⁶ Vgl. Dombek, Die Bilanzierung von strukturierten Produkten nach deutschem Recht und nach den Vorschriften des IASB, WPg 2002, 1065 (1066).

Regel bei den strukturierten Finanzprodukten mit eingebetteten Derivaten die wirtschaftlichen Merkmale und Risiken des Basisvertrages von denen des eingebetteten Derivats unterscheiden und somit das Kriterium des Art. 10 Abs. 1 Buchst. b) OGAW-DRL erfüllt sein.

Es ist zu vermuten, dass dieses Kriterium in der Praxis eine nur sehr untergeordnete Rolle spielen wird. Wenn CESR oder die betreffenden nationalen Aufsichtsbehörden dieses Kriterium anders als in den AG 30 ff. IAS 39 angedeutet auslegen, dann wäre es sehr hilfreich, wenn entsprechende Beispielfälle gebildet werden, an denen sich die Praxis orientieren könnte.

bb) Garantieprodukte

Die Praxis könnte dazu geneigt sein, das Vorhandensein von eingebetteten Derivaten in einem Finanzinstrument aufgrund einer eingebauten Garantie, insbesondere mit Hilfe des Art. 10 Abs. 1 Buchst. b) OGAW-DRL, zu verneinen.

Garantieprodukte, auch kapitalgeschützte Finanzprodukte genannt, treten in den unterschiedlichsten Formen auf. Auf einer etwas pauschalisierten Ebene lässt sich festhalten, dass diesen Produkten gemeinsam ist, dass die Wertentwicklung des Finanzinstrumentes an bestimmte Variablen geknüpft ist, die Rückzahlung des Nominalbetrages aber (bzw. ein Teil davon) zumindest am Fälligkeitszeitpunkt des Finanzinstruments (oder während der gesamten Laufzeit) garantiert wird.

Wenn jedoch die Rückzahlung des Nominalbetrages garantiert wird, dann ließe sich grundsätzlich auch argumentieren, dass die wirtschaftlichen Merkmale und Risiken des Basisvertrages und des eingebetteten Derivats eng miteinander verbunden sind, da die Auswirkungen des eingebetteten Derivats quasi durch die Garantie „neutralisiert“ werden.

Einer solchen Bewertung von Garantieprodukten stehen jedoch die CESR-Richtlinien entgegen. Auf Seite 11 in Nr. 23 der CESR-Richtlinien wird das folgende Beispiel eines strukturierten Finanzproduktes mit einem eingebetteten Derivat gegeben:

„Structured financial instruments with a nominal fully guaranteed whose performance is linked to the performance of a basket of shares, with or without active management.“

Des Weiteren geht CESR auf Seite 41 in Rn. 129 seiner Ratschläge auf Garantieprodukte ein. Darin heißt es, dass Marktteilnehmer die Auffassung vertreten hätten, dass strukturierte Finanzprodukte, deren Nominalbetrag garantiert sei, aufgrund ihres geringen Risikolevels nicht als strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten qualifiziert werden sollten. CESR sei jedoch der Auffassung, dass die Garantie eines Nominalbetrages nicht dazu führe, dass Investoren des betreffenden OGAW-Fonds keinen Verlust aufgrund der Anlage in dieses strukturierte Finanzprodukt erleiden könnten. Wenn zum Zeitpunkt der Anlage des Investors in den OGAW-Fonds der Wert des strukturierten Finanzproduktes höher sei als der Nominalbetrag, könnte dieser Wert fallen und zu Verlusten des Investors führen.

Das Argument von CESR ist nicht völlig von der Hand zu weisen. Wenn jedoch der Wert und der Nominalbetrag des strukturierten Finanzproduktes übereinstimmen oder die Garantie sogar höher liegt als der Nominalbetrag, dann ließe sich argumentieren, dass man in einer Gesamtschau das Vorliegen eines eingebetteten Derivats verneinen könnte. Erforderlich wäre zumindest, dass die Garantie während der ganzen Laufzeit des Finanzproduktes gilt und hohe Anforderungen an die Qualität der Garantie bzw. den Garantiegeber gestellt werden. Es bleibt jedoch das praktische Problem, dass der Wert des garantierten strukturierten Finanzproduktes während der Haltdauer durch einen OGAW-Fonds steigen und fallen kann und es daher nicht ausgeschlossen ist, dass ein Investor zu einem Zeitpunkt in einen OGAW-Fonds investiert, zu dem der Wert des Finanzproduktes höher liegt als sein Nominalbetrag. Diesem Problem könnte man aber mit Finanzprodukten begegnen, die eine sogenannte Höchstwertgarantie aufweisen, d.h. eine Garantie, die einen Höchstwert des Finanzinstrumentes zu bestimmten Zeitpunkten garantiert. Zur Schaffung eines „level playing fields“ sollten etwaige Leitlinien für Garantieprodukte auf jeden Fall auf CESR-Ebene ausgearbeitet und implementiert werden.

Festzuhalten bleibt, dass ein strukturiertes Finanzprodukt mit einer Komponente, die die Kriterien des Art. 10 Abs. 1 Buchst. a) - c) OGAW-DRL erfüllt, ein eingebettetes Derivat enthält. Eine eingebaute Garantie kann diese derivative Komponente nicht „neutralisieren“.

c) Signifikanter Einfluss auf Risikoprofil und Preisgestaltung

Art. 10 Abs. 1 Buchst. c) OGAW-DRL enthält das dritte und letzte Kriterium für die Identifizierung eines eingebetteten Derivats. Danach muss die identifizierte Komponente einen signifikanten Einfluss auf das Risikoprofil und die Preisgestaltung des Wertpapiers haben.

Praktisch kann es durchaus schwierig sein, den Begriff des „signifikanten Einflusses“ aufgrund seiner Unbestimmtheit auszulegen.

Eine historische Auslegung kann jedoch dazu beitragen, eine größere Rechtssicherheit bei der Interpretation dieses Begriffes und des dritten Kriteriums des Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL insgesamt zu schaffen. Ein Vergleich mit §§ 10, 11 IAS 39 zeigt, dass dieses Kriterium nicht auf den IAS-Regelungen basiert. Vielmehr wurde das dritte Kriterium erst im zweiten CESR-Konsultationspapier für die Identifizierung von eingebetteten Derivaten herangezogen. Auf Seite 38 in Rn. 107 des zweiten CESR-Konsultationspapiers und auf Seite 41 in Rn. 131 der CESR-Ratschläge wird ausgeführt, dass insbesondere die Stellungnahme eines Marktteilnehmers während der ersten Konsultationsrunde zu einer Ergänzung hinsichtlich des geforderten signifikanten Einflusses geführt habe.

Eine Recherche aller Beiträge zum ersten CESR-Konsultationspapier führt zu dem Ergebnis, dass wohl die von *Kestler/Weinandy* für den BVI verfasste Stellungnahme vom 6. Juni 2005 zu der Einfügung dieses dritten Kriteriums geführt hat. *Kestler/Weinandy* führen u.a. aus, dass sie die Einfügung des folgenden dritten Kriteriums vorschlagen: „...and the embedded derivative has a significant impact on the risk profile and pricing of the hybrid instrument.“

Als Grund wird angeführt, dass fast alle Unternehmensanleihen eingebettete Derivate enthielten (wie zum Beispiel *Cross-Default*-Klauseln, Garantien und *Keep-Well*-Vereinbarungen mit Mutterunternehmen), die aber weniger signifikant seien und daher nicht als solche im Sinne des Art. 21 Abs. 3 OGAW-Richtlinie behandelt werden sollten.³⁴⁷

Diesen Ausführungen ist uneingeschränkt zuzustimmen. Damit wird deutlich, dass dem dritten Kriterium vor allem eine „Filterfunktion“ zukommt, um Ergebnisse zu vermeiden, die nach dem Sinn und Zweck des Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL nicht beabsichtigt sind; zum Beispiel die Einstufung von „gewöhnlichen“ Unternehmensanleihen als strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten.

d) Delta-1-Ansatz

Abschließend bleibt im Zusammenhang mit Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL zu klären, ob Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL einen sogenannten Delta-1-Ansatz, wie er von der BaFin angewendet wird, normiert. Das „Delta“ gibt die Hebelwirkung eines Instruments wieder.³⁴⁸ Bei einem Delta-1-Produkt gibt das strukturierte Finanzprodukt den Wert einer anderen Variablen 1:1 wieder.

Bei den Delta-1-Produkten ist ausnahmsweise keine Durchschau auf die betreffenden Basiswerte vorzunehmen, d.h. bei einem Öl-Zertifikat, das den Ölpreis 1:1 wiedergibt, wird hinsichtlich der Erwerbbarkeitsprüfung keine Durchschau auf den Basiswert vorgenommen. Wenn hingegen das Öl-Zertifikat den Öl-Preis hebelt, d.h. der Wert des Öl-Zertifikates steigt bzw.

³⁴⁷ Eine *Cross-Default*-Klausel ist eine spezielle *Default*-Klausel, die ein Kündigungsrecht einräumt, wenn der Kreditnehmer seine Zahlungsverpflichtungen gegenüber Dritten bei Fälligkeit nicht erfüllt, vgl. dazu Gruber, Die Cross-default-Klausel und das Bankgeheimnis, NJW 1991, 1099 (1099).

Unter einer Patronatserklärung (auch „*keep well agreement*“ genannt) versteht man eine Erklärung der Muttergesellschaft, sie werde zum Beispiel darauf hinwirken, dass ihre Tochtergesellschaft die eingegangenen Verbindlichkeiten erfüllt, vgl. dazu weiterführend Limmer, „Harte“ und „weiche“ Patronatserklärungen in der Konzernpraxis, DStR 1993, 1750.

³⁴⁸ Vereinfacht ausgedrückt ist das Delta eines derivativen Finanztitels definiert als Preisveränderung des derivativen Finanztitels bei einer Preisveränderung des Basiswertes um eine Geldeinheit, vgl. dazu Melzer, Zum Begriff des Finanztermingeschäftes, BKR 2003, 366 (368).

fällt überproportional im Vergleich zum Öl-Preis, wäre eine Durchschau u.a. hinsichtlich der Erwerbbarkeit des Basiswertes vorzunehmen (soweit man eine solche Durchschaupflicht bejaht), mit dem Ergebnis, dass Öl kein zulässiger Basiswert im Sinne des Art. 19 Abs. 1 Buchst. g) OGAW-Richtlinie ist. Dies führt dazu, dass das gehebelte Öl-Zertifikat nicht von einem OGAW-Fonds erworben werden dürfte. Dabei ist nicht völlig klar, ob das Delta-1-Produkt 1:1 den exakten Wert der betreffenden Variable wiedergeben muss, oder ob es auch ausreichend ist, dass von einem bestimmten Nominalbetrag ausgehend die Wertveränderung der betreffenden Variable 1:1 nachgebildet wird (also zum Beispiel Produkte mit einem 100 Euro-Nominalbetrag, die lediglich die Wertentwicklungen des jeweiligen Basiswertes wiedergeben).

aa) Abgrenzung zur Begrenzung des Verlustrisikos

Der Delta-1-Ansatz darf nicht verwechselt werden mit der in Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. a) OGAW-DRL geregelten Begrenzung des Verlustrisikos auf den für das betreffende Finanzinstrument gezahlten Betrag. Der Delta-1-Ansatz beschäftigt sich nicht mit einer Verlustbegrenzung, sondern mit der 1:1 Koppelung der Wertentwicklung eines strukturierten Finanzproduktes an die Wertentwicklung eines anderen Vermögenswertes.

Daher lässt sich der Delta-1-Ansatz nicht aus Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. a) OGAW-DRL herleiten.

bb) OGAW-DRL

Bei unbefangener Betrachtung lässt sich ein Delta-1-Ansatz auch nicht aus Art. 10 Abs. 1 Buchst. a) oder Buchst. b) OGAW-DRL ableiten.

Der Delta-1-Ansatz könnte aber eine Möglichkeit sein, den oben aufgezeigten Wertungswiderspruch zwischen Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) (ii), Abs. 3 OGAW-DRL und der Pflicht zur Durchführung einer Durchschau zu erklären. Dann ließe sich argumentieren, dass der Delta-1-Ansatz sich implizit aus Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) (ii), Abs. 3 OGAW-DRL ergibt.

Im Zusammenspiel aus Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) (ii) 2. Alt. und Abs. 3 OGAW-DRL lässt sich schlussfolgern, dass nicht jede Koppelung der Wertentwicklung eines strukturierten Finanzinstruments an die Wertentwicklung eines anderen Vermögenswertes ein eingebettetes Derivat darstellt. Eine solche Schlussfolgerung wird auch durch Satz 2 des achten Erwägungsgrundes der OGAW-DRL gestützt. Darin heißt es, dass klargestellt werden solle, dass ein Finanzinstrument als Wertpapier mit einem eingebetteten Derivat einzustufen sei, *falls* die Koppelung an einen Basiswert [...] einer Komponente gleichkomme, die als eingebettetes Derivat zu betrachten sei. Wenn man diese Schlussfolgerung zusammen mit dem Delta-1-Ansatz betrachtet, dann liegt im Falle einer 1:1 Koppelung kein eingebettetes Derivat vor mit der Folge, dass Art. 10 OGAW-DRL keine Anwendung findet und somit keine Durchschau vorgenommen werden muss.

Im Nachfolgenden wird untersucht, ob eine normenbezogene Herleitung des Delta-1-Ansatzes möglich ist.

cc) CESR-Ratschläge und CESR *Feedback Statement*

In keinem der relevanten CESR-Dokumente (Konsultationspapiere, Ratschläge und *Feedback Statement*) gibt es einen Anhaltspunkt für die Anwendung eines Delta-1-Ansatzes.

Lediglich auf den Seiten 42/43 in den Rnrn. 140-142 der CESR-Ratschläge geht CESR auf die o.g. strukturierten Finanzprodukte ein, die an den Öl- bzw. Goldpreis gekoppelt sind. Allerdings erwähnt CESR, dass man überprüfen müsse, ob bei diesen Produkten nicht ein Basisvertrag (nämlich ein Wertpapier, das zum Nennbetrag zurückgezahlt werde) und ein eingebettetes Derivat in Form eines Gold- bzw. Öl-Futures vorliege. Diese Ausführungen sprechen eher gegen einen Delta-1-Ansatz.

Des Weiteren werden auf Seite 45 im finalen Level 3-Text der CESR-Ratschläge als Beispiele für strukturierte Finanzprodukte mit einem eingebetteten Derivat Finanzprodukte genannt, deren Wertentwicklung an die

Wertentwicklung eines Aktienkorbes gekoppelt ist.³⁴⁹ Auch dieses Beispiel spricht eher gegen einen Delta-1-Ansatz, denn die Koppelung der Wertentwicklung eines strukturierten Finanzproduktes an die Wertentwicklung eines Aktienkorbes würde auch eine 1:1 Koppelung erfassen. Zumindest solche 1:1 Produkte hätten aus der Beispielliste für strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten ausgeschlossen werden müssen. Daher scheint CESR einen Delta-1-Ansatz nicht in Erwägung gezogen zu haben.

dd) *Background Notes* und ESC-Protokoll

In den *Background Notes* sind jedoch Textpassagen enthalten, in denen ausdrücklich Bezug genommen wird auf einen Delta-1-Ansatz.

(1) Erste *Background Note*

Die erste *Background Note* führt zu Art. 1 Abs. 2 Buchst. c) und Abs. 3 OGAW-DVO-E, der Vorgängernorm des Art. 2 Abs. 2 Buchst. c), Abs. 3 OGAW-DRL, aus, dass die Kategorisierung von strukturierten Finanzprodukten, insbesondere wenn diese durch andere Vermögenswerte besichert oder an die Entwicklung anderer Vermögenswerte gekoppelt sind, Schwierigkeiten bereite, zum Beispiel bei Instrumenten, die sich auf den Ölpreis oder Waren beziehen. Es wird ferner ausgeführt, dass diese Instrumente als Wertpapiere einzustufen seien, wenn sie die entsprechenden Voraussetzungen erfüllten. Es wird darauf hingewiesen, dass es nicht darauf ankomme, ob die als Besicherung oder als Basiswerte fungierenden Vermögenswerte selbst zulässige Vermögenswerte im Sinne des Art. 19 Abs. 1 OGAW-Richtlinie seien.

Die Kommission führt ferner aus, dass nicht jede Form der Koppelung an einen anderen Vermögenswert zur Einstufung als eingebettetes Derivat führe. Vielmehr müsse die Koppelung oder ein anderes Element die Kriterien für eingebettete Derivate erfüllen, damit die Koppelung bzw. das andere Element als ein eingebettetes Derivat anzusehen sei.

³⁴⁹ Dieses Beispiel ist auch auf Seite 11 in Nr. 23 der CESR-Richtlinien enthalten.

Erforderlich sei ein Basisvertrag, dessen Cashflows durch die Koppelung modifiziert werden würden. Wenn zum Beispiel das Instrument lediglich die Wertentwicklung eines bestimmten Basiswertes in einem Verhältnis von 1:1 „repliziert“ (zum Beispiel den Öl-Preis) dann würde nach den entsprechenden Kriterien kein eingebettetes Derivat vorliegen. Das Instrument müsse dann als „einfaches“ übertragbares Wertpapier angesehen werden, wenn es die allgemeinen Voraussetzungen für übertragbare Wertpapiere erfülle.

Die Kommission klärt nicht explizit, welches Kriterium des Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL hinsichtlich der Identifizierung von eingebetteten Derivaten bei 1:1 Produkten nicht erfüllt ist. Den o.g. Ausführungen ist jedoch zu entnehmen, dass die Kommission sich hinsichtlich des Basisvertrages und der Cashflow-Veränderungen auf das erste Kriterium in Art. 10 Abs. 1 Buchst. a) OGAW-DRL bezieht. Es lässt sich nur schlussfolgern, dass nach Auffassung der Kommission bei einem Delta-1-Produkt kein Basisvertrag vorliegt, dessen Cashflows verändert werden würden.

(2) Zweite *Background Note* und ESC-Protokoll

Interessanterweise enthält die zweite *Background Note* die gleichen Ausführungen zu Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL mit dem einzigen Unterschied, dass die Textpassage hinsichtlich des Beispiels betreffend die „1:1 Replizierung“ gestrichen worden ist. Damit enden die Ausführungen mit der Aussage, dass ein Basisvertrag erforderlich sei, dessen Cashflows durch die Koppelung modifiziert werden würden.

Das Protokoll der ESC-Sitzung vom 25. Oktober 2006 (ESC/57/2006) enthält eine Textpassage, die sich wohl auf die Streichung dieses Beispiels bezieht. Diese Passage lautet wie folgt:

„In relation to the background document, Commission services mentioned that the example taken to illustrate Article 2 (2) (c) on structured financial products would be removed as it creates confusion. Commission services recalled the terms of the compromise. To be eligible, a structured financial product must comply with the criteria applicable to transferable securities.

If it embeds a derivative, then the rules applicable to embedded derivatives are applicable.”

(3) Zwischenergebnis/ Bewertung

Entscheidend ist, wie die Streichung dieser Textpassage in der zweiten *Background Note* zu deuten ist. Am überzeugendsten ist wohl die Interpretation, dass diese Textpassage gestrichen worden ist, weil es sich nicht leicht erschließen lässt, wie eine 1:1 Replizierung nicht zu einer Änderung von Cashflows eines Basisvertrages führen kann. Diese Interpretation muss aber nicht zwangsläufig dazu führen, dass die Kommission einen Delta-1-Ansatz ablehnt, denn auch in dem ersten Abschnitt der o.g. Ausführungen in den *Background Notes* wird das Beispiel von Instrumenten, die sich auf den Ölpreis oder Waren beziehen, angeführt und in diesem Zusammenhang darauf hingewiesen, dass es auf die Zulässigkeit der Basiswerte nach Art. 19 Abs. 1 OGAW-Richtlinie nicht ankomme. Diese Ausführungen stimmen mit dem Wortlaut des Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) (ii) OGAW-DRL überein, wonach auch Vermögenswerte als Basiswerte zulässig sind, die nicht in Art. 19 Abs. 1 OGAW-Richtlinie erwähnt werden. Zudem weist die Kommission mehrfach darauf hin, dass nicht jede Koppelung der Wertentwicklung an die Wertentwicklung eines anderen Vermögenswertes ein eingebettetes Derivat darstellt. Aufgrund der Ausführungen der Kommission (u.a. Koppelung an den Ölpreis) lässt sich schlussfolgern, dass insbesondere bei einer 1:1 Koppelung kein eingebettetes Derivat im Sinne des Art. 10 OGAW-DRL vorliegt. Diese Ansicht ist zwar wie auf Seite 90 oben erwähnt zu kritisieren, kann aber den Wertungswiderspruch zwischen Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) ii) OGAW-DRL und Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL (also, dass eine Koppelung der Wertentwicklung an die Wertentwicklung eines anderen Vermögenswertes nicht stets ein eingebettetes Derivat darstellt) auflösen. Soweit ein Delta-1-Produkt vorliegt, wäre zwar ein strukturiertes Finanzprodukt (ohne eingebettetes Derivat) im Sinne des Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) ii) OGAW-DRL gegeben, aber keines mit einem eingebetteten Derivat im Sinne des Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL. Erforderlich ist dafür vielmehr, dass ein Basisvertrag und eine Cashflow-Veränderung vorliegt, die - nach Auffassung der Kommission - wohl nicht bei Delta-1-Produkten gegeben sind.

Daher sprechen die etwas überzeugenderen Argumente dafür, dass die Kommission einen Delta-1-Ansatz favorisiert.

ee) Stellungnahme

Man kann die Auffassung vertreten, dass bei Delta-1-Produkten kein „Basisvertrag“ vorliegt. Vielmehr könnte das Delta-1-Produkt dem entsprechenden Basiswert aufgrund der gleichen Wertentwicklung so ähnlich sein, dass sich die Cashflows eines Basisvertrages nicht entsprechend der Entwicklung einer Variablen verändern würden. Es könnte eine Art „Direkterwerb“ vorliegen. Eine solche Sichtweise würde sich jedoch auch nur auf die exakte Replizierung der Wertentwicklung des Basiswertes beziehen und daher Produkte ausschließen, die die Wertentwicklung ausgehend von einem bestimmten Nominalbetrag nur widerspiegeln.

Zudem könnte man alternativ der Auffassung sein, dass bei Delta-1-Produkten die wirtschaftlichen Merkmale und Risiken des Basisvertrags eng mit den wirtschaftlichen Merkmalen und Risiken der betreffend Komponente verbunden sind.

Beide Erklärungsansätze können jedoch nicht überzeugen.

Eine Zerlegung von strukturierten Finanzprodukten führt in aller Regel dazu, dass ein „Basisvertrag“ vorliegt. Ein Öl-Zertifikat, das den Ölpreis 1:1 repliziert, könnte zum Beispiel in eine Null-Coupon-Anleihe und ein futureähnliches Element bzw. einen Total Return Swap zerlegt werden.³⁵⁰ Das derivative Element dient nur dazu, dass die Koppelung an die Wertentwick-

³⁵⁰ Es handelt sich nur um ein „futureähnliches“ Element, da bei einem Zertifikat in der Regel eine Verlustbegrenzung auf den eingesetzten Betrag besteht. Hingegen ist bei einem Future grds. keine Verlustbegrenzung gegeben.

Anleihen werden als Null-Coupon-Anleihen bezeichnet, wenn an den Anleihegeber während der Laufzeit der Anleihe keine Zinsen ausbezahlt werden und er statt dessen im Zeitpunkt der Rückzahlung als Gegenwert für die Kapitalüberlassung einen gegenüber dem Ausgabepreis deutlich höheren Betrag erhält, vgl. Ulmer/Ihrig, Ein neuer Anleihetyp: Zero-Bonds, ZIP 1985, 1169 (1169).

lung einer anderen Variablen erfolgt. Eine zusätzliche Hebelwirkung ist nicht erforderlich. Eine solche lässt sich auch nicht dem Wortlaut des Art. 10 Abs. 1 Buchst. a) OGAW-DRL entnehmen. Daher sprechen die besseren Argumente dafür, dass sich ein Delta-1-Ansatz nicht in Einklang mit Art. 10 Abs. 1 Buchst. a) OGAW-DRL bringen lässt.

Eine Null-Coupon-Anleihe weist auch andere wirtschaftliche Merkmale und Risiken auf als ein futureähnliches Element bzw. ein Total Return Swap bezogen auf den Ölpreis. Eine Null-Coupon-Anleihe orientiert sich an Zinssätzen und den damit zusammenhängenden Risiken, während das derivative Elemente sich auf die wirtschaftlichen Merkmale und Risiken eines Rohstoffes bezieht. Folglich sprechen auch diesbezüglich die besseren Argumente dafür, dass ein Delta-1-Ansatz sich nicht aus Art. 10 Abs. 1 Buchst. b) OGAW-DRL ableiten lässt.

Selbst wenn man der Argumentation folgen würde, dass bei einem Delta-1-Ansatz quasi ein „Direkterwerb“ des Basiswertes (ohne Vorliegen eines Basisvertrages) erfolgt, kann es argumentativ nicht überzeugen, keine Durchschau vorzunehmen. Gerade bei einem Direkterwerb sind stets die Anforderungen des Art. 19 Abs. 1 OGAW-Richtlinie zu berücksichtigen.

Zudem muss angeführt werden, dass ein Delta-1-Ansatz auch aus aufsichtsrechtlichen Gründen zumindest insofern nicht überzeugen kann, als ein etwaiger Hebel in den jeweiligen Basiswert eingebaut werden könnte und anschließend die Wertentwicklung eines Zertifikates 1:1 an die Wertentwicklung des gehebelten Basiswertes geknüpft wird. Der Delta-1-Ansatz beschäftigt sich nur mit der 1:1 Replizierung des Basiswertes, aber nicht mit einer etwaigen Hebelwirkung, die der Basiswert selbst enthält. Dies wird zum Beispiel bei „Delta-1-Hedgefonds-Zertifikaten“ deutlich. Zwar nimmt nicht jeder Hedgefonds eine Steigerung seines Investitionsgrades durch Kredite oder Derivate vor, jedoch ist der Einsatz eines Hebels als typisch für einen (Single-)Hedgefonds zu bezeichnen.³⁵¹

³⁵¹ Vgl. dazu u.a. § 112 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 InvG.

Abschließend bleibt jedoch darauf hinzuweisen, dass ein Delta-1-Ansatz insbesondere von der deutschen Investmentbranche begrüßt wird. Soweit die jeweilige nationale Aufsichtsbehörde eine Durchschaupflicht bei strukturierten Finanzprodukten mit eingebetteten Derivaten bejaht, stellt nämlich der Delta-1-Ansatz eine Einschränkung der Durchschaupflicht dar und eröffnet somit neue Anlagemöglichkeiten.

Aufgrund der nicht schlüssigen und rechtsdogmatisch nicht überzeugenden Argumente bleibt der Eindruck zurück, dass es auf EU-Ebene in erster Linie darum ging, hinsichtlich des Themas „Durchschaupflicht bei strukturierten Finanzprodukten und Delta-1-Ansatz“ eine politisch konsensfähige Kompromisslösung zu finden.

3. Art. 10 Abs. 2 OGAW-DRL

In Art. 10 Abs. 2 OGAW-DRL wird klargestellt, dass Geldmarktinstrumente, die eine Komponente im Sinne des Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL enthalten auch als Geldmarktinstrumente mit einem eingebetteten Derivat gelten.

Bei Anwendung einer durch einen Delta-1-Ansatz eingeschränkten Durchschaupflicht liegt ein nicht aufzulösender Widerspruch zu den Ausführungen auf Seite 7 in Nr. 17 der CESR-Richtlinien vor. Danach besteht nach Ansicht von CESR keine Möglichkeit durch eine Anlage in Geldmarktinstrumenten ein Exposure zu Edelmetallen aufzubauen.³⁵²

4. Art. 10 Abs. 3 OGAW-DRL

Enthält ein Wertpapier bzw. Geldmarktinstrument eine Komponente, die unabhängig von diesem Wertpapier bzw. Geldmarktinstrument vertraglich transferierbar ist, so gilt es gemäß Art. 10 Abs. 3 Satz 1 OGAW-DRL nicht als Wertpapier, in das ein Derivat eingebettet ist. Eine derartige Komponente wird vielmehr nach Art. 10 Abs. 3 Satz 2 OGAW-DRL als ein eigenständiges Finanzinstrument betrachtet.

³⁵² Hinsichtlich einer Stellungnahme zu den Ausführungen auf Seite 7 in Nr. 17 der CESR-Richtlinien wird auf die Seiten 121 ff. oben verwiesen.

Eine solche Klarstellung ist zu begrüßen und entspricht auch § 10 Satz 3 IAS 39. Danach ist ein Derivat, das mit einem Finanzinstrument verbunden ist, jedoch unabhängig von diesem Instrument vertraglich übertragbar ist oder mit einer von diesem Instrument abweichenden Vertragspartei abgeschlossen wurde, kein eingebettetes derivatives Finanzinstrument, sondern ein eigenständiges Finanzinstrument.

Eine Optionsanleihe ist ein Beispiel für ein Finanzinstrument im Sinne des Art. 10 Abs. 3 Satz 1 OGAW-DRL, denn sie enthält in der Regel einen oder mehrere Optionsscheine, die von der Optionsanleihe getrennt und separat übertragen werden können und somit eigenständige Finanzinstrumente darstellen.

Es fällt jedoch auf, dass von § 10 Satz 3 IAS 39 auch Derivate erfasst werden, die mit einer anderen Vertragspartei abgeschlossen worden sind. CESR war dieser Unterschied bekannt. Man hat sich jedoch bewusst gegen die Aufnahme dieses Kriteriums entschieden. Auf Seite 43 in Rn. 143 der CESR-Ratschläge wird ausgeführt, dass der Anwendungsbereich dieses Kriteriums unklar sei und wahrscheinlich Unsicherheiten hinsichtlich der Definition eingebetteter Derivate verursachen würde. Auf Seite 26 des *Feedback Statements* erwähnt CESR, dass dieses IAS-Kriterium einer Erläuterung bedürfe und diese Erläuterung zu einer unterschiedlichen Auslegung durch Marktteilnehmer und Aufsichtsbehörden führen könnte.

Den Ausführungen von CESR ist zuzustimmen. Insbesondere gilt es hervorzuheben, dass es eher eine Ausnahme darstellt, wenn eine Komponente eines strukturierten Finanzproduktes mit einer „dritten“ Vertragspartei abgeschlossen wird.³⁵³ Bei diesen Einzelfällen sollte in der Praxis, gegebenenfalls in Absprache mit der zuständigen Aufsichtsbehörde und/oder den betreffenden Wirtschaftsprüfern, eine zufriedenstellende Lösung gefunden werden, wenn lediglich eine separate Behandlung dieser Komponente als

³⁵³ Eine solche Fallgestaltung könnte zum Beispiel auftreten, wenn nicht der Emittent des (strukturierten) Finanzproduktes, sondern eine dritte Partei das Finanzprodukt erwirbt, eine derivative Komponente hinzufügt und anschließend an einen Anleger weiterveräußert.

eigenes Finanzinstrument (in Analogie zu Art. 10 Abs. 3 OGAW-DRL) sachgerecht erscheint.

5. Alternativvorschläge zu Art. 10 OGAW-DRL

Wie oben bereits erwähnt, ist die Heranziehung der §§ 10, 11 IAS 39 als Orientierung für die Identifizierung von eingebetteten Derivaten im Rahmen der OGAW-DRL von Marktteilnehmern stark kritisiert worden. Eine Detailprüfung der einzelnen Vorschriften ergibt jedoch, dass die Bestimmungen des Art. 10 OGAW-DRL mit Ausnahme von Art. 10 Abs. 1 Buchst. b) OGAW-DRL im Wesentlichen überzeugen können. Nachfolgend wird geprüft, ob die beiden wesentlichen Modelle, die während der CESR-Konsultationsrunden alternativ zum IAS-Modell vorgeschlagen worden sind, noch überzeugender sind.

a) *De-minimis*-Modell

Marktteilnehmer hatten während der beiden CESR-Konsultationsrunden vorgeschlagen, eine „*De-minimis*-Grenze“³⁵⁴ in Höhe von 10 % des Wertes des OGAW-Fonds für strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten aufzustellen. Danach wäre eine „Abspaltung“ von eingebetteten Derivaten nicht erforderlich gewesen, soweit der Wert der strukturierten Finanzprodukte nicht mehr als 10 % des Wertes eines OGAW-Fonds ausgemacht hätte.³⁵⁵

CESR hat die Aufstellung einer solchen Grenze mit der Begründung abgelehnt, dass die OGAW-Richtlinie eine solche Nichtberücksichtigung von eingebetteten Derivaten nicht vorsehe. Zudem würde diese 10 %-Grenze aufgrund des nicht-linearen Risikoprofils vieler eingebetteter Derivate nicht

³⁵⁴ Das Prinzip „*de minimis*“ leitet sich aus dem Grundsatz „*de minimis non curat lex*“ des römischen Rechts ab, der übersetzt „Um Geringfügigkeiten kümmert sich das Gesetz nicht“ lautet.

³⁵⁵ Vgl. u.a. S. 9 der Stellungnahme der Europäischen Vereinigung der Genossenschaftsbanken (*European Association of Co-operative Banks*) vom Juni 2005 und S. 2 der Stellungnahme der Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften vom 31. Mai 2005 (im Rahmen der ersten Konsultationsrunde), abrufbar unter www.cesr-eu.org (*Consultation/ 10 June 2005/ View Responses*).

den Beitrag dieser eingebetteten Derivate zum Risikoprofil des Portfolios begrenzen.³⁵⁶

Dieses Modell der 10 %-Grenze besticht durch seine einfache Handhabung. Allerdings ist CESR in der Ablehnung dieses Modells zuzustimmen. Nach Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 4 OGAW-Richtlinie muss ein Derivat, das in ein Wertpapier oder Geldmarktinstrument eingebettet ist, bei der Einhaltung der Vorschriften des Art. 21 OGAW-Richtlinie mit berücksichtigt werden. Etwaige Ausnahmen zu diesem Grundsatz führt die OGAW-Richtlinie nicht an. Auch die 10 %ige Ausnahmegvorschrift des Art. 19 Abs. 2 Buchst. a) OGAW-Richtlinie für sonstige (nicht börsengehandelte) Wertpapiere kann nicht als Argument herangezogen werden. Diese Ausnahmegvorschrift bezieht sich lediglich auf die Nichterfüllung der Voraussetzungen des Art. 19 Abs. 1 OGAW-Richtlinie (also insbesondere das Börsenlisting von Wertpapieren an geregelten Märkten), aber in keiner Weise auf etwaige nicht zu berücksichtigende derivative Risiken.

b) EFAMA-Modell

CESR erwähnt auf Seite 40 in Rn. 127 seiner Ratschläge, dass Marktteilnehmer vorgeschlagen hätten, den Anwendungsbereich für eingebettete Derivate auf solche Instrumente zu beschränken, die ein Derivat enthalten würden, das durch einen Vertrag mit einer dritten Partei zustande komme und das nicht von Klauseln hinsichtlich der Veränderungen von Risiken profitieren würde.³⁵⁷

Diese Kriterien sind insbesondere auf die Stellungnahmen der Interessenvertretung der europäischen Investmentfondsindustrie EFAMA zurück zu führen. EFAMA hat in der ersten und zweiten Konsultationsrunde folgende Formulierung für die Definition eines eingebetteten Derivats vorgeschlagen:

³⁵⁶ Vgl. S. 41 Rn. 128 der CESR-Ratschläge.

³⁵⁷ Vgl. insbesondere die Stellungnahmen von EFAMA, ALFI und der *Association française de la gestion financière*, „afg“ während der beiden CESR-Konsultationsrunden. Diese Stellungnahmen sind abrufbar unter www.cesr-eu.org (*Consultation, 10 June 2005 & 21 November 2005*).

„A transferable security or a money market instrument can be said to include an embedded derivative when:

- It embeds a derivative instrument materialized by a contract with a third party and
- it replicates all the characteristics of the derivative products or the underlying risk, that is:
 - It allows the full transfer of the underlying risk;
 - does not modify the inherent risk using methods such as mutualisation, credit enhancement, active management of the underlying.”

Es liegt nahe zu vermuten, dass diese Formulierung darauf abzielte, den Anwendungsbereich des Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 4 OGAW-Richtlinie so klein wie möglich zu gestalten, indem die Anforderungen an das Vorliegen eingebetteter Derivate möglichst hoch angesetzt werden. Durch das Erfordernis, dass die betreffende Komponente mit einer dritten Partei hätte „abgeschlossen“ („*materialized*“) werden müssen, hätte zum Beispiel dazu geführt, dass Wandelanleihen kein eingebettetes Derivat enthalten hätten. Zudem wäre ein Großteil aller ABS aus dem Begriff der Wertpapiere, die ein eingebettetes Derivat enthalten, herausgefallen, denn gerade diese Wertpapiere zeichnen sich durch eine Aufteilung der Risiken aus den zugrunde liegenden Basiswerten auf eine Vielzahl von Wertpapierinhabern aus („*mutualisation*“) und profitieren von sog. *Credit Enhancements*.³⁵⁸

Zu Recht hat CESR diesen Ansatz für die Identifizierung von eingebetteten Derivaten abgelehnt. CESR begründet seine Ablehnung insbesondere damit, dass diese Kriterien sich primär an den rechtlichen Merkmalen eingebetteter Derivate orientieren und nicht die wirtschaftlichen Merkmale der betreffenden Finanzinstrumente berücksichtigen würden.³⁵⁹ Zudem würden diese Kriterien dazu führen, dass Finanzinstrumente, die einen erheblichen Einfluss auf das Risikoprofil eines OGAW-Fonds haben könnten, nicht in den Anwendungsbereich eingebetteter Derivate fallen würden.

³⁵⁸ Vgl. zum Begriff „*Credit Enhancements*“ die Ausführungen auf Seite 33 oben.

³⁵⁹ Vgl. S. 41, Rn. 127 der CESR-Ratschläge und S. 25 des CESR *Feedback Statements*.

Es ist nicht ganz klar, wie der Begriff „*materialized*“ auszulegen gewesen wäre. Wenn tatsächlich der Eintritt einer dritten Vertragspartei gefordert gewesen wäre, dann wäre durch dieses Kriterium eine Vielzahl von strukturierten Finanzprodukten anhand dieses formalen Kriteriums ausgeschlossen worden, denn in aller Regel steht dem Schuldtitelinhaber mit dem Emittenten des strukturierten Finanzproduktes nur eine Vertragspartei gegenüber.

Das Erfordernis der Wiedergabe der Merkmale des derivativen Finanzproduktes bzw. des Basiswertes („*it replicates all the characteristics of the derivative products or the underlying risk*“) wäre zwar zu begrüßen gewesen. Jedoch ist nicht ersichtlich, warum eine Modifizierung der dem derivativen Produkt inhärenten Risiken zu einem Ausschluss der (derivativen) Komponente aus dem Kreis der eingebetteten Derivate hätte führen sollen. Techniken wie *Credit Enhancements* führen zwar in aller Regel zu einer Risikoreduzierung. Jedoch ändert dies nichts an der Tatsache, dass die Wertentwicklung von ABS an die Wertentwicklung eines bestimmten Portfolios an Basiswerten geknüpft ist.

Auch die Privilegierung des aktiven Managements von Basiswerten („*active management of the underlying*“) kann nicht überzeugen. Zum einen ändert ein aktives Management von Basiswerten nichts an der Tatsache, dass die Wertentwicklung der Basiswerte die Wertentwicklung der betreffenden strukturierten Finanzprodukte bestimmt. Zum anderen wird die Abgrenzung zwischen aktivem und passivem Management zunehmend schwieriger, denn auch passive Rückzahlungsprofile können einzelne Elemente eines „aktiven Managements“ aufweisen.

Abschließend ist darauf hinzuweisen, dass es verständlich ist, den Anwendungsbereich des Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 4 OGAW-Richtlinie zu begrenzen, um somit die Belastung für die Investmentindustrie durch eine erforderliche, arbeits- und zeitintensive Aufspaltung von strukturierten Finanzprodukten zu vermeiden bzw. zu reduzieren. Jedoch lässt sich die von EFAMA vorgeschlagene, sehr differenzierende Formulierung kaum mit

dem Wortlaut des Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 4 OGAW-Richtlinie in Einklang bringen.

VI. CCSR-Richtlinien

Wie oben auf Seite 62 erwähnt, richten sich die CCSR-Richtlinien primär an die Aufsichtsbehörden, die CCSR-Mitglieder sind, und stellen Auslegungshilfen für die Interpretation der OGAW-DRL dar. Im Nachfolgenden werden die Bestimmungen der CCSR-Richtlinien zu Art. 10 OGAW-DRL diskutiert.

1. ABS und CDOs

a) ABS/ CDOs und CCSR-Mandat

Die Kommission hat CCSR in ihrem Mandat vom Oktober 2004 aufgefordert, Stellung zu nehmen, inwiefern „*true-sale*“ und synthetische ABS von zwei bestimmten Vorschriften der OGAW-Richtlinie umfasst sind.

Zum einen war CCSR aufgefordert zu klären, inwiefern die Definition für Wertpapiere (Art. 1 Abs. 8 OGAW-Richtlinie), insbesondere im Zusammenspiel mit dem Begriff der strukturierten Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten (Art. 21 Abs. 3 OGAW-Richtlinie), bestimmte Finanzinstrumente umfasst. Der relevante Abschnitt des CCSR-Mandats lautet wie folgt:

„Notably, there is a need for clarification in the case of instruments such as asset backed securities [of both types: true sale and synthetic asset backed securities], credit linked notes, similar forms of collateralised debt obligations or notes linked to the performance of a certain underlying.“³⁶⁰

Zum anderen war CCSR aufgefordert zu klären, inwiefern im Bereich der Geldmarktinstrumente der Begriff “Rechtsträger, der die wertpapiermäßige Unterlegung von Verbindlichkeiten durch Nutzung einer von einer Bank eingeräumten Kreditlinie finanziert” (Art. 19 Abs. 1 Buchst. h vierter Spiel-

³⁶⁰ Vgl. Abschnitt 3.1.1 des CCSR-Mandats, abrufbar unter www.cesr-eu.org (*Consultation/ 29 November 2004/ Details*).

gelstrich OGAW-Richtlinie) ABS umfasst. Der relevante Abschnitt des CESR-Mandats lautet wie folgt:

„...In the case of the last factor above (i.e. „entity which is dedicated to the financing of securitisation vehicles which benefit from a banking liquidity line“) CESR is invited to clarify which instruments would be covered by this provision, for instance considering the questions of (i) whether and under what conditions it encompasses asset backed securities and synthetic asset backed securities,...”³⁶¹

b) ABS/ CDOs und OGAW-Richtlinie

Wie oben auf den Seiten 32 ff. und 37 erläutert, sind ABS und CDOs Wertpapiere, deren Wertentwicklung an die Wertentwicklung eines bestimmten Portfolios gekoppelt ist. Diese Portfolios setzen sich häufig aus (unverbrieften) Forderungen zusammen. Diese Vermögenswerte stellen jedoch keine zulässigen Vermögenswerte eines OGAW-Fonds dar. Daher würde man bei einer konsequenten Durchführung einer Durchschaupflicht zur Unzulässigkeit des Erwerbs dieser Finanzinstrumente durch einen OGAW-Fonds gelangen.

Eine gesetzliche Ausnahme zu diesem Grundsatz könnte Art. 19 Abs. 1 Buchst. h) vierter Gedankenstrich OGAW-Richtlinie im Bereich der Geldmarktinstrumente sein. Aufgrund der nur sehr schwer verständlichen Formulierung dieser Bestimmung hat die Kommission eine Klarstellung für erforderlich gehalten.

c) ABCP

In seinen Ratschlägen an die Kommission führt CESR aus, dass Art. 19 Abs. 1 Buchst. h) vierter Gedankenstrich OGAW-Richtlinie nur ganz bestimmte ABCP, die auf einer doppelstöckigen SPV-Struktur aufbauen,³⁶² umfassen würde.³⁶³ Daher wären nach Ansicht von CESR „true-sale“ und synthetische ABS (aufbauend auf einer gängigen einstöckigen SPV-

³⁶¹ Vgl. Abschnitt 3.2.2 des CESR-Mandats.

³⁶² Vgl. S. 32, Rn. 96 der CESR-Ratschläge.

³⁶³ Vgl. S. 31, Rn. 95 und S. 34, Box 8 der CESR-Ratschläge.

Struktur) nicht von Art. 19 Abs. 1 Buchst. h) vierter Gedankenstrich OGAW-Richtlinie umfasst.³⁶⁴ Dies würde jedoch nicht ausschließen, dass diese Finanzinstrumente gemäß anderer Vorschriften der OGAW-Richtlinie zulässig sein könnten.³⁶⁵

Eine solche Interpretation des Art. 19 Abs. 1 Buchst. h) OGAW-Richtlinie wäre für OGAW-Geldmarktfonds problematisch geworden. Marktteilnehmer hatten darauf hingewiesen, dass zum Beispiel in Deutschland ABS als Geldmarktinstrumente (unabhängig von einer doppelstöckigen Struktur) nach dem InvG zulässige Finanzinstrumente seien.³⁶⁶

Die Kommission hat die CESR-Ratschläge zunächst in Art. 2 Abs. 5 und 6 OGAW-DVO-E umgesetzt. Danach waren ABCP basierend auf einer doppelstöckigen SPV-Struktur nach Art. 2 Abs. 5 OGAW-DVO-E zulässige Finanzinstrumente für einen OGAW-Fonds und an einem geregelten Markt gehandelte ABCP nach Art. 2 Abs. 6 OGAW-DVO-E.

Eine solche enge Auslegung des Art. 19 Abs. 1 Buchst. h) OGAW-Richtlinie durch Art. 2 Abs. 5 und 6 OGAW-DVO-E wäre aber problematisch geworden, denn die große Zahl der nicht an einem geregelten Markt gehandelten ABCP, die auf einer gängigen einstöckigen SPV-Struktur basieren, wären dadurch ausgeschlossen worden. Dieser Umstand wurde während der ESC-Sitzungen kontrovers diskutiert.³⁶⁷ Schließlich hat man sich in Art. 7 Abs. 1 OGAW-DRL für eine weite Auslegung des Art. 19 Abs. 1 Buchst. h) vierter Gedankenstrich OGAW-Richtlinie entschieden. Danach ist die Bezugnahme in Art. 19 Abs. 1 Buchst. h) vierter Gedankenstrich

³⁶⁴ Vgl. zur gängigen einstöckigen SPV-Struktur die Ausführungen auf den Seiten 32 ff. oben.

³⁶⁵ Vgl. S. 33, Rn. 99 der CESR-Ratschläge. CESR weist darauf hin, dass das Mandat der Kommission sich lediglich auf eine Klarstellung des Wortlauts des Art. 19 Abs. 1 Buchst. h) vierter Gedankenstrich OGAW-Richtlinie bezogen hätte und CESR nicht aufgefordert war zu klären, nach welchen sonstigen Vorschriften ein Erwerb in Betracht käme, vgl. S. 33, Rn. 100 der CESR-Ratschläge und S. 21 des CESR *Feedback Statements*.

³⁶⁶ Vgl. S. 34, Rn. 104 der CESR-Ratschläge.

³⁶⁷ Vgl. S. 7 des ESC-Protokolls ESC/15/2006; S. 8 des ESC-Protokolls ESC/28/2006 und S. 4 des ESC-Protokolls ESC/51/2006.

OGAW-Richtlinie auf die wertpapiermäßige Unterlegung von Verbindlichkeiten als Bezugnahme auf Strukturen zu verstehen, die in Unternehmens-, Gesellschafts- oder Vertragsform mit dem Ziel der wertpapiermäßigen Unterlegung von Verbindlichkeiten geschaffen wurden. Auf Seite 8 in der zweiten *Background Note* wird dazu ausgeführt, dass es Ziel des Art. 7 OGAW-DRL sei, die Marktpraktiken auf dem Gebiet der ABCP zu reflektieren.

Diese entgegen der CESR-Ratschläge weite Auslegung des Art. 19 Abs. 1 Buchst. h) vierter Gedankenstrich OGAW-Richtlinie ist zwar als für die Investmentbranche positiv zu bewerten, zeigt aber auch beispielhaft die ergebnisorientierte Auslegung bestimmter Normen der „Level 1“ OGAW-Richtlinie. Die Bedeutung von ABCP und ABS ist während des Rechtssetzungsverfahrens betreffend die OGAW-DRL von Marktteilnehmern mehrfach hervorgehoben worden.³⁶⁸ Dieser Umstand wird wohl auch eine Rolle bei der Formulierung der nachfolgenden Textpassage der CESR-Richtlinien betreffend ABS und CDOs (mit eingebetteten Derivaten) gespielt haben.

d) ABS/ CDOs und CESR-Richtlinien

Auf den Seiten 10 und 11 der CESR-Richtlinien ist folgende „Auslegungshilfe“ betreffend Art. 10 OGAW-DRL und ABS/ CDOs zu finden:

„CDOs oder ABS (mit oder ohne aktives Management), die Derivate beinhalten, sind grundsätzlich nicht als strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten zu betrachten, außer wenn

- sie einen Hebeleffekt aufweisen, d.h. die CDOs oder ABS keine „*limited recourse*-Vehikel“ sind und der Verlust der Anleger den Betrag der ursprünglichen Anlagesumme überschreiten kann; *oder*
- sie nicht ausreichend diversifiziert sind.“

Diese Ausführungen sind zwar als positiv für die Investmentbranche zu bewerten, sind jedoch in mehrfacher Hinsicht nicht leicht nachzuvollziehen.

³⁶⁸ Vgl. S. 33, Rn. 100 und S. 41, Rn. 130 der CESR-Ratschläge und S. 21 des CESR *Feedback Statements*.

aa) CDOs und ABS, die Derivate beinhalten

Es fragt sich, wie CDOs oder ABS, die Derivate beinhalten („*CDOs and ABS using derivatives...*“), nicht als strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten beurteilt werden können. CESR, der die entsprechende Textpassage zu ABS und CDOs als Level 2-Text vorgeschlagen hatte,³⁶⁹ hat den folgenden Einleitungshalbsatz benutzt: „*Given the three criteria developed above in paragraph 1,...*“

Die drei Kriterien beziehen sich auf Art. 10 Abs. 1 Buchst. a) bis c) OGAW-DRL. Es ist aber nicht ersichtlich, inwieweit die Kriterien des Art. 10 Abs. 1 Buchst. a) bis c) OGAW-DRL zu dem Ergebnis führen können, dass in CDOs und ABS, die Derivate „beinhalten“, keine Derivate „eingebettet“ sein sollen. Vielmehr werden bei synthetischen CDOs und ABS die Kreditrisiken mittels Kreditderivaten auf das betreffende SPV übertragen, wodurch die Wertentwicklung der emittierten CDOs und ABS an die Wertentwicklung der betreffenden zugrundeliegenden Vermögenswerte gekoppelt wird. Entsprechend dem o.g. dargestellten ergebnisorientierten EFAMA-Modell liegt die Schlussfolgerung nahe, dass synthetische CDOs und ABS aus dem Anwendungsbereich des Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 4 OGAW-Richtlinie grundsätzlich ausgeschlossen werden sollten.

Entsprechend der Formulierung „*CDOs and ABS using derivatives...*“ liegt die Schlussfolgerung nahe, dass „*true sale*“ CDOs und ABS von der entsprechenden Textpassage der CESR-Richtlinien gar nicht erfasst werden. Vielmehr ist zu vermuten, dass diese Finanzprodukte grundsätzlich zulässige Vermögenswerte für einen OGAW-Fonds gemäß Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL sind.³⁷⁰ In diesem Zusammenhang ist ein Hinweis in der ersten *Background Note* aufschlussreich. Auf Seite 8 heißt es dort, dass ABS, die eine längere Laufzeit als Geldmarktinstrumente hätten, zulässige Finanzinstrumente nach Art. 1 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DVO-E, also der Vorgängernorm des Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL, sein könnten. Dieser Hinweis ist zwar in der zweiten *Background Note* gestrichen worden, kann aber trotzdem als ein Hinweis verstanden werden, dass die Kommis-

³⁶⁹ Vgl. S. 44 der CESR-Ratschläge.

³⁷⁰ Vgl. insbesondere S. 8 der ersten *Background Note*.

sion mit Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL insbesondere („*true-sale*“) ABS erfassen wollte.

Somit werden „*true-sale*“ und synthetische CDOs und ABS hinsichtlich der Frage, ob eingebettete Derivate vorliegen, grundsätzlich gleich behandelt. Dies ist im Ergebnis auch zu begrüßen, denn der Risikogehalt der Wertpapiere ist für die Anleger prinzipiell gleich. Es macht in aller Regel keinen Unterschied, ob die betreffenden Vermögenswerte tatsächlich an das SPV veräußert oder die Kreditrisiken mittels Kreditderivaten auf das SPV übertragen werden.

bb) CDOs und ABS ohne Hebeleffekt

Eine Ausnahme soll hinsichtlich der synthetischen CDOs und ABS bestehen, wenn sie einen Hebeleffekt aufweisen, d.h. die CDOs oder ABS keine „*limited recourse*-Vehikel“ sind und der Verlust der Anleger den Betrag der ursprünglichen Anlagesumme überschreiten kann.

Diese Ausführungen können nicht überzeugen, denn sie enthalten die Schlussfolgerung, dass CDOs und ABS als strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten, also als Wertpapiere, qualifiziert werden können, wenn der Verlust der Anleger den Betrag der ursprünglichen Anlagesumme überschreiten kann. Gemäß Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL müssen aber auch strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten die allgemeinen Wertpapierkriterien des Art. 2 Abs. 1 Satz 1 OGAW-DRL einhalten. Nach Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. a) OGAW-DRL darf jedoch der potenzielle Verlust, der dem OGAW-Fonds durch das Halten der betreffenden Finanzinstrumente entstehen kann, den dafür gezahlten Betrag nicht übersteigen. Insofern scheint es keine Abstimmung zwischen den Ausführungen der CESR-Richtlinien zu CDOs und ABS und Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. a) OGAW-DRL zu geben.

Gehebelte CDOs und ABS müssten nach der Systematik der OGAW-DRL als Derivate (mit Sicherheitsleistung) eingestuft werden. Eine solche Einstufung kann nicht überzeugen, weil alleine eine Verlustbegrenzung auf den gezahlten Kaufpreis über die Einordnung als Wertpapier bzw. als Derivat

entscheiden würde. Allerdings erscheint aufgrund des ausdrücklichen Wortlautes des Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. a) OGAW-DRL eine Einstufung gehobelter CDOs und ABS als strukturierte Finanzprodukte (in Form von Wertpapieren im Sinne des Art. 1 Abs. 8 OGAW-Richtlinie) mit eingebetteten Derivaten kaum vertretbar.

cc) Ausreichende Diversifizierung

Synthetische CDOs und ABS sollen auch dann als strukturierte Finanzprodukte *mit* eingebetteten Derivaten qualifiziert werden, wenn sie nicht hinreichend diversifiziert sind. Dies wird durch das Wort „oder“ nach dem ersten Spiegelstrich der relevanten Textpassage der CESR-Richtlinien klargestellt.

Auf die Auslegungsbedürftigkeit des Tatbestandsmerkmals „hinreichende Diversifizierung“ ist während der CESR-Konsultationsrunden hingewiesen worden.³⁷¹ Jedoch enthalten weder die relevanten CESR-Dokumente noch die Entwürfe der OGAW-DRL einschließlich der *Background Notes* Hinweise, wie dieses Tatbestandsmerkmal auszulegen ist.

Als Auslegungshilfe könnte Art. 22a Abs. 1 OGAW-Richtlinie herangezogen werden.³⁷² Nach dieser Vorschrift wird bei OGAW-Fonds, die einen anerkannten Aktien- oder Schuldtitelindex nachbilden, eine Mindestdiversifizierung von fünf verschiedenen Emittenten gefordert. Zumindest sollte jedoch von einer hinreichenden Diversifizierung ausgegangen werden, wenn die in Art. 22 Abs. 1 und 2 OGAW-Richtlinie erforderliche Diversifizierung von sechzehn verschiedenen Emittenten eingehalten wird. In aller Regel wird solch eine Mindestdiversifizierung für CDOs und ABS kein Problem darstellen, da diesen Wertpapieren häufig Portfolien zugrunde liegen, die eine Vielzahl von Forderungen (gegenüber verschiedenen Schuldnern) beinhalten.

³⁷¹ Vgl. S. 17 der Stellungnahme der *Dublin Fund Industry Association* während der zweiten CESR-Konsultationsrunde.

³⁷² Vgl. in diesem Zusammenhang auch Art. 9 Abs. 1 Buchst. a) OGAW-DRL.

Eine erforderliche Diversifizierung hinsichtlich verschiedener Branchen (wie zum Beispiel Kreditkarten- oder Autokreditforderungen) ist abzulehnen. Eine solche Branchen-Diversifizierung ist der OGAW-Richtlinie fremd und sollte daher auch nicht bei CDOs und ABS gefordert werden.

e) *Single-tranche* CDOs und CESR-Richtlinien

Die CESR-Richtlinien führen hinsichtlich nach Kundenwünschen geschaffener hybrider Finanzinstrumente Folgendes aus:

„Wenn ein Produkt als Alternative zu einem OTC-Derivat strukturiert ist, dann sollte die Einordnung bzw. Handhabung dieses Produktes ähnlich der eines OTC-Derivates sein, wenn es darum geht, eine Übereinstimmung mit den Vorschriften der OGAW-Richtlinie sicherzustellen. Nach Kundenwünschen geschaffene hybride Finanzinstrumente, wie „*single-tranche CDOs*“, die strukturiert sind, um die spezifischen Wünsche eines OGAW-Fonds zu erfüllen, sollen für Zwecke der OGAW-Richtlinie als Instrumente betrachtet werden, die eingebettete Derivate enthalten. Diese Produkte bieten eine Alternative zum Einsatz von OTC-Derivaten, um den gleichen Zweck betreffend eines diversifizierten Exposures (mit einem vorgegebenen Kreditrisiko-Level) gegenüber einem Portfolio von Unternehmen zu erreichen.“

Diese Ausführungen können im Ergebnis nur teilweise überzeugen.

aa) Alternativ-Produkte zu OTC-Derivaten

Fraglich ist, auf welche Finanzprodukte sich der Satzteil „Wenn ein Produkt als Alternative zu einem OTC-Derivat strukturiert ist,...“ bezieht. Dieser Satzteil kann nur dahingehend interpretiert werden, dass damit strukturierte Finanzprodukte gemeint sind, die, wie auf den Seiten 84 ff. oben dargestellt, nach einer wirtschaftlichen Sichtweise auch als „Derivate mit Sicherheitsleistung“ verstanden werden können. Hinzu muss noch eine Komponente treten, die Kundenwünschen entsprechend ausgestaltet worden ist.

Für eine solche Auslegung spricht zum einen, dass diese Ausführungen der CESR-Richtlinien Art. 10 OGAW-DRL erläutern sollen. Art. 10 OGAW-

DRL beschäftigt sich ausschließlich mit strukturierten Finanzprodukten mit eingebetteten Derivaten. Zum anderen wird in den betreffenden Ausführungen der CESR-Richtlinien Bezug genommen auf „nach Kundenwünschen geschaffene hybride Finanzinstrumente wie *single-tranche* CDOs“.

bb) *Single-tranche* CDOs

Single-tranche CDOs können als eine den synthetischen *multi-tranche* CDOs nachfolgende Generation von Kreditderivaten bezeichnet werden.³⁷³ Bei *multi-tranche* CDOs besteht der Nachteil für den *Arranger*³⁷⁴ darin, dass er für jede Tranche Investoren am Kapitalmarkt finden muss. Bei *single-tranche* CDOs geht ein *Arranger* hingegen auf die Wünsche eines Investors ein.³⁷⁵ In der Regel kann ein Investor die Portfoliozusammensetzung, die Größe der Tranche, die Art des Coupons und des *Collaterals* und das Rating bestimmen. Der *Arranger* wird daraufhin mittels Kreditderivaten ein entsprechendes virtuelles Portfolio zusammenstellen und durch Einhaltung von Vorgaben der Ratingagenturen das gewünschte Rating erlangen. Der Investor tritt dann als *Protection Seller* bezüglich der betreffenden Tranche auf. Er kann das gewünschte Kreditrisiko von dem *Arranger* mittels eines *Credit Default Swaps* übernehmen oder mittels einer CLN, die sich auf die gewünschte Tranche bezieht. Die übrigen Tranchen des virtuellen Portfolios wird der *Arranger* in aller Regel durch Derivatgeschäfte absichern.

cc) Stellungnahme

Die Ausführungen der CESR-Richtlinien zu *single-tranche* CDOs stellen eine Ausnahme zu den Erläuterungen der CESR-Richtlinien zu synthetischen ABS und CDOs („*CDOs and ABS using derivatives*“) dar. Im ersten und zweiten Konsultationspapier wurde dies noch durch den einleitenden Satzteil „*As an exception to the preceding paragraph...*“ deutlich gemacht.

³⁷³ Vgl. zu *Single-tranche* CDOs Behring/Bollmann, Structured Credit Products als Alternative Investment: Single-Tranche CDOs - Chancen und Risiken einer neuen ABS-Generation, Absolutreport 2005, 12.

³⁷⁴ Vgl. zum Begriff „*Arranger*“ Zeising, Asset Backed Securities (ABS) - Grundlagen und neuere Entwicklungen, BKR 2007, 311 (313).

³⁷⁵ Vgl. Dülfer, Alternative Produkte des Kreditrisikotransfers, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 105 (128).

Wie auf Seite 163 oben erwähnt, können *single-tranche* CDOs als OTC-Derivate oder als CLN ausgestaltet sein. Daher liegt es nahe, dass die CESR-Ausführungen zu *single-tranche* CDOs nur die verbrieft Variante erfassen. Insoweit ist CESR zuzustimmen. CLN, die sich auf einen „*single-tranche* Swap“ beziehen, sollten als strukturierte Finanzinstrumente mit eingebettetem Derivat betrachtet werden. CLN sind auch von der Beispielliste der CESR-Richtlinien für strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten erfasst.³⁷⁶

Fraglich ist jedoch, ob der Satzteil „...um die spezifischen Wünsche eines OGAW-Fonds zu erfüllen...“ eine Voraussetzung für das Eingreifen der Ausnahmvorschrift betreffend *single-tranche* CDOs ist. Es ist nicht nachzuvollziehen, warum CLN, die sich auf einen *single-tranche* Swap beziehen und für einen anderen institutionellen Investor geschaffen worden sind, bei einem Zweiterwerb durch einen OGAW-Fonds nicht als strukturierte Finanzprodukte mit eingebettetem Derivat gelten sollen. Daher sprechen gute Gründe dafür, dass der Satzteil „...um die spezifischen Wünsche eines OGAW-Fonds zu erfüllen...“ nur beschreibende Funktion hat, aber kein Tatbestandsmerkmal für das Eingreifen der Ausnahmvorschrift betreffend *single-tranche* CDOs darstellt.

2. Liste strukturierter Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten

Wie auf Seite 62 oben erwähnt, enthalten die CESR-Ausführungen zu Art. 10 OGAW-DRL eine Beispielliste strukturierter Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten. Nach dem Wortlaut der CESR-Richtlinien spricht eine Vermutung dafür, dass diese strukturierten Finanzprodukte eingebettete Derivate enthalten. Es erscheint fraglich, ob diese Vermutungswirkung bei 1:1 Produkten nicht eingreift, da nicht ersichtlich ist, dass CESR sich mit dem Konzept der 1:1 Produkte auseinandergesetzt hat und dieses verfolgt. Im Sinne einer einheitlichen Anwendung, würde es aber Sinn machen, dass bei solchen Produkten die Vermutungswirkung nicht eingreift, soweit man das Konzept der 1:1 Produkte (als Ausnahme zur Durchschaupflicht) ver-

³⁷⁶ Vgl. dazu S. 11, Nr. 23 der CESR-Richtlinien und Anlage 1.

folgt und diese Produkte keine sonstigen Komponenten enthalten, die als eingebettete Derivate qualifiziert werden können.

Im Rahmen dieser Arbeit ist mehrfach auf diese Liste Bezug genommen worden:

Hinsichtlich der strukturierten Finanzprodukte, deren Nominalbetrag vollständig garantiert ist und deren Wertentwicklung an einen Korb von Aktien geknüpft ist, wird auf die Ausführungen auf den Seiten 138 ff. oben verwiesen.

Hinsichtlich der strukturierte Finanzprodukte, deren Wertentwicklung an einen Korb von Aktien geknüpft ist, und der Herleitung eines Delta-1-Ansatzes, wird auf die Ausführungen auf Seite 143 oben verwiesen.

Abschließend ist zu erwähnen, dass die unterschiedliche Behandlung von synthetischen ABS/CDOs und CLN nicht überzeugen kann. Wie auf den Seiten 29 ff. oben erörtert, kann der Ausdruck „CLN“ als ein Oberbegriff für eine Vielzahl unterschiedlich ausgestalteter CLN verstanden werden. CLN können in verschiedenen Tranchen (ohne Zwischenschaltung eines SPV) begeben werden, so dass synthetische ABS/CDOs und CLN grundsätzlich gleich behandelt werden sollten.³⁷⁷ Dies wird besonders deutlich an den CLN, die sich auf einen bestimmten *single-tranche* Swap beziehen.

Da CLN als strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten qualifiziert werden sollten (und diese Qualifizierung auch durch die CESR-Richtlinien vorgenommen wird), müssten auch synthetische CDOs und ABS als Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten eingestuft werden. Eine entsprechende Einstufung wäre aber mit der Einstufung von „*true-sale*“ ABS als Wertpapiere (ohne eingebettete Derivate) im Sinne des Art. 2 Abs. 2

³⁷⁷ Zu den Kreditderivaten in weiteren Sinne werden auch (synthetische) ABS-Produkte gezählt, vgl. Burghof/Henke, Entwicklungslinien des Marktes für Kreditderivate, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 31 (35); Franke, Risikomanagement mit Kreditderivaten, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 309 (310); Burghof/ Henke, Alternative Produkte des Kreditrisikotransfers, Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, S. 105 (106).

Buchst. c) OGAW-DRL, Art. 1 Abs. 8 OGAW-Richtlinie nicht in Einklang zu bringen, da, wie auf Seite 160 oben erwähnt, „*true-sale*“ und synthetische ABS gleich behandelt werden sollten.³⁷⁸ Daher gibt es in diesem Bereich keine rechtsdogmatisch völlig überzeugende Einstufung von CLN und „*true-sale*“ und synthetischen ABS im Rahmen der OGAW-Richtlinie.

3. Einhaltung von Grundsätzen der OGAW-Richtlinie

Die CESR-Richtlinien erwähnen verschiedene Grundsätze der OGAW-Richtlinie, die von OGAW-Fonds eingehalten werden müssen, die in strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten investieren.³⁷⁹

Dazu gehört u.a. der Grundsatz, dass durch eingebettete Derivate die Grundsätze und Bestimmungen der OGAW-Richtlinie nicht umgangen werden dürfen. Die CESR-Richtlinien nehmen hierbei ausdrücklich Bezug auf den 13. Erwägungsgrund der Produktrichtlinie. Die wichtigste Aussage, die CESR mit diesem Grundsatz verbindet, besteht darin, dass bei strukturierten Finanzprodukten mit eingebetteten Derivaten hinsichtlich einer Erwerbbarkeitsprüfung eine Durchschau auf die Basiswerte vorzunehmen ist. Insoweit wird auf die Ausführungen auf Seite 100 oben verwiesen. Hinsichtlich der Einschränkung einer Durchschaupflicht durch einen Delta-1-Ansatz wird auf die Ausführungen auf den Seiten 141 ff. oben verwiesen.

Darüber hinaus enthalten die CESR-Richtlinien den Grundsatz, dass hinsichtlich der eingebetteten Derivate auch die Anlagegrenzen des Art. 22 und 22a OGAW-Richtlinie einzuhalten sind. Die CESR-Richtlinien verweisen in diesem Zusammenhang auf die Empfehlung 2004/383/EG. CESR erklärt, die Empfehlung 2004/383/EG regle, inwiefern Basiswerte von derivativen Finanzinstrumenten bei der Beurteilung der Einhaltung der Risikogrenzen des Art. 22 OGAW-Richtlinie zu berücksichtigen seien.

Dieser Hinweis ist als eine Bezugnahme auf Nr. 6 der Empfehlung 2004/383/EG zu verstehen. In Nr. 6 macht die Kommission Ausführungen

³⁷⁸ Vgl. zur Bewertung von „*true-sale*“ ABS die Ausführungen auf Seite 159 oben.

³⁷⁹ Vgl. S. 11 f., Nr. 23 der CESR-Richtlinien und Anlage 1.

zu „geeigneten Methoden für die Anwendung der Obergrenzen für das Emittentenrisiko“. Die wesentliche Aussage besteht darin, dass nicht zwingend der Nominalwert eines Derivatgeschäfts auf die emittentenbezogenen Anlagegrenzen anzurechnen ist, sondern Methoden anzuwenden sind, die der Art des betreffenden Finanzinstruments angemessen sind. Zum Beispiel können die Mitgliedstaaten bei Optionen den Delta-Ansatz zulassen. In Deutschland sind diese Anforderungen zum Beispiel durch die §§ 18 ff. DerivateV umgesetzt worden.

Neben der Berücksichtigung des Emittentenrisikos betreffend die Basiswerte fordern die CESR-Richtlinien, dass unter bestimmten Umständen auch das Kontrahentenrisiko bezüglich der eingebetteten Derivate zu berücksichtigen sei. Eine solche Berücksichtigung sei aber nur dann erforderlich, wenn der Emittent des strukturierten Finanzproduktes in der Lage ist, das Kontrahentenrisiko hinsichtlich des eingebetteten Derivats auf den OGAW-Fonds zu übertragen.

Diese Ausführungen zum Kontrahentenrisiko sind zu begrüßen. In aller Regel wird der Emittent sich gegen etwaige Risiken aus der Emission von strukturierten Finanzprodukten durch Derivatgeschäfte absichern. Nur wenn der Emittent der strukturierten Finanzprodukte das Risiko des Ausfalles des Kontrahenten aus diesen derivativen Absicherungsgeschäften auf den OGAW-Fonds übertragen kann, sollte auch eine separate Erfassung dieses spezifischen Kontrahentenrisikos erfolgen. CESR weist auf Seite 40 in Rn. 125, Satz 5 seiner Ratschläge zu Recht darauf hin, dass in den meisten Fällen der Emittent von strukturierten Finanzprodukten dieses Kontrahentenrisiko nicht auf den Erwerber überträgt. Für die Praxis bedeutet dies aber, dass bei Erwerb eines strukturierten Finanzproduktes mit einem eingebetteten Derivat durch einen OGAW-Fonds die Anleihe- bzw. Zertifikatsbedingungen auf eine etwaige Übertragung des Kontrahentenrisikos zu überprüfen sind.

4. Überprüfungspflicht des OGAW-Fonds

Der erste Entwurf des Level 3-Textes zu Art. 10 OGAW-DRL, der in dem ersten CESR-Konsultationspapier enthalten war, enthielt keine Aussagen

dazu, in welcher Art und Weise die Einhaltung der betreffenden Grundsätze der OGAW-Richtlinie, insbesondere die Berechnung der Emittentengrenzen bzw. der derivativen Gesamtrisikogrenze, zu überprüfen ist.

Die Marktteilnehmer kritisierten in erster Linie, dass die Definition für eingebettete Derivat sehr weit gefasst sei und dass die Sicherstellung der Einhaltung der betreffenden Grundsätze der OGAW-Richtlinie erhebliche Kosten verursachen würden.³⁸⁰ CESR reagierte insoweit auf diese Kritik, als die Definition für eingebettete Derivate zwar unverändert blieb, aber klargestellt wurde, dass die Art und Häufigkeit und der Umfang der durchzuführenden Überprüfung von den charakteristischen Merkmalen der eingebetteten Derivate und von deren Auswirkungen auf den OGAW-Fonds abhängen würden. Die CESR-Richtlinien führen auf Seite 12 weiter aus, dass Überprüfungen entsprechend angepasst werden können, wenn ein OGAW-Fonds die Auswirkungen als nicht erheblich einstufen sollte. In diesen Fällen kann ein OGAW-Fonds sich zum Beispiel auf vordefinierte Anlagegrenzen stützen, um die Einhaltung der oben genannten Grundsätze einzuhalten.

Diese Ausführungen zur Art und Weise der Überprüfung der betreffenden Anlagegrenzen sind grundsätzlich zu begrüßen. Letztlich stellen sie eine Art Generalklausel für die Aufsichtsbehörden und die Marktteilnehmer dar, wie mit der Berücksichtigung von eingebetteten Derivaten praxisingerecht umgegangen werden kann. Entscheidend wird dabei wohl der „Risikogehalt“ eingebetteter Derivate sein. Es bleibt jedoch abzuwarten, wie relevant diese Generalklausel in der Praxis tatsächlich sein wird, denn bereits durch das dritte Kriterium zur Identifizierung von eingebetteten Derivaten (Art. 10 Abs. 1 Buchst. c) OGAW-DRL) ist eine Art „Filter“ auf Tatbestandsseite eingebaut worden. Danach sind schon die Komponenten nicht als eingebettete Derivate zu betrachten, die keinen signifikanten Einfluss auf das Risikoprofil und die Preisgestaltung des strukturierten Finanzproduktes haben.

CESR gibt auf Seite 40 in Rn. 126 (Satz 5) seiner Ratschläge ein Beispiel, wann eine separate Anrechnung auf die Emittentengrenzen aufgrund vorde-

³⁸⁰ Vgl. S. 40 Rn. 126 Satz 1 der CESR-Ratschläge und S. 26 des CESR *Feedback Statements*.

finierter Anlagegrenzen nicht zwingend zu erfolgen habe. Wenn interne Anlagevorschriften eines OGAW-Fonds zum Beispiel eine 2 %-Grenze für Emittenten vorsähen und ein OGAW-Fonds ein eingebettetes Derivat enthielte, das ein Exposure zu einem stark diversifizierten Aktien-Portfolio habe, könne der OGAW-Fonds zu dem Schluss kommen, dass keine individuelle Anrechnung auf die jeweilige Emittentengrenze erfolgen müsse, um eine Einhaltung der jeweiligen 5 %-Grenze des Art. 22 OGAW-Richtlinie sicherzustellen.

Offensichtlich ist dieses Beispiel an Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 3 Satz 2 OGAW-Richtlinie angelehnt. Danach können die Mitgliedstaaten gestatten, dass Anlagen eines OGAW-Fonds in indexbasierten Derivaten bei den Anlagegrenzen des Art. 22 OGAW-Richtlinie nicht berücksichtigt werden. Diese Ausnahme und das oben genannte CCSR-Beispiel sind dadurch motiviert, dass der Grundsatz der Risikomischung und der Aufwand für die Berechnung der einzelnen Emittentengrenzen gegenüber gestellt werden. Soweit eine ausreichende Risikomischung sichergestellt und der Aufwand für die einzelne Berechnung der Emittentengrenzen zu hoch erscheint, kann eine solche Berechnung unterbleiben. Investmentgesellschaften sollten hierfür ggfs. einen Leitfaden (in Absprache mit der jeweiligen Aufsichtsbehörde) entwickeln, um einen praxisgerechten Umgang mit der o.g. Überprüfungspflicht zu gewährleisten.

5. Verhältnis zwischen CCSR-Richtlinien und CCSR-Ratschlägen

Wie auf Seite 62 oben erwähnt, differenzieren die CCSR-Ratschläge zwischen Level 2- und Level 3-Regelungsvorschlägen, d.h. CCSR hat bereits in seinen Ratschlägen detailliert zu etwaigen „CCSR Level 3 *Guidelines*“ Stellung genommen. Auf diesen Umstand nimmt CCSR auf Seite 3 in Rn. 9 der CCSR-Richtlinien Bezug. Es wird erwähnt, dass die CCSR-Richtlinien weitestgehend mit den CCSR-Ratschlägen (Level 3) übereinstimmen würden. Soweit eine solche Übereinstimmung gegeben sei, könnten die CCSR-Richtlinien in Zusammenhang mit den CCSR-Ratschlägen verstanden werden. Jedoch sei es in einigen Bereichen erforderlich gewesen, Änderungen vorzunehmen, um damit die Formulierung der OGAW-DRL zu reflektieren.

In diesen Fällen könnten die CESR-Ratschläge nützliche Hintergrundinformationen geben.

Ein Vergleich der Ausführungen der CESR-Richtlinien zu Art. 10 OGAW-DRL und den Bestimmungen der CESR-Ratschläge zu eingebetteten Derivaten ergibt, dass lediglich zwei Unterschiede bestehen. Zum einen waren die Ausführungen zu CDOs/ABS und *single-tranche* CDOs in den CESR-Ratschlägen als Level 2-Text vorgesehen. Zu Recht wurden diese Ausführungen aber in die CESR-Richtlinien (also als Level 3-Text) aufgenommen. Dadurch verbleibt für die Aufsichtsbehörden ein gewisser Spielraum von diesen Auslegungshilfen in Einzelfällen abzuweichen. Zum anderen fehlt in den CESR-Richtlinien der folgende Grundsatz, der noch in den CESR-Ratschlägen enthalten war: „*Coherence must be ensured with the requirements set for financial derivative instruments, as developed below in this advice.*“ Insoweit ist jedoch auf Satz 3 des achten Erwägungsgrundes der OGAW-DRL zu verweisen. Darin wird erwähnt, dass auf die derivative Komponente, die gemäß der OGAW-Richtlinie für Derivate geltenden Kriterien anzuwenden sind.

Daher sind die Ausführungen in den CESR-Ratschlägen und den CESR-Richtlinien zu strukturierten Finanzprodukten mit eingebetteten Derivaten praktisch identisch. Folglich können die Ausführungen der CESR-Richtlinien zu Art. 10 OGAW-DRL in Zusammenhang mit den CESR-Ratschlägen zu eingebetteten Derivaten gelesen werden. Dies bedeutet insbesondere, dass auch der „*Explanatory Text*“ der CESR-Ratschläge und das CESR *Feedback Statement* als „Auslegungshilfen“ zu Art. 10 OGAW-DRL herangezogen werden können.

Für den praktischen Anwender soll an dieser Stelle noch einmal zusammengefasst werden, welche wesentlichen zusätzlichen Erkenntnisse bzw. Ausführungen die CESR-Ratschläge und das CESR *Feedback Statement* im Vergleich zu den CESR-Richtlinien betreffend strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten enthalten:

- CESR ist der Auffassung, dass strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten und einer Garantie betreffend den Nominalbe-

trag als strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten im Sinne des Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL zu behandeln seien (vgl. Seite 41 Rn. 129 der CESR-Ratschläge und die Ausführungen auf Seite 138 oben);

- CESR ist der Auffassung, dass geschlossene Fonds grundsätzlich nicht als strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten im Sinne des Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL zu bewerten seien. CESR gibt aber auch ein Beispiel, bei dem ausnahmsweise eingebettete Derivate vorliegen könnten (vgl. dazu Seite 42 Rn. 139 der CESR-Ratschläge; Seite 25 des CESR *Feedback Statements* und die Ausführungen auf Seite 102 oben);
- CESR gibt ein Beispiel, bei dem keine Anrechnung der Emittenten der Basiswerte eines eingebetteten Derivats auf die Emittentengrenzen zwingend erforderlich sei (vgl. Seite 40 Rn. 126 der CESR-Ratschläge und die Ausführungen auf Seite 168 oben); und
- CESR ist der Auffassung, dass grundsätzlich keine Durchschau auf die Vermögenswerte bzw. Aktivitäten eines Emittenten von strukturierten Finanzprodukten erfolgen muss (vgl. Seite 7 Rn. 24 der CESR-Ratschläge; Seite 8 des CESR *Feedback Statements* und die Ausführungen auf Seite 99 oben).

3. Abschnitt: Bewertung der Umsetzung in Deutschland

Der deutsche Gesetzgeber hat durch eine Verweisteknik den für ihn einfachsten Weg einer Umsetzung der relevanten Vorschriften der OGAW-DRL betreffend strukturierte Finanzprodukte (mit eingebetteten Derivaten) gewählt. Wie auf Seite 55 oben erwähnt, sollte der Level 2-Text der CESR-Ratschläge ursprünglich in Form einer (OGAW-)DVO erlassen werden. Daher weist die OGAW-DRL einen hohen Detaillierungsgrad auf und bietet sich für eine Verweisteknik an. Für den praktischen Anwender des InvG ergibt sich daraus jedoch der Nachteil, dass das InvG nicht mehr ohne Zuhilfenahme der OGAW-DRL verständlich ist.

I. InvG

Das InvG enthält mit § 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 InvG und § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG zwei zentrale Vorschriften, die sich mit strukturierten Finanzprodukten (mit eingebetteten Derivaten) beschäftigen. Darüber hinaus werden von § 48 Abs. 1 Nr. 6 Buchst. c) InvG strukturierte Geldmarktinstrumente in Form von ABCP erfasst.

1. § 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 InvG

Nach § 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 InvG darf eine KAG für Rechnung eines richtlinienkonformen Sondervermögens Wertpapiere in Form von Finanzinstrumenten, die die in Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL genannten Kriterien erfüllen, erwerben. Der allgemeine Verweis auf „Buchst. c)“ ist dahingehend zu verstehen, dass die strukturierten Wertpapiere sowohl das Kriterium der Besicherung durch bzw. Koppelung an andere Vermögenswerte als auch die allgemeinen Wertpapierkriterien gemäß Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) (i) OGAW-DRL in Verbindung mit Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. a) - g) OGAW-DRL erfüllen müssen.

Aufgrund dieses Verweises auf die allgemeinen Wertpapierkriterien der OGAW-DRL war es nicht erforderlich, dass der deutsche Gesetzgeber die (strukturierten) Wertpapiere des § 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 InvG in den Verweis gemäß § 47 Abs. 1 Satz 2 InvG auf die allgemeinen Wertpapierkriterien der OGAW-DRL mit aufgenommen hat.

a) Anwendungsbereich

Da, wie auf den Seiten 89 ff. oben erwähnt, Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) ii) OGAW-DRL strukturierte Finanzprodukte mit und ohne eingebettete(n) Derivate(n) erfasst, bezieht sich auch § 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 InvG auf beide Kategorien von strukturierten Finanzprodukten.

b) Verhältnis zu den Wertpapieren gemäß § 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 - 4 InvG

Die systematische Einordnung der strukturierten Finanzinstrumente gemäß Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL als Nr. 8 in § 47 Abs. 1 Satz 1 InvG kann nicht überzeugen. § 47 Abs. 1 InvG hat den Regelungsgehalt des

Art. 19 Abs. 1 OGAW-Richtlinie (teilweise) umgesetzt, wohingegen Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL an den „Grundtatbestand“ für Wertpapiere im Sinne des Art. 1 Abs. 8 OGAW-Richtlinie anknüpft. Dieser Umstand führt dazu, dass Nr. 8 des § 47 Abs. 1 Satz 1 InvG quasi vor die Klammer der einzelnen einschlägigen Tatbestände des § 47 Abs. 1 Satz 1 InvG zu ziehen ist. Dieser Zusammenhang soll anhand der folgenden Tabelle, die die Systematik der OGAW-Richtlinie hinsichtlich der zulässigen Wertpapiere vereinfacht darstellt, veranschaulicht werden:

<p>Grundtatbestand für erwerbzbare Wertpapiere (Art. 1 Abs. 8 OGAW-Richtlinie)</p> <p>Der Grundtatbestand wird durch Art. 19 Abs. 1 und 2 OGAW-Richtlinie weiter konkretisiert</p>		
<p>Wertpapiere, die an einem geregelten Markt eines Mitglied- oder Drittstaates gehandelt werden (vgl. Art. 19 Abs. 1 Buchst. a), b) und c) OGAW-Richtlinie)</p> <p>Diese Vorschriften entsprechen § 47 Abs. 1 Nr. 1 und 2 InvG.</p>	<p>Wertpapiere aus Neuemissionen, sofern u.a. die Zulassung spätestens vor Ablauf eines Jahres nach Emission erlangt wird (vgl. Art. 19 Abs. 1 Buchst. d) OGAW-Richtlinie)</p> <p>Diese Vorschrift entspricht § 47 Abs. 1 Nr. 3 und 4 InvG.</p>	<p>Sonstige Wertpapiere (Art. 19 Abs. 2 Buchst. a) OGAW-Richtlinie)</p> <p>Diese Vorschrift entspricht § 52 Nr. 1 InvG.</p>

In der Praxis muss folglich als erster Schritt der jeweils einschlägige Tatbestand des § 47 Abs. 1 Nr. 1 - 4 InvG geprüft werden. Vereinfacht ausgedrückt, befassen sich alle vier Tatbestände mit Wertpapieren, die an einem organisierten Markt zum Handel zugelassen sind bzw. deren Zulassung spätestens vor Ablauf eines Jahres erfolgt. In einem zweiten Schritt muss geprüft werden, ob es sich bei diesen Wertpapieren um strukturierte Finanzprodukte im Sinne des § 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 InvG (also solche im Sinne des Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL) handelt. Im Rahmen des § 47 Abs. 1 Nr. 1 - 4 InvG ist auch § 47 Abs. 1 Satz 2 InvG zu prüfen, der auf die

allgemeinen Wertpapierkriterien des Art. 2 Abs. 1 OGAW-DRL verweist. In einem dritten Schritt ist zu prüfen, ob ein eingebettetes Derivat im Sinne des § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG in Verbindung mit Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL vorliegt. Sollte dies bejaht werden, sind die Basiswerte des § 51 Abs. 1 Satz 1 InvG zu berücksichtigen, die richtlinienkonform im Lichte des Art. 8 Abs. 1 OGAW-DRL auszulegen sind. Hinsichtlich der Besonderheiten durch die Anwendung des Delta-1-Ansatzes wird auf die Ausführungen auf den Seiten 64 f. oben verwiesen.

c) Verhältnis zu den Wertpapieren gemäß § 52 Nr. 1 InvG

Die nicht überzeugende systematische Einordnung der strukturierten Finanzinstrumente gemäß Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL als Nr. 8 in § 47 Abs. 1 Satz 1 InvG wird auch in einem Vergleich zu § 52 Nr. 1 InvG deutlich.

Vereinfacht ausgedrückt kann ein OGAW-Fonds 100 % seines Wertes in börsennotierte Wertpapiere im Sinne des Art. 19 Abs. 1 OGAW-Richtlinie investieren. Wertpapiere, die nicht in die Kategorien des Art. 19 Abs. 1 OGAW-Richtlinie fallen, können gemäß Art. 19 Abs. 2 OGAW-Richtlinie, der durch § 52 InvG in deutsches Recht umgesetzt worden ist, lediglich bis zu 10 % des Wertes eines OGAW-Fonds ausmachen. Wenn § 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 InvG einen eigenständigen Tatbestand darstellen würde, dann hätte dies zur Konsequenz, dass auch nicht-börsennotierte strukturierte Wertpapiere bis zu 100 % des Wertes des Sondervermögens ausmachen dürften. Eine solche (nicht richtlinienkonforme) Auslegung kann nicht überzeugen. Vielmehr ist § 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 InvG grundsätzlich auch bei der Auslegung des § 52 Nr. 1 InvG zu berücksichtigen. In richtlinienkonformer Auslegung sollte eine Prüfung des § 52 Nr. 1 InvG, die Wertung des Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) und Abs. 3 OGAW-DRL berücksichtigen. Dies würde wie folgt aussehen:

Zunächst ist zu prüfen, ob die Voraussetzungen des § 52 Nr. 1 InvG vorliegen. Dies schließt nach dem Wortlaut des § 52 Nr. 1 InvG eine Prüfung der allgemeinen Wertpapierkriterien des Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. a) - g) OGAW-DRL ein. Dabei sind zwei Besonderheiten zu beachten. Zum einen

sind die Bestimmungen des Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. c) (ii) und Buchst. d) (ii) OGAW-DRL zu berücksichtigen, die sich jeweils auf sonstige (nicht-börsennotierte) Wertpapiere beziehen. Gemäß Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. c) (ii) OGAW-DRL muss eine verlässliche Bewertung der Finanzinstrumente aufgrund von Informationen des Wertpapieremittenten oder aufgrund einer kompetenten Finanzanalyse verfügbar sein. Nach Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. d) (ii) OGAW-DRL müssen zudem regelmäßige und exakte Informationen über das Wertpapier oder ggfs. das zugehörige Portfolio für den OGAW-Fonds verfügbar sein. Zum anderen ist zu berücksichtigen, dass die Vermutungswirkung des Art. 2 Abs. 1 Satz 2 OGAW-DRL nicht hinsichtlich der erforderlichen Handelbarkeit der Finanzinstrumente (Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. e) OGAW-DRL) und der Nichtbeeinträchtigung der jederzeitigen Rücknahmeverpflichtung von Anteilen durch den OGAW-Fonds (Art. 2 Abs. 1 Satz 1 Buchst. b) OGAW-DRL) greift. Hinsichtlich der Handelbarkeit und der Liquidität auf Einzelinstrumenten-Ebene sind dabei die Ausführungen auf S. 6 und 7 (Nr. 17) der CESR-Richtlinien zu beachten.³⁸¹

Selbst wenn alle diese Kriterien erfüllt sind, führt dies nicht automatisch zur Erwerbbarkeit der betreffenden Wertpapiere. Vielmehr ist im Falle des Vorliegens von eingebetteten Derivaten zu prüfen, ob die betreffenden strukturierten Wertpapiere auch als zulässige strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten im Sinne der Art. 2 Abs. 2 Buchst. c), Abs. 3 und Art. 10 OGAW-DRL gelten. Systematisch sollten daher §§ 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 InvG und § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG geprüft werden. In der Praxis wird sich bei strukturierten Finanzprodukten (mit eingebetteten Derivaten) ggfs. eine Einschränkung der Erwerbbarkeit durch die Voraussetzungen des § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG (zulässige Basiswerte; Delta-1-Ansatz) ergeben.

³⁸¹ Auf S. 6 (Nr. 17) der CESR-Richtlinien werden Hinweise zur Beurteilung einer ausreichenden Liquidität auf Einzelinstrumenten-Ebene gegeben. Zudem wird ausgeführt, dass im Falle einer nicht ausreichenden Liquidität ein Finanzinstrument nur erworben (oder gehalten) werden darf, wenn genügend liquide Werte im Portfolio enthalten sind, die eine jederzeitige Rücknahme von Anteilen sicherstellen.

d) § 27 Abs. 2 DerivateV und § 51 Abs. 2 InvG

Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL, der einen Verweis für strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten auf den Art. 21 OGAW-Richtlinie enthält, ist in dieser Form nicht in das InvG umgesetzt worden. Eine solche Wortlaut-Umsetzung wäre auch nicht vorteilhaft gewesen, da die einzelnen Verpflichtungen des Art. 21 OGAW-Richtlinie separat in einzelnen Bestimmungen des InvG und der DerivateV umgesetzt worden sind.

Wie auf den Seiten 93 f. oben diskutiert, beinhaltet der Verweis in Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL auf Art. 21 OGAW-Richtlinie keine Durchschaupflicht hinsichtlich der Erwerbbarkeit der Basiswerte. Insoweit wäre ein Verweis auf Art. 19 Abs. 1 Buchst. g) OGAW-Richtlinie erforderlich gewesen, der die für Derivate zulässigen Basiswerte aufzählt.

Die beiden wesentlichen Verpflichtungen des Art. 21 OGAW-Richtlinie sind (i) die Berücksichtigung der Risiken der eingebetteten Derivate im Rahmen der derivaten Gesamtrisikogrenze (vgl. Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 1 OGAW-Richtlinie) und (ii) die Anrechnung der Basiswerte auf die relevanten Anlagegrenzen (vgl. Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 3 OGAW-Richtlinie). Diese beiden Verpflichtungen waren bereits durch die DerivateV, insbesondere § 27 Abs. 2 DerivateV, in deutsches Recht umgesetzt worden. Dieser Umstand ist auch nicht überraschend, denn der Regelungsgehalt des Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL deckt sich mit dem des Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 4 OGAW-Richtlinie, der auf die Produktrichtlinie zurückzuführen ist und dessen Bestimmungen im Jahr 2004 durch das InvG und die DerivateV in deutsches Recht umgesetzt worden sind. Insoweit ist es nachzuvollziehen, dass der Gesetzgeber in der Gesetzesbegründung zu § 51 Abs. 2 InvG, durch den klargelegt wird, dass strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten bei der (derivativen) Gesamtrisikogrenze zu berücksichtigen sind, ausgeführt hat, dass es sich bei dieser Einfügung lediglich um eine redaktionelle Änderung handele.

2. § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG

Nach § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG gilt für Finanzinstrumente mit derivativer Komponente im Sinne des Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL Satz 1 des § 51 Abs. 1 InvG entsprechend.

a) Durchschaupflicht und § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG

Dieser Verweis in § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG bedeutet, dass die in Satz 1 des § 51 Abs. 1 InvG genannten Basiswerte auch bei strukturierten Finanzprodukten mit eingebetteten Derivaten zu berücksichtigen sind. Dadurch normiert der Gesetzgeber eine Durchschaupflicht bei strukturierten Finanzprodukten mit eingebetteten Derivaten. Wie oben auf den Seiten 119 ff. erwähnt, entspricht eine solche Durchschaupflicht zwar einer vertretbaren, aber nicht völlig überzeugenden Auslegung der Bestimmungen und Grundsätze der OGAW-Richtlinie. Vielmehr sprechen gute Argumente gegen eine solche Pflicht zur Durchschau.³⁸²

aa) Zusammenspiel mit § 27 DerivateV

Nach § 27 Abs. 1 DerivateV darf ein strukturiertes Produkt für ein Sondervermögen nur erworben werden, wenn sichergestellt ist, dass keine Komponente, die nicht auch direkt für das Sondervermögen erworben werden dürfte, Einfluss auf das Risikoprofil und die Preisbildung des Produktes hat.

Auf Seite 1 in Nr. 4 der FAQ *Eligible Assets* führt die BaFin aus, dass es sich bei strukturierten Finanzprodukten im Sinne des § 27 Abs. 1 DerivateV um solche mit eingebetteten Derivaten im Sinne der OGAW-DRL handele. Im Übrigen verweist die BaFin darauf, dass § 27 DerivateV im Lichte der OGAW-DRL anzuwenden sei. Mit einer solchen Verwaltungspraxis hat die BaFin klargestellt, dass eine Durchschau grundsätzlich nur noch bei strukturierten Finanzprodukten mit eingebetteten Derivaten durchzuführen ist. Durch eine solche Auslegung des § 27 DerivateV wurde ein Widerspruch zu einer höherrangigen Norm, nämlich § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG, vermieden. Der Regelungsgehalt des § 27 DerivateV (Normierung einer Durchschau-

³⁸² Vgl. dazu die Ausführungen auf den Seiten 108 ff. oben.

pflicht) ist jedoch im neuen § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG enthalten und daher entbehrlich.

bb) Delta-1-Ansatz

Auf Seite 2 in Nr. 4 der FAQ *Eligible Assets* führt die BaFin aus, dass Produkte, die die Entwicklung des Basiswertes 1:1 abbilden (1:1-Produkte) mangels eines eingebetteten derivativen Elements keine strukturierten Finanzprodukte mit derivativer Komponente darstellen würden. Als Begründung führt die BaFin an, dass ein eingebettetes Derivat bei derartigen Produkten nicht zu erkennen sei, da es für die Annahme einer derivativen Komponente insbesondere an einer Hebelwirkung fehle und die Voraussetzungen des Art. 10 Abs. 1 Buchst. a) bis c) OGAW-DRL nicht vorlägen.

Der Delta-1-Ansatz stellt eine Einschränkung der Durchschaupflicht bei strukturierten Finanzprodukten mit eingebetteten Derivaten dar. Daher wird dieser von der Investmentbranche begrüßt. Wie auf den Seiten 144 ff. oben diskutiert, sprechen gewisse Argumente dafür, dass auch die Kommission einen solchen Delta-1-Ansatz anerkennt. Da es jedoch gute Argumente dafür gibt, dass die Kommission eine Durchschaupflicht hinsichtlich der Erwerbbarkeit der Basiswerte ablehnt, würde der Delta-1-Ansatz nur eine Rolle spielen, wenn es um die Beachtung der (übrigen) Vorschriften für eingebettete Derivate geht (vgl. Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL). Insoweit wird auf die Ausführungen bezüglich der Durchschaupflicht auf den Seiten 91 f. oben verwiesen. Dessen ungeachtet kann eine Durchschaupflicht hinsichtlich der Erwerbbarkeit der Basiswerte auch dogmatisch nicht überzeugen.³⁸³

b) Begriff des Finanzinstruments im Sinne des § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG

§ 51 Abs. 1 Satz 2 InvG benutzt den Begriff „Finanzinstrument“. Fraglich ist, ob dieser nur strukturierte Wertpapiere oder auch strukturierte Geldmarktinstrumente im Sinne des Art. 10 Abs. 2 OGAW-DRL umfasst. Eine Wortlaut-Auslegung des § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG lässt zwei Interpretationen zu. Entscheidend dabei ist die Bezugnahme des Satzteils „im Sinne des Artikels 10 Abs. 1 OGAW-DRL“. Sollte sich dieser Satzteil auf „Finanzin-

³⁸³ Vgl. dazu die Ausführungen auf den Seiten 119 f. oben.

strumente mit derivativer Komponente“ beziehen, dann würde der Begriff „Finanzinstrumente“ nur Wertpapiere umfassen, denn Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL bezieht sich nur auf Wertpapiere. Wenn jedoch der o.g. Satzteil sich lediglich auf die „derivative Komponente“ bezieht, dann sprechen gute Gründe dafür, dass der Begriff „Finanzinstrumente“ auch Geldmarktinstrumente im Sinne des Art. 10 Abs. 2 OGAW-DRL erfasst.

Die Gesetzesbegründung des InvÄndG zu § 51 InvG spricht eher für die zuletzt genannte Alternative.³⁸⁴ Darin wird ausgeführt, dass die Vorschrift klarstelle, dass § 51 Abs. 1 Satz 1 InvG im Falle eines Finanzinstruments mit derivativer Komponente in Bezug auf die derivative Komponente anzuwenden sei. Diese Ausführungen decken sich auch mit einer richtlinienkonformen Auslegung des Art. 51 Abs. 1 Satz 2 InvG, denn die vorgenannte Vorschrift dient der Umsetzung des Art. 10 OGAW-DRL, der sowohl strukturierte Wertpapiere als auch strukturierte Geldmarktinstrumente (mit eingebetteten Derivaten) erfasst.

c) Kein eigenständiger Tatbestand

Fraglich ist, ob § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG einen eigenständigen Tatbestand darstellt oder lediglich mit der Anwendbarkeit des § 51 Abs. 1 Satz 1 InvG eine „Rechtsfolge“ für Finanzinstrumente mit derivativer Komponente enthält. Die besseren Argumente sprechen für die zuletzt genannte Alternative. § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG enthält keine weiteren Informationen darüber, um was für „Finanzinstrumente“ es sich handelt. Auch der systematische Aufbau des InvG spricht für einen „Rechtsfolgenverweis“. §§ 47, 52 InvG enthalten die für richtlinienkonforme Sondervermögen zulässigen Wertpapiere und §§ 48, 52 InvG die zulässigen Geldmarktinstrumente. An diese Finanzinstrumente knüpft der Finanzinstrumentenbegriff des § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG an.

Dies deckt sich aber nicht mit der Auslegung des Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL. Wie auf den Seiten 88 ff. bereits erwähnt, sprechen gute Gründe dafür, dass Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL einen eigenständigen Tatbestand dar-

³⁸⁴ Vgl. S. 178 der Gesetzesbegründung zum InvÄndG (BT-Drucksache 16/5576).

stellt, der jedoch keinen erkennbar eigenen Anwendungsbereich im Verhältnis zum Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL zu haben scheint. Solange es keine strukturierten Finanzprodukte mit derivativer Komponente gibt, die nur von Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL und nicht von Art. 2 Abs. 2 Buchst. c), Abs. 3 OGAW-DRL erfasst werden, spielt die unterschiedliche Auslegung des Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL und des § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG keine Rolle, da über § 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 InvG alle Finanzprodukte erfasst werden, die auch von Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) OGAW-DRL abgedeckt werden. Anderenfalls wäre eine richtlinienkonforme Auslegung des § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG angebracht und dieser wäre als ein eigenständiger Tatbestand zu verstehen.

d) Vertraglich transferierbare derivative Komponente

Nach Art. 10 Abs. 3 Satz 1 OGAW-DRL gilt eine Komponente eines Wertpapiers bzw. Geldmarktinstruments, die unabhängig von diesem Wertpapier bzw. Geldmarktinstrument vertraglich transferierbar ist, nicht als Wertpapier, in das ein Derivat eingebettet ist. Vielmehr wird diese Komponente gemäß Art. 10 Abs. 3 Satz 2 OGAW-DRL als eigenes Finanzinstrument betrachtet. Diese Bestimmungen der OGAW-DRL finden sich nicht im InvG wieder.

Allerdings führt die BaFin in Nr. 15 der FAQ *Eligible Assets* u.a. das Folgende aus: „...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...“

Diese Ausführungen der BaFin orientieren sich zwar an dem Wortlaut des Art. 10 Abs. 3 Satz 1 OGAW-DRL können jedoch nicht völlig überzeugen. Es versteht sich von selbst, dass ein Geldmarktinstrument mit einer vertraglich transferierbaren derivativen Komponente nicht als *Wertpapier* mit einem eingebetteten Derivat anzusehen ist. Zielführender wäre die Aussage gewesen, dass es sich bei solchen Geldmarktinstrumenten nicht um *Geldmarktinstrumente* mit einem eingebetteten Derivat handelt. Entsprechend sollte auch Art. 10 Abs. 3 Satz 1 OGAW-DRL ausgelegt werden.

Zudem fehlt in Nr. 15 der FAQ *Eligible Assets* der Hinweis des Art. 10 Abs. 3 Satz 1 OGAW-DRL, dass auch Wertpapiere mit einer vertraglich transferierbaren derivativen Komponente nicht als Wertpapiere mit einem eingebetteten Derivat gelten. Zumindest zu Klarstellungszwecken sollten diese Ausführungen auch in die FAQ *Eligible Assets* aufgenommen werden.

3. Geldmarktinstrumente mit eingebetteten Derivaten

Für Geldmarktinstrumente gibt es keine dem § 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 InvG entsprechende Vorschrift. Allerdings enthält Art. 10 Abs. 2 OGAW-DRL die klare Aussage, dass es auch Geldmarktinstrumente mit eingebetteten Derivaten gibt. Daher sind die §§ 48 Abs. 1, 52 Nr. 2 InvG richtlinienkonform auszulegen, wobei zudem die Durchschaupflicht des § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG zu beachten ist:

Zunächst ist zu prüfen, ob einer der Tatbestände der §§ 48 Abs. 1 bzw. 52 Nr. 2 InvG erfüllt ist. In einem zweiten Schritt ist zu prüfen, ob ein eingebettetes Derivat im Sinne des Art. 10 Abs. 1 OGAW-DRL vorliegt. Sollte dies bejaht werden, sind die Basiswerte des § 51 Abs. 1 Satz 1 InvG zu berücksichtigen, die im Lichte des Art. 8 Abs. 1 OGAW-DRL auszulegen sind. Hinsichtlich der Besonderheiten durch die Anwendung des Delta-1-Ansatzes wird auf die Ausführungen auf den Seiten 64 f. oben verwiesen.

Es ist aber zudem noch eine Vorschrift der CESR-Richtlinien zu bestimmten strukturierten Geldmarktinstrumenten zu beachten. Auf Seite 7 in Nr. 18 der CESR-Richtlinien wird ausgeführt, dass es nach Auffassung von CESR keine Möglichkeit gibt, mit Geldmarktinstrumente ein Exposure zu Edelmetallen aufzubauen. Wie auf Seite 63 oben erwähnt, berücksichtigt die BaFin die CESR-Richtlinien auch in ihrer Verwaltungspraxis. Dieses Ergebnis ist für die Praxis jedoch sehr unbefriedigend. Wünschenswert wäre es daher, dass die BaFin diese Auslegungshilfe der CESR-Richtlinien aufgrund der Inkonsistenz zum Delta-1-Ansatz nicht anwendet und dies in den FAQ *Eligible Assets* festhält.

4. § 48 Abs. 1 Nr. 6 Buchst. c) InvG

§ 48 Abs. 1 Nr. 6 Buchst. c) InvG nimmt Bezug auf Art. 7 OGAW-DRL. Wie auf Seite 158 oben erwähnt, wird auf Seite 8 in der zweiten *Background Note* zu Art. 7 OGAW-DRL ausgeführt, dass es Ziel des Art. 7 OGAW-DRL ist, die Marktpraktiken auf dem Gebiet der ABCP zu reflektieren.³⁸⁵ Daher kommt § 48 Abs. 1 Nr. 6 Buchst. c) InvG für die Praxis eine erhebliche Bedeutung zu. Die Prüfung, ob Geldmarktinstrumente unter den § 48 Abs. 1 Nr. 6 Buchst. c) OGAW-DRL fallen, gestaltet sich als aufwendig. Dies liegt vor allem an der Komplexität bzw. Unübersichtlichkeit der neuen Formulierung des § 48 InvG, der in Auszügen in **Anhang 2** enthalten ist.

Dem Rechtsanwender soll im Folgenden eine leicht nachzuvollziehende Richtschnur für die Prüfung des § 48 Abs. 1 Nr. 6 Buchst. c) InvG an die Hand gegeben werden. Zudem wird untersucht, ob die Prüfungsvoraussetzungen den Vorgaben der OGAW-Richtlinie entsprechen oder ob im Wege einer richtlinienkonformen Auslegung gewisse „Adjustierungen“ erforderlich sind.

a) Einleitung/ OGAW-Richtlinie

Zunächst soll zu Orientierungszwecken eine Übersicht der Regelungen der OGAW-Richtlinie betreffend Geldmarktinstrumenten gegeben werden.

Die OGAW-Richtlinie enthält in Art. 1 Abs. 9 einen „Grundtatbestand“ für Geldmarktinstrumente (vgl. Box 1), der in dieser Form nicht im InvG umgesetzt worden ist. Dieser „Grundtatbestand“ wird in Art. 19 Abs. 1 und 2 OGAW-Richtlinie konkretisiert und „zerfällt“ in einzelne „Untertatbestände“ (vgl. Box 2). Tabellarisch kann dies wie folgt in vereinfachter Form dargestellt werden:

³⁸⁵ Die Gesetzesbegründung zum InvÄndG betreffend § 48 Abs. 1 Nr. 6 Buchst. c) InvG ist wenig aufschlussreich. Auf S. 177 wird zu § 48 InvG lediglich ausgeführt, dass die Änderungen in § 48 InvG der Anpassung an die Vorgaben des Art. 19 Abs. 1 Buchst. a) bis c) und h) OGAW-Richtlinie sowie der Umsetzung der Art. 3, 4, 5, 6 und 7 der OGAW-DRL dienen.

Box 1:

„Grundtatbestand“ für Geldmarktinstrumente, Art. 1 Abs. 9 OGAW-Richtlinie (vgl. Art. 3 Abs. 1 OGAW-DRL; S. 7 Nr. 18 CESR-Richtlinien).

Der „Grundtatbestand“ enthält drei Tatbestandsmerkmale. Danach sind Geldmarktinstrumente Instrumente,

- die üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelt werden (vgl. Art. 3 Abs. 2 OGAW-DRL; S. 7 Nr. 18 CESR-Richtlinien);
- liquide sind (vgl. Art. 4 Abs. 1 OGAW-DRL; S. 8 Nr. 19 CESR-Richtlinien); und
- deren Wert jederzeit genau bestimmt werden kann (vgl. Art. 4 Abs. 2 OGAW-DRL; S. 8 Nr. 19 CESR-Richtlinien).

Box 2:

<p>Geldmarktinstrumente, die auf einem geregelten Markt gehandelt werden (Art. 19 Abs. 1 Buchst. a) bis c) OGAW-Richtlinie</p>	<p>Geldmarktinstrumente, die nicht auf einem geregelten Markt gehandelt werden und noch weitere in Art. 19 Abs. 1 Buchst. h) OGAW-Richtlinie genannte Voraussetzungen erfüllen</p>	<p>Sonstige Geldmarktinstrumente (Art. 19 Abs. 2 Buchst. a) OGAW-Richtlinie)</p> <p>Anmerkung: Erwerb nur bis zu 10 % des Wertes des OGAW-Fonds zulässig</p>
--	--	--

ABCP müssen, wie alle anderen Geldmarktinstrumente auch, die drei allgemeinen in Box 1 aufgeführten Tatbestandsmerkmale erfüllen. Die ABCP, die von § 48 Abs. 1 Nr. 6 Buchst. c) InvG erfasst werden, fallen in die zweite Kategorie von Box 2.

b) Einzelne Prüfungsschritte betreffend § 48 Abs. 1 Nr. 6 Buchst. c) InvG

Die einzelnen Prüfungsschritte betreffend ABCP im Sinne des § 48 Abs. 1 Nr. 6 Buchst. c) InvG können tabellarisch wie folgt dargestellt und kommentiert werden:

Erstes Tatbestandsmerkmal

Wortlaut:

Instrumente, die üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelt werden oder verzinsliche Wertpapiere, die im Zeitpunkt ihres Erwerbs für das Sondervermögen eine *restliche* Laufzeit von höchstens 397 Tagen haben, deren Verzinsung nach den Ausgabebedingungen während ihrer gesamten Laufzeit regelmäßig, mindestens aber einmal in 397 Tagen, marktgerecht angepasst wird oder deren Risikoprofil dem Risikoprofil solcher Wertpapiere entspricht („Geldmarktinstrumente“) (vgl. § 48 Abs. 1 InvG)

Kommentierung:

Dieses Tatbestandsmerkmal knüpft an Art. 1 Abs. 9 OGAW-Richtlinie und Art. 3 Abs. 2 OGAW-DRL an.

Auffällig ist, dass Art. 3 Abs. 2 OGAW-DRL den Begriff „Instrumente, die üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelt werden“ in vier Unterkategorien einteilt.³⁸⁶ Drei von diesen Unterkategorien werden auch in § 48 Abs. 1 InvG genannt. Es fehlt jedoch die Unterkategorie betreffend Instrumenten, die bei der Emission eine Laufzeit von bis zu 397 Tagen haben. Soweit ein Instrument dieser Unterkategorie nicht von einer Alternative des § 48 Abs. 1 InvG erfasst wird, sollte im Wege der richtlinienkonformen Auslegung diese Unterkategorie in § 48 Abs. 1 InvG hineingelesen werden.

Des Weiteren fällt auf, dass in Art. 3 Abs. 2 OGAW-DRL die vier dort erwähnten Unterkategorien den Begriff „Instrumente, die üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelt werden“ erläutern. Daher stehen die vier Unterkategorien im Sinne des Art. 3 Abs. 2 Buchst. a) - d) OGAW-DRL nicht wie in § 48 Abs. 1 InvG alternativ neben diesem Begriff. Es ist aber nicht ersichtlich, dass sich daraus in der Praxis unterschiedliche Ergebnisse ergeben würden.

³⁸⁶ Auf S. 7 in Nr. 18 CESR-Richtlinien sind Beispiele von Instrumenten genannt, die diesem Begriff gewöhnlich unterfallen. Auch der vierte Erwägungsgrund der Produktrichtlinie enthält diese und weitere Instrumente, die als Instrumente angesehen werden, die üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelt werden. Dazu gehören zum Beispiel Schatzwechsel, Kommunalobligationen, Commercial Paper, Medium-Term-Notes und Bankakzepte.

Zweites Tatbestandsmerkmal

Wortlaut:

Bei dem jeweiligen Emittenten handelt es sich um einen Rechtsträger, der die wertpapiermäßige Unterlegung von Verbindlichkeiten durch Nutzung einer von einer Bank eingeräumten Kreditlinie finanzieren soll. Für die wertpapiermäßige Unterlegung und die von einer Bank eingeräumten Kreditlinie gilt Art. 7 OGAW-DRL (vgl. § 48 Abs. 1 Nr. 6 Buchst. c InvG).

Kommentierung:

Art. 7 OGAW-DRL soll die Marktpraktiken auf dem Gebiet der ABCP reflektieren.

Hinsichtlich der von Banken eingeräumten Kreditlinien verweist Art. 7 Abs. 2 OGAW-DRL auf Bankdienste, die durch ein Finanzinstitut gesichert sind, das selbst den Anforderungen des Art. 19 Abs. 1 Buchst. h) dritter Gedankenstrich OGAW-Richtlinie entspricht (vgl. dazu das nachfolgende dritte Tatbestandsmerkmal).

Drittes Tatbestandsmerkmal

Wortlaut:

Finanzinstitut, das gemäß den im Gemeinschaftsrecht festgelegten Kriterien einer Aufsicht unterstellt ist, oder einem Finanzinstitut, das Aufsichtsbestimmungen, die nach Auffassung der zuständigen Behörden mindestens so streng sind wie die des Gemeinschaftsrechts, unterliegt und diese einhält (vgl. § 48 Abs. 1 Nr. 6 Buchst. c) InvG in Verbindung mit Art. 7 Abs. 2 OGAW-DRL in Verbindung mit Art. 19 Abs. 1 Buchst. h) dritter Gedankenstrich OGAW-Richtlinie)

Kommentierung:

Der Begriff „Institut, das Aufsichtsbestimmungen unterliegt oder einhält, die nach Auffassung der zuständigen Behörden mindestens so streng sind wie die des Gemeinschaftsrechts“ wird in Art. 6 OGAW-DRL erläutert.

Die Erfüllung dieses Kriteriums sollte in aller Regel keine Schwierigkeiten bereiten, soweit das Institut seinen Sitz im Europäischen Wirtschaftsraum oder in einem zur Zehnergruppe gehörenden OECD-Land hat (vgl. dazu Art. 6 Nr. 1 und 2 OGAW-DRL).

Viertes Tatbestandsmerkmal

Wortlaut:

Geldmarktinstrumente im Sinne des § 48 Abs. 1 Nr. 6 Buchst. c) InvG dürfen nur erworben werden, wenn sie die Voraussetzungen des Art. 4 Abs. 1 und 2 OGAW-DRL erfüllen (vgl. § 48 Abs. 2 Satz 1 InvG).

Kommentierung:

Art. 4 Abs. 1 und 2 OGAW-DRL erläutert das zweite und dritte Merkmal des o.g. „Grundtatbestands“ für Geldmarktinstrumente im Sinne des Art. 1 Abs. 9 OGAW-Richtlinie. Dabei geht es um (i) die geforderte Liquidität der Instrumente und (ii) deren Wert, der jederzeit genau bestimmt werden können muss.

Hinweis: Art. 4 Abs. 1 und 2 OGAW-DRL wird auf den Seiten 8 und 9 in Nr. 19 CESR-Richtlinien erläutert.

Fünftes Tatbestandsmerkmal

Wortlaut:

Geldmarktinstrumente im Sinne des § 48 Abs. 1 Nr. 6 Buchst. c) InvG dürfen nur erworben werden, wenn die Emission oder der Emittent dieser Instrumente Vorschriften über den Einlagen- und den Anlegerschutz unterliegt (vgl. § 48 Abs. 3 Satz 1 1. Voraussetzung InvG).

Kommentierung:

Diese Voraussetzung entspricht Art. 19 Abs. 1 Buchst. h) OGAW-Richtlinie und wird durch Art. 5 Abs. 1 OGAW-DRL erläutert (vgl. dazu das nachfolgende sechste Tatbestandsmerkmal).

Sechstes Tatbestandsmerkmal

Wortlaut:

Die Kriterien des Art. 5 Abs. 1 OGAW-DRL müssen erfüllt sein (vgl. § 48 Abs. 3 Satz 1 2. Voraussetzung InvG).

Kommentierung:

Dieses Tatbestandsmerkmal ist grds. nicht erforderlich, da bereits das fünfte Tatbestandsmerkmal durch Art. 5 Abs. 1 OGAW-DRL erläutert wird.

Art. 5 Abs. 1 Buchst. b) und c) OGAW-DRL fordert, dass angemessene Informationen über die Geldmarktinstrumente vorliegen und diese frei transferierbar sind. Art. 5 Abs. 2 OGAW-DRL konkretisiert den Begriff der „angemessenen Informationen“.

Zudem wird in Art. 5 Abs. 1 Buchst. a) OGAW-DRL auf Art. 3 Abs. 2 und Art. 4 Abs. 1 und 2 OGAW-DRL verwiesen. Dieser Verweis ist für den Anwender deutschen Rechts grds. unbeachtlich, denn Art. 3 Abs. 2 OGAW-DRL ist praktisch mit § 48 Abs. 1 InvG identisch (vgl. dazu das erste Tatbestandsmerkmal). Die Einhaltung von Art. 4 Abs. 1 und 2 OGAW-DRL wird bereits durch § 48 Abs. 2 Satz 1 InvG gefordert (vgl. dazu das vierte Tatbestandsmerkmal).

Siebtes Tatbestandsmerkmal:

Wortlaut:

Für den Erwerb von Geldmarktinstrumenten im Sinne des § 48 Abs. 1 Nr. 6 Buchst. c) InvG gilt Art. 5 Abs. 2 OGAW-DRL (vgl. § 48 Abs. 3 Satz 2 1. Halbsatz InvG).

Kommentierung:

Art. 5 Abs. 2 OGAW-DRL konkretisiert, welche Informationen zu den „angemessenen Informationen“ im Sinne des Art. 5 Abs. 1 Buchst. b) OGAW-DRL zählen.

Dieses Tatbestandsmerkmal ist nicht erforderlich. Zum einen führt bereits die Erläuterung des fünften Tatbestandsmerkmals zur Anwendung des Art. 5 Abs. 1 bzw. 2 OGAW-DRL. Zum anderen wird bereits gemäß § 48 Abs. 3 Satz 1 2. Voraussetzung InvG in Verbindung mit Art. 5 Abs. 1 Buchst. b) OGAW-DRL u.a. auf Art. 5 Abs. 2 OGAW-DRL verwiesen wird (vgl. dazu das sechste Tatbestandsmerkmal).

Eine Voraussetzung des Art. 19 Abs. 1 Buchst. h) dritter Spiegelstrich OGAW-Richtlinie betreffend ABCP ist in § 48 Abs. 1 Nr. 6 InvG nicht umgesetzt worden. Nach der vorgenannten Vorschrift der OGAW-Richtlinie ist es erforderlich, dass die Geldmarktinstrumente von (anderen) Emittenten

begeben werden, die einer Kategorie angehören, die von den für OGAW-Fonds zuständigen Behörden zugelassen wurde. Der Regierungsentwurf des InvÄndG sah diese Voraussetzung noch in § 48 Abs. 1 Nr. 6 InvG vor. Danach mussten die Emittenten einer von der BaFin anerkannten Kategorie angehören. Im Rahmen des parlamentarischen Verfahrens hat der Finanzausschuss des Bundestages empfohlen, dieses Kriterium zu streichen.³⁸⁷ Als Begründung wird angeführt, dass diese Regelung der Deregulierung diene und die Entscheidung, ob es sich bei den betreffenden Emittenten von Geldmarktinstrumenten um solche handele, die einer von der BaFin anerkannten Kategorie angehörten, im Rahmen der Genehmigung der Vertragsbedingungen getroffen werden könne.³⁸⁸

Hinsichtlich der anerkannten Kategorie von Emittenten könnte es wie bei den organisierten Märkten von Drittstaaten, die in § 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 und 4 InvG erwähnt werden, einen dynamischen Verweis auf eine BaFin-Liste geben, die nicht Bestandteil der Vertragsbedingungen ist. Somit würde eine Änderung der Liste der anerkannten Emittenten nicht zu einer Änderung der Vertragsbedingungen führen.³⁸⁹

Insgesamt sind die Prüfungsvoraussetzungen für ABCP im Sinne des § 48 Abs. 1 Nr. 6 c) InvG als unübersichtlich zu bezeichnen. Diese Unübersichtlichkeit ist aber auf die komplexen Regelungen bzw. Erläuterungen zu Geldmarktinstrumenten, die in der OGAW-Richtlinie und OGAW-DRL enthalten sind, zurück zu führen.

II. BaFin-Verwaltungspraxis

Wie auf Seite 63 oben bereits erwähnt, hat die BaFin in Absprache mit dem BVI die FAQ *Eligible Assets* veröffentlicht. Ein solcher Fragenkatalog ist grundsätzlich zu begrüßen. Es wäre für die Praxis aber auch von Interesse,

³⁸⁷ Vgl. S. 48 der Beschlussempfehlung des Finanzausschusses zum InvÄndG vom 25. Oktober 2007 (BT-Drucksache 16/6874).

³⁸⁸ Vgl. S. 165 der o.g. Beschlussempfehlung.

³⁸⁹ Vgl. S. 176 der Gesetzesbegründung zum InvÄndG vom 11. Juni 2007 (BT-Drucksache 16/5576) bzgl. des dynamischen Verweises auf organisierte Märkte von Drittstaaten.

wenn ein Fragenkatalog zur OGAW-DRL (und ggfs. zu den CESR-Richtlinien) auf EU-Ebene entsprechend den Fragenkatalogen zur

- Prospektrichtlinie (einschließlich der Prospektverordnung) und
- MiFID (einschließlich der MiFID-Durchführungsmaßnahmen)

geführt werden würde.³⁹⁰ Ein solcher Fragenkatalog auf EU-Ebene würde eine unterschiedliche Auslegung von Vorschriften der OGAW-DRL durch Aufsichtsbehörden und Marktteilnehmer von vornherein verhindern. Alternativ könnte die BaFin in ihrem FAQ *Eligible Assets* auch die Antworten kennzeichnen, die auf CESR-Ebene diskutiert worden sind.

Der FAQ *Eligible Assets* geht in einer Vielzahl von Punkten auf Einzelfragen zum Thema „strukturierte Finanzprodukte“ ein.

1. Zulässigkeit des Erwerbs von Zertifikaten über Edelmetalle

Die BaFin hatte zunächst auf einem Seminar im Juni 2007 angedeutet, dass ein Erwerb von Zertifikaten auf Edelmetalle für richtlinienkonforme Sondervermögen entsprechend dem Wortlaut des § 46 InvG nicht zulässig sei. Nach § 46 Satz 2 InvG dürfen Zertifikate über Edelmetalle nicht von einer KAG für Rechnung eines richtlinienkonformen Sondervermögens erworben werden.

Insbesondere wohl auch aufgrund von Kommentaren von Marktteilnehmern und einem Gedankenaustausch mit anderen Aufsichtsbehörden hat die BaFin jedoch ihre Ansicht zu Recht geändert und in den FAQ *Eligible Assets* ausgeführt, dass der Erwerb von Zertifikaten über Edelmetalle als 1:1-Produkte grundsätzlich zulässig sei, wenn die Bedingungen des Art. 2 OGAW-DRL erfüllt seien und der Erwerb des Wertpapiers nicht zu einer physischen Lieferung führe oder berechtere.

³⁹⁰ Die beiden Fragenkataloge sind abrufbar unter www.cesr-eu.org (*Experts Groups/ Prospectus Level 3/20 December 2007/View Document*) und www.europa.eu.int (Das Portal der Europäischen Union/ Tätigkeitsbereiche, Binnenmarkt/Kommission, Binnenmarkt/ Der Binnenmarkt für Dienstleistungen/Finanzdienstleistungen/Wertpapiere/ Wertpapierdienstleistung und geregelte Märkte (MiFID)/Ihre Fragen zur MiFID).

Die BaFin führt in Nr. 7 der FAQ *Eligible Assets* ferner aus, dass das Verbot in § 46 InvG bzw. Art. 19 Abs. 2 Buchst. d) OGAW-Richtlinie, Zertifikate über Edelmetalle zu erwerben, historisch dahingehend auszulegen sei, dass hiervon nur Fälle erfasst seien, die eine physische Belieferung vorsähen bzw. das Recht auf physische Lieferung einräumen würden.

Diese Sichtweise wird grundsätzlich durch die Ausführungen auf Seite 47 in Rn. 93 des Vandamme-Reports zu Gold bzw. „Zertifikaten über Gold“ gestützt. Insoweit wird auf die Ausführungen auf den Seiten 122 f. oben verwiesen.

Festzuhalten bleibt jedoch, dass die Ausführungen der BaFin nicht ganz eindeutig sind. Es ist nicht völlig klar, wem das Recht auf physische Lieferung zustehen muss, damit ein Erwerb von Edelmetall-Zertifikaten für Rechnung eines richtlinienkonformen Sondervermögens ausgeschlossen ist. Ausgehend von dem Grundsatz, dass die OGAW-Richtlinie nicht grundsätzlich ein Exposure zu Edelmetallen vermeiden wollte, sondern nur das physische Halten von Edelmetallen wie Gold, sollte es entscheidend darauf ankommen, dass nicht dem Emittenten von Edelmetall-Zertifikaten das Recht auf physische Lieferung von Edelmetallen an den Schuldtitelinhaber zusteht. Daher wäre das einseitige Recht des Schuldtitelinhabers (Investmentgesellschaft) auf physische Lieferung von Edelmetallen unschädlich betreffend den Erwerb von Edelmetall-Zertifikaten für Rechnung eines richtlinienkonformen Sondervermögens, da die Investmentgesellschaft diese Option nicht ausüben muss bzw. darf. Es wäre wünschenswert, dass die BaFin dies in Nr. 7 der FAQ *Eligible Assets* eindeutig klarstellen würde.

Der Verweis in Nr. 7 der FAQ *Eligible Assets* auf „Art. 2 OGAW-DRL“ ist als ein Verweis auf Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) und Abs. 3 OGAW-DRL zu verstehen, denn im Falle von Edelmetall-Zertifikaten ist die Wertentwicklung der Zertifikate an die Wertentwicklung anderer Vermögenswerte, nämlich Edelmetalle, gekoppelt. Nach Ansicht der BaFin ist bei einem „1:1-Produkt“ kein Derivat im Sinne des Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL in Verbindung mit Art. 10 OGAW-DRL eingebettet.

Über Art. 2 Abs. 2 Buchst. c) (i) OGAW-DRL wird auch auf die einzuhaltenen allgemeinen Wertpapierkriterien im Sinne des Art. 2 Abs. 1 Buchst. a) bis g) OGAW-DRL verwiesen.

2. Bewertung von geschlossenen Fonds

In Nr. 12 der FAQ *Eligible Assets* wird ausgeführt, dass für geschlossene Fonds, die die Wertpapiereigenschaften des Art. 2 OGAW-DRL erfüllen, grundsätzlich keine Durchschaupflicht zur Klärung der Erwerbbarkeit gelte. Die Vermögenswerte, in die der Fonds investiere, könnten „*non eligibles*“ sein. Eventuelle Investitionen der geschlossenen Fonds in Derivate führe nicht zur Klassifikation als strukturiertes Produkte mit eingebetteten Derivaten.

Diese Ausführungen der BaFin sind zu begrüßen. Geschlossene Fonds sollten grundsätzlich nicht als strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten bewertet werden. Hervorzuheben ist jedoch, dass auf Seite 42 in Rn. 139 der CESR-Ratschläge eine etwas differenziertere Auffassung vertreten wird. Insoweit wird auf die Ausführungen auf Seite 102 oben verwiesen. Dabei gilt es insbesondere zu bedenken, dass die BaFin die CESR-Ratschläge in ihrer Verwaltungspraxis grundsätzlich berücksichtigt. Wünschenswert wäre eine Klarstellung der BaFin, ob sie auch die Ausführungen auf Seite 42 in Rn. 139 der CESR-Ratschläge zu geschlossenen Fonds in ihrer Verwaltungspraxis berücksichtigt. Sollte dies der Fall sein, müsste in der Praxis grundsätzlich differenziert werden zwischen geschlossenen Fonds mit aktiven und passiven Management.³⁹¹ Im zuletzt genannten Fall könnten nach Auffassung von CESR strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten vorliegen. Eine Differenzierung zwischen geschlossenen Fonds mit einem aktiven und „passiven“ Management ist jedoch abzulehnen.³⁹²

3. Erwerbbarkeit von Katastrophen-/ Event-Linked-Bonds

Die BaFin führte in Nr. 13 FAQ *Eligible Assets* Juni 2007 aus, dass auch Merkmale von zulässigen Vermögenswerten zulässige Basiswerte eines De-

³⁹¹ Vgl. dazu auch die Ausführungen auf Seite 102 oben.

³⁹² Vgl. dazu die Ausführungen auf Seite 121 oben.

rivates sein könnten (wie Dividenden, Volatilität, Momente). Art. 8 Abs. 1 Buchst. a) (i) OGAW-DRL lasse einzelne charakteristische Elemente eines Wertpapiers als Basiswert zu. Hierunter würden zum Beispiel auch Katastrophen-/Event-Linked-Bonds fallen, weil es sich bei dem Basiswert um Vermögenswerte handele, die das Kerngeschäft von Versicherungen darstellen würden.

Diese Ausführungen der BaFin waren aus Sicht der Investmentbranche uneingeschränkt zu begrüßen. Insbesondere kann durch den Erwerb solcher strukturierter Finanzprodukte eine weitere Portfoliodiversifizierung von richtlinienkonformen Sondervermögen erreicht werden.³⁹³ Risiken dieser Bonds korrelieren grundsätzlich nicht eng mit den Risiken der Finanzmärkte.

Es bleibt jedoch festzuhalten, dass die Begründung der BaFin nicht überzeugen konnte. Deshalb wird wohl auch in den FAQ *Eligible Assets* September 2007 ausgeführt, dass die BaFin die Ausführungen zu Nr. 13 FAQ *Eligible Assets* überarbeite.

Bei den als Basiswerten zulässigen Merkmalen im Sinne des Art. 8 Abs. 1 Buchst. a) (i) OGAW-DRL muss es sich um Merkmale handeln, die die für OGAW-Fonds zulässigen Vermögenswerte aufweisen. Dazu gehören zum Beispiel Dividenden und Volatilität von Wertpapieren.

Bei Katastrophen-Bonds hingegen werden mittels Versicherungsderivaten die Risiken von Naturkatastrophen in den Kapitalmarkt transferiert.³⁹⁴ Daher handelt es sich bei den „Basiswerten“ der strukturierten Finanzprodukte um das Ereignis einer Naturkatastrophe bzw. um entsprechende Marktschadensindizes.

³⁹³ Vgl. zum Begriff „Diversifizierung“ Schindler, Neue Chancen der Diversifikation, ZKredW 2007, 848 (848). Vgl. zur Portfoliotheorie Schulte-Mattler, Harry Markowitz - auf den Schultern von Giganten, Bank 2007, 72 (72).

³⁹⁴ Vgl. dazu auch die Ausführungen auf den Seiten 20 und 38 oben.

Die BaFin führte insofern aus, dass „es sich bei dem Basiswert um Vermögenswerte handelt, die das Kerngeschäft von Versicherungen darstellen“. Diese Ausführungen stehen in keinem Zusammenhang mit Art. 8 Abs. 1 Buchst. a) (i) OGAW-DRL.

Letztlich erfolgen die Ausführungen der BaFin in Nr. 13 der FAQ *Eligible Assets* Juni 2007 ergebnisorientiert ohne inhaltlich überzeugen zu können. Für die Praxis bleibt zu hoffen, dass Katastrophen- und Event-Linked-Bonds weiterhin erwerbbar Finanzprodukte für richtlinienkonforme Sondervermögen bleiben und die BaFin dies in der nächsten Version der FAQ *Eligible Assets* klarstellt.

4. Geldmarktinstrumente und eingebettete Derivate

Hinsichtlich der Ausführungen der BaFin in Nr. 14 und 15 der FAQ *Eligible Assets* zu Geldmarktinstrumenten und eingebetteten Derivaten wird auf die Ausführungen auf den Seiten 180 ff. oben verwiesen.

5. Behandlung von *True-sale*- und synthetischen Verbriefungen

In Nr. 16 der FAQ *Eligible Assets* wird ausgeführt, dass eine unterschiedliche Behandlung von *True-sale*- und synthetischen Verbriefungen grundsätzlich nicht notwendig sei. Beide Arten dürften bei Erfüllung der Geldmarktinstrument-Eigenschaften auch als Geldmarktinstrumente erworben werden.

Diese Ausführungen stehen im Einklang mit den Bestimmungen des InvG und der CESR-Richtlinien. *True-sale*- und synthetische ABS können grundsätzlich unter § 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 InvG subsumiert werden.³⁹⁵ Selbst für (synthetische) ABS, die derivative Elemente enthalten, wird auf Seite 10 in Nr. 23 der CESR-Richtlinien klargestellt, dass es sich bei diesen Instrumenten nicht um strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten handele.

³⁹⁵ Vgl. dazu die Ausführungen auf den Seiten 172 ff. und 159 ff. oben.

ABCP fallen grundsätzlich unter § 48 Abs. 1 Nr. 6 Buchst. c) InvG. Hinsichtlich der einzelnen Prüfungsschritte betreffend ABCP wird auf die Ausführungen auf den Seiten 182 ff. oben verwiesen.

6. Kapitel: Neue Generation von OGAW-Fonds

Wie bereits auf den Seiten 119 f. erörtert, gibt es im Rahmen der Bestimmungen der OGAW-Richtlinie bzw. der OGAW-DRL keine rechtsdogmatisch befriedigende Antwort auf die Frage, ob eine Durchschau bei strukturierten Finanzprodukten (mit eingebetteten Derivaten) betreffend die Basiswerte durchgeführt werden sollte. Im Falle der Verneinung einer Durchschaupflicht besteht eine Inkonsistenz gegenüber den Regelungen für Derivate und im Fall der Bejahung einer Durchschaupflicht ist eine Inkonsistenz gegenüber den Regelungen für Derivate auf Finanzindizes und Anteile an geschlossenen Fonds festzustellen.

Im Rahmen der bestehenden Regelungen scheint rechtsdogmatisch nur eine Lösung überzeugen zu können, die im Sinne einer „Produktregulierung ohne Öffnungsklausel“, wie in der OGAW-Richtlinie gegenwärtig vorgesehen, einen abschließenden Katalog zulässiger Vermögenswerte vorgibt. Dies würde aber auch bedeuten, dass man nicht mittels eines zulässigen Vermögenswertes (strukturierte Finanzprodukte, Derivate auf Finanzindizes, Anteile an geschlossenen Fonds) ein Exposure zu einem nicht-zulässigen Vermögenswert aufbauen kann. Ein solches rechtsdogmatisch befriedigendes Ergebnis würde jedoch der Realität der auf den Kapitalmärkten gehandelten Spar- und Investmentprodukten nicht gerecht werden und wäre nicht von den Bestimmungen der OGAW-DRL gedeckt.³⁹⁶ Zudem würde es dazu führen, dass OGAW-Fonds mittel- bzw. langfristig an Bedeutung verlieren würden, da Produktinnovationen nicht möglich wären. Daher sollte, wie auf den Seiten 108 ff. oben erörtert, auf eine Durchschau bei strukturierten Finanzprodukten (mit eingebetteten Derivaten) hinsichtlich der Erwerbbarkeit der Basiswerte generell verzichtet werden. Dies würde zur Attraktivität bzw. „Flexibilität“ des Produktes „OGAW-Fonds“ beitragen.

³⁹⁶ Vgl. Art. 2 Abs. 2 Buchst. a) und b) und Art. 9 Abs. 1 Buchst. a) (iii) OGAW-DRL.

Jedoch sollte eine solche flexible Regelung nicht das Ende, sondern erst der Anfang einer Überarbeitung der produktspezifischen Bestimmungen der OGAW-Richtlinie sein.

Im Folgenden wird ein Ansatz einer zukünftigen Regulierung hinsichtlich zulässiger Vermögenswerte für OGAW-Fonds skizziert, der sowohl den Bedürfnissen des Anlegerschutzes als auch dem Erfordernis eines flexiblen Produktes Rechnung tragen soll.

1. Abschnitt: Einleitung

Wichtig für eine mögliche zukünftige Regelung zulässiger Vermögenswerte für OGAW-Fonds ist, dass OGAW-Fonds hoch regulierte Finanzprodukte darstellen, die im Spannungsfeld zwischen Anlegerschutz und sich ändernden Anforderungen der Kapitalmärkte stehen.

Zudem ist es wichtig zu verstehen, dass OGAW-Fonds auf den Kapitalmärkten mit anderen Finanzprodukten wie nicht-harmonisierten Fonds (auch „*non-UCITS*“ genannt), fondsgebundenen Lebensversicherungen und vor allem Zertifikaten konkurrieren.³⁹⁷ Letztlich handelt es sich bei allen diesen Finanzprodukten nur um „Rechtshüllen“, in deren Rahmen bestimmte Anlageideen und -strategien umgesetzt werden, die verschiedenen Anlagezwecken dienen.

³⁹⁷ Vgl. zur Konkurrenz mit Zertifikaten Bartels, Anmerkungen über Investmentfonds und Aufsicht in Deutschland, ZKredW 2005, 1386 (1386); Krimphove/Monnet, Zertifikatehandel in Deutschland - Rechtslage mit Wettbewerbsverzerrung, FB 2006, 255; Lochmüller/Schneider, Für ein institutionelles Asset Management „Made in Germany“, ZKredW 2006, 828 (828); Everding, Zertifikate - eine Alternative zu Investmentfonds für den freien Vertrieb?, ZKredW 2005, 253 (253); Kirchhoff, Investmentfonds versus Zertifikate: eine differenzierte Betrachtung, ZKredW 2005, 240 (240); Armbruster, Fonds oder Zertifikate: Was verlangt der Markt?, ZKredW 2005, 235 (235); Gong/Huber/Lanzinner/Zagst, Zertifikate - Mehrwert für Privatanleger?, ZKredW 2006, 1235 (1235); Kunze/Gruber, Fonds und strukturierte Produkte wachsen zusammen, Bank 2006, 9 (9).

Vgl. zur Konkurrenz mit fondsgebundenen Lebensversicherungen von Livonius/Süß, Aufsichts- und steuerrechtliche Behandlung fondsgebundener Lebensversicherungen, FB 2005, 678 (678); Bost, Versicherungen und Investmentfonds - gesundes Konkurrenzverhältnis oder konstruktives Nebeneinander?, ZKredW 2005, 1394 (1394).

Ziel eines europäischen Binnenmarktes betreffend Finanzdienstleistungen muss es sein, ein „*level playing field*“ für Spar- und Investmentprodukte in der Europäischen Union zu schaffen.³⁹⁸ Dieses Thema ist sehr facettenreich und betrifft eine Vielzahl von erörterungswürdigen Themen wie Kostentransparenz und zur Verfügung zu stellenden Produktinformationen. Im Rahmen dieser Arbeit soll der Punkt der Flexibilität des Produktes betreffend zulässiger Vermögenswerte bzw. Anlagestrategien für OGAW-Fonds erörtert werden.

Im nachfolgenden 2. Abschnitt wird kurz der flexible Regulierungsrahmen für Zertifikate dargestellt, wodurch dem Leser auch der veraltete Produkt-Regulierungsansatz der OGAW-Richtlinie deutlich werden soll. Im 3. Abschnitt wird ein Ansatz einer neuen Regulierung für OGAW-Fonds betreffend zulässiger Vermögenswerte und Anlagestrategien dargestellt.

³⁹⁸ Vgl. bzgl. der langfristigen Forderung nach einer europäischen „Asset Management Richtlinie“ u.a. die Stellungnahme der deutschen Bundesregierung (S. 13 ff.) und von EFAMA vom 15. November 2005 (S. 28 ff.) im Rahmen des Konsultationsverfahrens betreffend das Grünbuch der Kommission „Ausbau des europäischen Rahmens für Investmentfonds“, jeweils abrufbar www.europa.eu.int (Das Portal der Europäischen Union/ Tätigkeitsbereiche, Binnenmarkt/ Kommission, Binnenmarkt/ Der Binnenmarkt für Dienstleistungen/ Finanzdienstleistungen/ Investmentfonds/ Konsultationen/ Konsultation und offene Anhörung zum Grünbuch Investmentfonds/ Für die Veröffentlichung genehmigte Beiträge/ Vorhergehender Bereich/ Vermögensverwaltung Grünbuch/ Bundesministerium der Finanzen & EFAMA).

Die Kommission hat sich des Themas „*level playing field*“ bei Spar- und Investmentprodukten angenommen. Vgl. dazu den „*Call for Evidence on Substitute Investment Products*“ vom 26. Oktober 2007, abrufbar unter www.europa.eu.int (Das Portal der Europäischen Union/ Tätigkeitsbereiche, Binnenmarkt/ Kommission, Binnenmarkt/ Der Binnenmarkt für Dienstleistungen/ Allgemeine Grundsätze/ Finanzdienstleistungen/ Allgemeines Konzept/ Branchenübergreifende Fragen/ Ersatz-Anlageprodukte für Kleinanleger). Auch CESR wird sich ggfs. mit dem Thema „*level playing field*“ auseinandersetzen, vgl. www.cesr-eu.org (*Documents/ 3L3 Cooperation/ 3L3 Medium Term Work Programme/ Details, Competing products*, S. 11 ff.).

2. Abschnitt: Zertifikate

Eine zwar vereinfachte, aber typische Emissionsstruktur bei Zertifikaten kann wie folgt beschrieben werden: Ein Kreditinstitut oder ein Emissionsvehikel emittiert Zertifikate. Der Rückzahlungsbetrag, den der Anleger für die Zeichnung des Zertifikates an den Emittenten zahlt, ist an gewisse Voraussetzungen geknüpft. In der Regel kommt es zu einer Art „Finanzwette“ zwischen dem Anleger und dem Emittenten. Die Rückzahlung des Anlagebetrages ist zum Beispiel an die Wertentwicklung eines Korbes von bestimmten Aktien geknüpft. Der Emittent sichert sich jedoch in der Regel gegen die den Zertifikaten bzw. den betreffenden Aktien innewohnenden Risiken ab.³⁹⁹

1. Prospektrichtlinie

Den europäischen Regelungsrahmen für die Emission von Zertifikaten, die öffentlich angeboten oder zum Handel an einer Börse zugelassen werden sollen, stellt die Prospektrichtlinie dar.

Das Ziel der Prospektrichtlinie ist gemäß ihres Art. 1 Abs. 1 die Harmonisierung der Bedingungen für die Erstellung, die Billigung und die Verbreitung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren bzw. bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem geregelten Markt, der in einem Mitgliedstaat gelegen ist oder dort funktioniert, zu veröffentlichen ist. Insbesondere die Vereinfachung und Vereinheitlichung der europaweiten Kapitalaufnahme war ein Motiv für die Prospektrichtlinie.⁴⁰⁰ Einer Begründung zum Entwurf der Prospektrichtlinie ist zu entnehmen, dass im Zusammenhang mit einem integrierten europäischen Kapitalmarkt die Kommission vor allem eine Verbesserung der Rahmenbedingungen für Kapitalanlagen und die Kapitalbeschaffung für bedeutsam gehalten hat. Ein einheitlicher Finanzmarkt werde die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen

³⁹⁹ Eine solche Absicherung kann zum Beispiel durch den Abschluss eines Total Return Swaps erfolgen, der das Anlagevehikel wirtschaftlich so stellt, als ob es direkt in die betreffenden Aktien investiert wäre.

⁴⁰⁰ Vgl. dazu S. C 80/52 der Stellungnahme des Wirtschafts- und Sozialausschusses vom 3. April 2002 (2002/C80/13); S. C 344/4 der Stellungnahme der Europäischen Zentralbank vom 16. November 2001 (2001/C 344/05) und Erwägungsgründe 4 und 5 der Prospektrichtlinie.

Wirtschaft erhöhen, da er die Kapitalaufnahme für Unternehmen jeder Art verbillige.⁴⁰¹

Aufgrund dieser Zielsetzung einer vereinfachten Kapitalaufnahme (Eigen- und Fremdkapital) wird deutlich, dass die Prospektrichtlinie jedenfalls nur bedingt als eine Art von „Investmentrichtlinie“ bezeichnet werden kann, da die kollektive Verwaltung von Anlegergeldern, wenn überhaupt, nur eine sehr untergeordnete Rolle spielt.⁴⁰²

Die Einbeziehung von strukturierten Finanzprodukten in die Prospektrichtlinie erfolgt durch Art. 2 Abs. 1 Buchst. a) Prospektrichtlinie, der sich hinsichtlich der Definition von Wertpapieren auf Art. 1 Abs. 4 Richtlinie 93/22/EWG bezieht. Nach Art. 69 MiFID gelten Bezugnahmen auf Begriffsbestimmungen oder Artikel der Richtlinie 93/22/EWG als Bezugnahmen auf die entsprechenden Begriffsbestimmungen oder Artikel der MiFID. Daher ist hinsichtlich des Wertpapierbegriffs, der in der Prospektrichtlinie benutzt wird, auf die in Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 MiFID enthaltene Wertpapierdefinition abzustellen. Der zuletzt genannte Artikel umfasst in Buchst. c) „alle sonstigen Wertpapiere, die zum Kauf oder Verkauf solcher Wertpapiere berechtigen oder zu einer Barzahlung führen, die anhand von übertragbaren Wertpapieren, Währungen, Zinssätzen oder -erträgen, Waren oder anderen Indizes oder Messgrößen bestimmt werden.“

Dem Prospektrichtliniengeber war die weite Definition der Wertpapiere der Richtlinie 93/22/EWG bewusst. In Satz 3 des zwölften Erwägungsgrundes der Prospektrichtlinie wird ausgeführt, dass einige der in der Richtlinie 93/22/EWG definierten Wertpapiere den Inhaber zum Erwerb von übertrag-

⁴⁰¹ Vgl. S. 2 des geänderten Vorschlags für ein Richtlinie des europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, KOM (2002), 460 endgültig, 2001/0117 (COD).

⁴⁰² Vgl. dazu u.a. S. 3 der EFAMA-Stellungnahme vom 29. Juni 2007 zum *Call for Evidence* bzgl. eines EU-Privatplatzierungsregimes, abrufbar unter www.europa.eu.int (Das Portal der Europäischen Union/ Tätigkeitsbereiche, Binnenmarkt/Kommission, Binnenmarkt/Der Binnenmarkt für Dienstleistungen/ Finanzdienstleistungen/ Investmentfonds/ Konsultationen/ Privatplatzierungsregime in der EU).

baren Wertpapieren oder zum Empfang eines Barbetrags im Rahmen eines Barausgleichs, der durch Bezugnahme auf andere Instrumente, namentlich übertragbare Wertpapiere, Währungen, Zinssätze oder Renditen, Rohstoffe oder andere Indizes oder Messzahlen festgesetzt wird, berechtigen. Daher muss es dem Richtliniengeber auch bewusst gewesen sein, dass der Regulierungsrahmen „Prospektrichtlinie“ auch für den Vertrieb dieser strukturierten Finanzprodukte genutzt wird.

Zudem ist auch der Anlegerschutz ein Anliegen der Prospektrichtlinie.⁴⁰³ Im Erwägungsgrund 19 der Prospektrichtlinie wird ausgeführt, dass Anlagen in Wertpapieren - wie alle anderen Anlageformen - mit Risiken behaftet seien. Deshalb seien in allen Mitgliedstaaten Schutzmaßnahmen zur Absicherung der Interessen der derzeitigen und potenziellen Anleger erforderlich, um sie in die Lage zu versetzen, eine fundierte Bewertung der Anlagerisiken vorzunehmen und somit Anlageentscheidungen in voller Kenntnis der Sachlage treffen zu können.

Obwohl sich der Regulierungsansatz der Prospektrichtlinie und der OGAW-Richtlinie („Produktregulierung“) unterscheiden, konkurrieren die jeweiligen Produkte auf den Kapitalmärkten (zumindest teilweise) miteinander, daher sollen nachfolgend in einem Vergleich der beiden Rechtsrahmen, den die Prospekt- bzw. OGAW-Richtlinie vorgibt, die wesentlichen Unterschiede erwähnt werden.

Die wesentlichen Unterschiede bestehen darin, dass

- Anlegergelder bei Zertifikate-Emissionen nicht getrennt vom eigenen Vermögen des emittierenden Unternehmens in separaten Vermögensmassen wie bei der OGAW-Richtlinie verwahrt werden, sondern in der Regel für allgemeine Unternehmenszwecke verwendet werden. Dies hat insbesondere im Falle der Insolvenz des emittierenden Unternehmens nachteilige Folgen für die Anleger;
- nur bei der OGAW-Richtlinie die Institution einer „Depotbank“ vorgesehen ist, die die Vermögenswerte der OGAW-Fonds verwahrt und eine Kontrollfunktion zum Schutze der Anleger ausübt und dass

⁴⁰³ Vgl. Satz 1 des 16. Erwägungsgrundes der Prospektrichtlinie.

- nur die OGAW-Richtlinie ausführliche Vorschriften zu zulässigen Vermögenswerten und Anlagestrategien enthält.⁴⁰⁴

Es ist als ein bedeutender Vorteil anzusehen, dass Zertifikate-Emittenten in der Wahl der Basiswerte frei sind und jegliche Anlagestrategie in den Zertifikaten abbilden können. Dieser flexible Rechtsrahmen hat in Deutschland zu erheblichen Wachstumsraten der Zertifikateindustrie geführt.

2. Zertifikatemarkt in Deutschland

Die Prospektrichtlinie ist in Deutschland durch das PRUG in deutsches Recht umgesetzt worden. Art. 1 § 2 Nr. 1 Buchst. c) PRUG gibt fast wörtlich die Definition strukturierter Finanzprodukte der MiFID wieder.⁴⁰⁵

In Deutschland sind mittlerweile alle namhaften Kreditinstitute im Zertifikatemarkt vertreten. Das geschätzte Marktvolumen an Zertifikaten, teilweise auch als derivative Wertpapiere bezeichnet, wird auf ca. 142 Milliarden⁴⁰⁶ geschätzt, verteilt auf über 200.000 strukturierte Finanzprodukte.⁴⁰⁷ Es ist leicht vorherzusagen, dass aufgrund des flexiblen Rechtsrahmens mit weiteren Steigerungsraten des Zertifikatemarktes zu rechnen ist.⁴⁰⁸

Neben einer Konkurrenz von Zertifikaten und Fondsanteilen ist aber auch eine Konvergenz der beiden Produktwelten festzustellen. Zum einen fungieren Fonds als Basiswerte für Zertifikate, zum anderen werden sog. Zertifikate-Fonds aufgelegt. Als richtungweisend ist das Konzept einer deutschen KAG zu bezeichnen, die jeweils parallel überprüft, ob der Rechtsmantel „Zertifikat“ oder „Fonds“ für eine bestimmte Investmentidee benutzt werden soll. Im Falle von Zertifikaten lassen sich speziellere Investmentideen

⁴⁰⁴ Vgl. u.a. Art. 1 Abs. 8 und 9, Art. 19 und 42 OGAW-Richtlinie.

⁴⁰⁵ Vgl. Art. 1 Nr. 2 § 2 Buchst. a) Nr. 3 und Buchst. b) FRUG.

⁴⁰⁶ Vgl. S. 16 des Monatsberichts „Oktober 2007“ des Derivate Forums.

⁴⁰⁷ Vgl. dazu u.a. Zahn, Paneuropäischer Zertifikatehandel, S. B4 der Verlagsbeilage „Derivate“ der Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 6. November 2007. Der Autor spricht von rund 240.000 verschiedenen Produkten, die Anlegern in Deutschland zurzeit zur Wahl stehen.

⁴⁰⁸ Vgl. Hille/Schirmbeck, Der Markt für strukturierte Anlageprodukte, ZKredW 2006, 1203 (1203); Pfundt, Zur Bedeutung von derivativen Wertpapieren im Produktspektrum einer Privatbank, ZKredW 2005, 223 (223).

mit einem kleineren Emissionsvolumen besser abbilden. Bei Fonds können insbesondere auch die Wahl der Vermögenswerte und die ausgewählte Investmentstrategie für die Wahl des „Rechtsmantels“ ausschlaggebend sein.

3. Abschnitt: Neuer Regulierungsansatz für OGAW-Fonds

Ein idealer Regulierungsansatz für zulässige Vermögenswerte und Anlagestrategien für OGAW-Fonds orientiert sich an der Flexibilität der Prospektrichtlinie ohne die besonderen Anlegerschutzmechanismen der OGAW-Richtlinie zu vernachlässigen.

I. Wesentliche Strukturmerkmale der OGAW-Richtlinie

Die nachfolgend genannten Strukturmerkmale, die dem Anlegerschutz dienen, sind als wesentlich für die OGAW-Richtlinie zu bezeichnen und sollten auch bei einer zukünftigen Regulierung beibehalten werden.

Anderenfalls könnte das Qualitätsprodukt „OGAW-Fonds“, das auch außerhalb Europas anerkannt und geschätzt wird, Schaden nehmen und ein Vertrauensverlust bei Anlegern die Folge sein.

1. Hohe Anforderungen an Zulassung von Verwaltungsgesellschaften

Die OGAW-Richtlinie stellt hohe Anforderungen an die Zulassung einer Verwaltungsgesellschaft bzw. (selbstverwalteten) Investmentgesellschaft. Dazu gehört nach Art. 5a Abs. 1 Buchst. a) und b), 13a Abs. 1 OGAW-Richtlinie insbesondere eine bestimmte Anfangskapitalausstattung und ausreichende Erfahrung der Geschäftsleiter.⁴⁰⁹

Zudem müssen die Verwaltungs- und Investmentgesellschaften gemäß Art. 5f Abs. 1 bzw. Art. 13c OGAW-Richtlinie Aufsichtsregeln in ihren

⁴⁰⁹ Gemäß Art. 13a Abs. 1 OGAW-Richtlinie muss eine selbstverwaltete Investmentgesellschaft über ein Anfangskapital von mindestens EUR 300.000 verfügen. Hingegen ist bei einer Verwaltungsgesellschaft nach Art. 5a Abs. 1 Buchst. a) OGAW-Richtlinie lediglich ein Anfangskapital von mindestens EUR 125.000 erforderlich. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass das Anfangskapital der Investmentgesellschaft bereits das Fondsvolumen ausmacht.

Herkunftsmitgliedstaat unterfallen, deren Einhaltung von den zuständigen Stellen zu überprüfen ist. Des Weiteren müssen sie nach Art. 5h bzw. 13b OGAW-Richtlinie Wohlverhaltensregeln fortwährend einhalten.

Die Geschäftstätigkeit der Verwaltungs- und Investmentgesellschaften ist gemäß Art. 5 Abs. 2 und 3 OGAW-Richtlinie beschränkt. Die Haupttätigkeit besteht in der kollektiven und individuellen Vermögensverwaltung.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Zulassung und die Geschäftstätigkeit einer Verwaltungs- oder Investmentgesellschaft einer Kontrolle der jeweiligen Aufsichtsbehörde unterliegen.

2. Grundsatz der Risikodiversifizierung

Der Grundsatz der Risikodiversifizierung eines OGAW-Portfolios ist gemäß Art. 1 Abs. 2 erster Spiegelstrich OGAW-Richtlinie ein grundlegendes Strukturmerkmal eines OGAW-Fonds. Dieser Grundsatz wird mehrfach in der OGAW-Richtlinie konkretisiert.⁴¹⁰

Es erscheint diskussionswürdig zu sein, insgesamt auf formelle Anlagegrenzen, die den Grundsatz der Risikodiversifizierung konkretisieren, zu verzichten. Letztlich wird ein solcher Schritt auch von dem technischen Stand der verwendeten bzw. der zu verwendenden Risikomesssysteme abhängen.

3. Kein beherrschender Einfluss auf Portfolio-Gesellschaften

Die Verwaltung von Vermögenswerten ist in der OGAW-Richtlinie so ausgestaltet, dass die Verwaltungs- oder Investmentgesellschaft keinen beherrschenden Einfluss auf die Portfolio-Gesellschaften ausüben kann. Gemäß Art. 25 Abs. 1 OGAW-Richtlinie dürfen sie für keinen der von ihnen verwalteten OGAW-Fonds Aktien erwerben, die mit einem Stimmrecht verbunden sind, das dazu führt, dass sie einen nennenswerten Einfluss auf die Geschäftsführung eines Emittenten ausüben können.

⁴¹⁰ Vgl. insbesondere Art. 22, 22a und 24 OGAW-Richtlinie.

Dieses Prinzip dient vor allem dem Grundsatz der Risikodiversifizierung.⁴¹¹ Es enthält aber auch eine grundlegende Aussage über die Art und Weise der Beteiligung einer Verwaltungs- oder Investmentgesellschaft an einer Portfolio-Gesellschaft. Diese beschränkt sich in erster Linie auf eine finanzielle Beteiligung und ggfs. auf die Wahrnehmung von Rechten eines (Minderheits-)Aktionärs.

Dieses wesentliche Strukturmerkmal führt zu dem Ergebnis, dass Private Equity Fonds auch zukünftig nicht unter das OGAW-Regime fallen sollten, denn diese Fonds üben in aller Regel einen erheblichen Einfluss auf die Zielgesellschaften und deren Management aus.⁴¹² Davon zu unterscheiden ist eine Anlage eines (Dach-)OGAW-Fonds in einen Private Equity Fonds, die auch nach gegenwärtiger Rechtslage schon möglich ist.⁴¹³

4. Getrennte Verwahrung der Vermögenswerte von OGAW-Fonds

Die Verwaltungs- oder Investmentgesellschaft hat keinen direkten Zugriff auf die Vermögenswerte eines OGAW-Fonds. Vielmehr ist die Verwahrung des Vermögens eines OGAW-Fonds gemäß Art. 7 Abs. 1 OGAW-Richtlinie einer Verwahrstelle (Depotbank) zu übertragen. Die Depotbank kann die Verwahrung der Vermögenswerte einer dritten Partei anvertrauen.⁴¹⁴

Diese getrennte Verwahrung ist aus Anlegerschutzgesichtspunkten zu begrüßen und sollte auch bei einer zukünftigen Regelung beibehalten werden.

⁴¹¹ Vgl. S. 2/3 (Rn. 5) und 59 (Rn. 108 und 109) des Vandamme-Reports und Scherer in Brinkhaus/Scherer, § 8a KAGG, Rn. 20.

⁴¹² Vgl. u.a. S. 11 des *Reports of the Alternative Investment Expert Group, July 2006*, abrufbar unter www.europa.eu.int (Das Portal der Europäischen Union/Tätigkeitsbereiche, Binnenmarkt/ Kommission, Binnenmarkt/ Der Binnenmarkt für Dienstleistungen/ Finanzdienstleistungen/ Investmentfonds/ Weitere Dokumente/ Berichte der Expertengruppen und andere relevante Dokumente/ Berichte, Expertengruppe zu alternativen Investmentfonds/ Untergruppe Private Equity Fonds).

⁴¹³ Eine Anlage eines OGAW-Fonds in einen Private Equity Fonds ist grundsätzlich möglich, soweit der Private Equity Fonds die Anforderungen der OGAW-DRL an geschlossene Fonds erfüllt; vgl. Art. 2 Abs. 2 Buchst. a) OGAW-DRL; vgl. auch Bärenz/Steinmüller, Private-Equity-Fonds als Investment für deutsche Sondervermögen, Absolutreport 2007, 46.

⁴¹⁴ Vgl. Art. 7 Abs. 2 OGAW-Richtlinie und S. 24 (Rn. 43) des Vandamme-Reports.

5. Überwachungsfunktion durch Depotbank

Die Depotbank nimmt neben der Verwaltungs- bzw. Investmentgesellschaft eine zentrale Funktion in der OGAW-Richtlinie ein. Die Depotbank ist nach Art. 7 Abs. 3 Buchst. a) und b) OGAW-Richtlinie u.a. dafür zuständig, dass die Ausgabe und Rücknahme von OGAW-Fondsanteilen und die Berechnung des Wertes der Anteile den gesetzlichen Vorschriften und den Vertragsbedingungen des OGAW-Fonds entsprechend erfolgen. Zudem hat die Depotbank sicherzustellen, dass die Erträge des OGAW-Fonds gemäß den gesetzlichen Vorschriften und den Vertragsbedingungen des OGAW-Fonds verwendet werden.

Darüber hinaus hat die Depotbank gemäß Art. 7 Abs. 3 Buchst. c) OGAW-Richtlinie den Weisungen der Verwaltungs- bzw. Investmentgesellschaft Folge zu leisten, soweit diese mit den gesetzlichen Vorschriften und den Vertragsbedingungen des OGAW-Fonds in Einklang stehen. Da die Verwaltungs- bzw. Investmentgesellschaft keinen direkten Zugriff auf die Vermögenswerte, einschließlich Bankguthaben, eines OGAW-Fonds hat, ist die Depotbank verpflichtet, bei jeder angewiesenen Verfügung über Bankkonten oder Wertpapierdepots eine „Rechtmäßigkeitskontrolle“ vorzunehmen.

Auch eine zukünftige Regelung für OGAW-Fonds sollte die Institution „Depotbank“ beibehalten. Daher werden auch zukünftig Fondskonstruktionen aus dem Anwendungsbereich der OGAW-Richtlinie ausgeschlossen sein, die die Kontrollinstanz der Depotbank nicht vorsehen. Insbesondere sind davon Single-Hedgefonds-Konstruktionen nach angloamerikanischen Vorbild betroffen, die in der Regel nur mit einem Primebroker⁴¹⁵ zusammenarbeiten, aber nicht mit einer „Depotbank“ (nach dem Vorbild der OGAW-Richtlinie).

⁴¹⁵ Ein Prime Broker erbringt gegenüber einem Single-Hedgefonds bestimmte Dienstleistungen. Dazu gehören typischerweise Geschäfte betreffend Wertpapierleihe und Darlehensvergabe. § 2 Abs. 15 InvG definiert den Begriff des Prime Brokers (für Zwecke des InvG).

6. Rückgabemöglichkeit von Fondsanteilen zum anteiligen NIW

Die OGAW-Richtlinie sieht in Art. 37 Abs. 1 die grundsätzlich jederzeitige Rückgabemöglichkeit von OGAW-Fondsanteilen vor. Dadurch sind OGAW-Fonds stets als offene Fonds ausgestaltet.

Auch zukünftig sollte an solch einer Rückgabemöglichkeit festgehalten werden. Jedoch hängt die Frequenz der Rückgabemöglichkeiten auch mit der Liquidität der Vermögenswerte eines OGAW-Fonds zusammen. Bestimmte Vermögenswerte, wie zum Beispiel Grundstücke oder Anteile an Single-Hedgfonds, könnten eine andere als die tägliche Rückgabemöglichkeit erforderlich machen.

Insgesamt müssen OGAW-Vermögenswerte grundsätzlich liquide, übertragbar und bewertbar sein. Diese grundlegenden Prinzipien kommen auch bei den allgemeinen Wertpapierkriterien im Sinne des Art. 1 Abs. 1 Satz 1 OGAW-DRL zum Ausdruck. Die Liquidität, Übertragbarkeit und Bewertbarkeit von Vermögenswerten dient der Aufrechterhaltung der Rückgabemöglichkeit von Fondsanteilen und der Auszahlung des anteiligen NIW an den Anleger.

7. Transparenz

OGAW-Fonds können als „transparente“ Finanzprodukte bezeichnet werden. Eine Verwaltungs- bzw. Investmentgesellschaft hat nach Art. 43 Satz 1 OGAW-Richtlinie die Vergütungen und Kosten, welche sie aus dem OGAW-Fonds entnehmen darf, sowie die Art der Berechnung dieser Vergütungen anzugeben.

Auch zukünftig sollte dem Anleger selbstverständlich dargelegt werden, welche Vergütungen und Kosten die Verwaltung eines OGAW-Fonds verursachen.

8. Informationen für Anleger

Auch zukünftig sollten einem Anleger vor seiner Anlageentscheidung bzw. nach Erwerb auf regelmäßiger Basis Informationen über den OGAW-Fonds

zur Verfügung gestellt werden. Dies schließt Informationen in Form von Verkaufsprospekten und Jahres- und Halbjahresberichten ein.

II. Zulässige Anlagestrategien für OGAW-Fonds

OGAW-Fonds sind nach den Vorgaben der OGAW-Richtlinie als sogenannte „*long only*-Fonds“ konstruiert, d.h. als Fonds, die nur von steigenden Börsenkursen (von Wertpapieren) profitieren. Dieser einseitige Ansatz der OGAW-Richtlinie wird durch Art. 42 OGAW-Richtlinie bestätigt. Danach sind Leerverkäufe insbesondere von Wertpapieren verboten.

Vereinfacht ausgedrückt erfolgt ein Leerkauf, wenn ein Vermögensverwalter sich Aktien leiht und diese am Markt verkauft. Dabei hofft er, sich bei fallenden Kursen wieder günstiger mit den betreffenden Aktien am Markt eindecken zu können, um diese dem Verleiher der Aktien zurückgeben zu können. Dadurch kann ein Vermögensverwalter auch von fallenden Kursen profitieren. Der Vandamme-Report führt dazu auf Seite 84 in Rn. 159 aus, dass es sich bei solchen Transaktionen um besonders spekulative Geschäfte handele, die zu großen Verlusten führen könnten.

Besonders hohe Verluste können entstehen, wenn entgegen der Erwartung des Vermögensverwalters die Börsenkurse für die betreffenden Aktien weiter steigen. Allerdings ist nicht einzusehen, warum einer Verwaltungs- oder Investmentgesellschaft ein solches gesetzliches Leerverkaufsverbot auferlegt werden sollte. Es sollte vielmehr einem informierten Anleger überlassen bleiben, ob er das Risiko von Leerverkäufen eingehen und ggfs. von fallenden Kursen profitieren möchte. Insbesondere in Zeiten hoher Aktienkurse erscheint die Möglichkeit attraktiv zu sein, auch von fallenden Börsenkursen profitieren zu können.

Die Praxis hat bereits nach gegenwärtiger Rechtslage einen Weg zur Umgehung des Leerverkaufsverbots des Art. 42 OGAW-Richtlinie gefunden.

Leerverkäufe können synthetisch über Derivate vorgenommen werden.⁴¹⁶ Daher erscheint es nicht mehr zeitgemäß, an dem Leerverkaufsverbot in Art. 42 OGAW-Richtlinie festzuhalten.⁴¹⁷ In der Praxis ist festzustellen, dass die Grenzlinie zwischen traditionellen „*long only*-Fonds“ wie OGAW-Fonds und alternativen (Fonds-)Produkten zunehmen verschwimmt.

III. Erwerbbarer Vermögenswerte eines OGAW-Fonds

Als Zwischenergebnis eines „neuen“ Regulierungsansatzes bleibt festzuhalten, dass die oben beschriebenen Strukturmerkmale der OGAW-Richtlinie beibehalten werden sollten. Hingegen sollte eine Verwaltungs- und Investmentgesellschaft die Freiheit haben, grundsätzlich jegliche Anlagestrategie, einschließlich Anlagestrategien, die auf fallende Märkte setzen, verfolgen zu können.

Auch hinsichtlich der erwerbbarer Vermögenswerte sollte eine Verwaltungs- und Investmentgesellschaft mehr Freiheiten haben. Die Regulierung von Vermögenswerten auf Level 1-Basis ist veraltet und verhindert eine zeitnahe Reaktion auf Finanzinnovationen. Das Rechtsetzungsverfahren hinsichtlich der OGAW-DRL hat diesen Missstand deutlich gemacht. Zum einen konnten durch die OGAW-DRL lediglich Definitionen „erläutert“ werden, zum anderen spricht die Dauer des Verfahrens von dreißig Monaten (von Oktober 2004 bis März 2007) sowie die Tatsache, dass es einer Umsetzung erst ab März 2008 bzw. Anwendung ab Juli 2008 bedarf, für die Schwäche des gegenwärtigen Regulierungsansatzes.⁴¹⁸

⁴¹⁶ Vgl. dazu Schepers, Hedgefonds light - neue Produkte im Spezialfondsmantel, ZKredW 2007, 862; Behring, Absolute-Return-Strategien innerhalb von UCITS-III-Fonds, Absolutreport 2006, 14 (17).

⁴¹⁷ Vgl. in diesem Zusammenhang die Ausführungen der irischen Finanzaufsichtsbehörde von Oktober 2007 zu „*covered short sales*“ durch OGAW-Fonds, abrufbar unter www.ifsra.ie (*Industry/ Funds/ Legislation, Notes and Guidance Notes/ Guidance Notes and Policy Documents/ Covered short sales*).

⁴¹⁸ Die Mitgliedstaaten haben die erforderlichen Rechts- und Verwaltungsvorschriften in Kraft zu setzen, um der OGAW-DRL bis spätestens 23. März 2008 nachzukommen (Art. 13 Abs. 1 Satz 1 OGAW-DRL). Die Mitgliedstaaten haben diese (nationalen) Vorschriften ab dem 23. Juli 2008 anzuwenden (Art. 13 Abs. 1 Unterabsatz 2 OGAW-DRL).

Im Prinzip kommen zukünftig zwei Regulierungsansätze für zulässige Vermögenswerte in Betracht. Zum einen könnte die OGAW-Richtlinie lediglich allgemeine Grundprinzipien wie Liquidität, Übertragbarkeit und Bewertbarkeit für zulässige Vermögenswerte enthalten. Der Katalog zulässiger Vermögenswerte könnte auf Level 2-Basis geregelt werden. Dies hätte den entscheidenden Vorteil, dass in einem Level 2-Verfahren neue Finanzprodukte in den Katalog der zulässigen Vermögenswerte aufgenommen werden könnten. Allerdings könnte auch eine Regelung auf Level 2-Ebene eine lange Verfahrensdauer bedeuten. Zudem hat ein Katalog zulässiger Vermögenswerte den Nachteil, dass er immer hinter den Finanzinnovationen zurück bleibt. Daher könnte zum anderen auf einen Katalog zulässiger Vermögenswerte auch insgesamt verzichtet werden. Dieser zuletzt genannte Ansatz erscheint vorzugswürdig.

Die Planungen auf EU-Ebene hinsichtlich einer Überarbeitung der OGAW-Richtlinie sind schon weit vorangeschritten. Man hat sich gegen eine grundlegende Überarbeitung der OGAW-Richtlinie entschieden und favorisiert eine begrenzte Neuregelung bzw. Überarbeitung in den nachfolgenden sechs Teilbereichen⁴¹⁹:

- EU-Pass für OGAW-Fonds
- Fondsfusionen
- Asset Pooling/ Master-Feeder-Konstruktionen
- EU-Pass für Verwaltungsgesellschaften
- Vereinfachte Prospekte/ Informationen über OGAW-Fonds und
- Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden

Diese Änderungen werden wohl in einer OGAW IV-Änderungsrichtlinie geregelt. Das parlamentarische Verfahren hinsichtlich dieser OGAW-Änderungsrichtlinie wird noch einige Zeit in Anspruch nehmen. Daher sprechen gute Gründe dafür, dass mit einer Neuregulierung zulässiger Vermögenswerte nur im Rahmen einer OGAW V-Änderungsrichtlinie zu rech-

⁴¹⁹ Vgl. dazu die Webseite der Kommission betreffend OGAW-Fonds/ Konsultationen, abrufbar unter www.europa.eu.int (Das Portal der Europäischen Union/ Tätigkeitsbereiche, Binnenmarkt/ Kommission, Binnenmarkt/ Der Binnenmarkt für Dienstleistungen/ Finanzdienstleistungen/ Investmentfonds/ Konsultationen).

nen wäre, mit deren Verabschiedung bzw. Anwendung dann wohl erst Anfang bzw. Mitte des nächsten Jahrzehnts zu rechnen wäre. Daher sollte man sich mit einem sehr zukunftsorientierten Modell wie der grundsätzlichen Freigabe von zulässigen Vermögenswerten und Anlagestrategien auseinandersetzen.

Dies würde auch dazu führen, dass es in diesem Bereich ein „*level playing field*“ für OGAW-Fonds und Zertifikate geben würde. Es würde daher verstärkt zu einer Konkurrenz der „Rechtsmäntel“ kommen, wobei jeder „Rechtsmantel“ seine spezifischen Stärken ausspielen könnte. OGAW-Fonds scheinen zum Beispiel - insbesondere aufgrund der getrennten Verwahrung von Vermögenswerten - geeignete Produkte für die Altersvorsorge zu sein.

IV. Vereinbarkeit mit dem Anlegerschutz

Im Nachfolgenden wird gezeigt, dass der Ansatz der Freigabe von Vermögenswerten auch mit dem Anlegerschutz vereinbar ist.

1. Beaufsichtigung der Verwaltungs- bzw. Investmentgesellschaft

Die Verwaltungs- und Investmentgesellschaften investieren treuhänderisch das Geld der Anleger. Durch die Freigabe von Vermögenswerten würde der Ermessens- bzw. Entscheidungsspielraum dieser Treuhänder grundsätzlich ausgeweitet werden. Dies spricht dafür, dass sich zukünftig der Anlegerschutz insbesondere durch eine strenge Regulierung der Verwaltungs- und Investmentgesellschaften und durch hohe Anforderungen an Risikomanagementsysteme auszeichnen wird.

2. Von der Produkt- zur Vertriebsregulierung

Durch eine Freigabe von Vermögenswerten für OGAW-Fonds würde eine Entwicklung von der Produkt- zur Vertriebsregulierung stattfinden. Ein informierter und über Risiken aufgeklärter Anleger soll sich für flexible

OGAW-Fonds entscheiden können.⁴²⁰ Der vermeintliche Anlegerschutz durch eine einschränkende deskriptive Produktregulierung würde in den Hintergrund treten bzw. ganz wegfallen.

Im Nachfolgenden wird gezeigt, dass die MiFID bzw. das FRUG bereits einem Anlegerschutz auf Vertriebsseite (auch für OGAW-Fondsanteile) dienen. Dabei werden nur der grundlegende Ansatz einer Informationspflicht und einer Geeignetheits- und Angemessenheitsprüfung skizziert und einige Punkte aufgezeigt, die man ggfs. in Folge einer Aufgabe einer deskriptiven Produktregulierung im Rahmen der OGAW-Richtlinie ändern müsste.

a) Informationspflicht

Gemäß Art. 19 Abs. 3 MiFID müssen Wertpapierfirmen⁴²¹ (potenziellen) Kunden in verständlicher Form angemessene Informationen über sich selbst und ihre Dienstleistungen, Finanzinstrumente und vorgeschlagene Anlagestrategien, Ausführungsplätze und Kosten und Nebenkosten zur Verfügung stellen.⁴²²

Ziel dieser Informationspflicht ist es, Kunden, die nach vernünftigem Ermessen die der Wertpapierdienstleistung bzw. den Finanzinstrumenten inhärenten Risiken verstehen, eine informierte Anlageentscheidung zu ermöglichen.

Die MiFID geht aber noch einen Schritt weiter und verpflichtet die Wertpapierfirmen dazu, zu prüfen, ob die Wertpapierdienstleistung (hierbei wird es sich bei dem Vertrieb von OGAW-Fondsanteilen durch Wertpapierfirmen in

⁴²⁰ Vgl. zum Leitbild des mündigen Verbrauchers auch den Beschluss des Bundesrates vom 6. Juli 2007 bzgl. des Grünbuches der Kommission der Europäischen Gemeinschaften über Finanzdienstleistungen für Privatkunden im Binnenmarkt (BR-Drucksache 306/07), S. 3.

Vgl. zur Anlageberatung Balzer, Umsetzung der MiFID: Ein neuer Rechtsrahmen für die Anlageberatung, ZBB 2007, 333; Veil, Anlageberatung im Zeitalter der MiFID, WM 2007, 1821.

⁴²¹ Vgl. Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 und 2 MiFID.

⁴²² Gemäß Art. 34 MiFID-DRL ist der vereinfachte Prospekt, der in der OGAW-Richtlinie vorgesehen ist, als angemessene Information hinsichtlich der Finanzinstrumente und vorgeschlagenen Anlagestrategie und Kosten und Nebenkosten anzusehen.

aller Regel um Anlageberatung im Sinne des Art. 4 Abs. 1 Nr. 4 MiFID, Anhang I, Abschnitt A Nr. 5 MiFID, Annahme und Übermittlung von Aufträgen im Sinne des Anhang I, Abschnitt A Nr. 1 MiFID und/oder Handel für eigene Rechnung im Sinne des Art. 4 Abs. 1 Nr. 6 MiFID, Anhang I, Abschnitt A Nr. 3 MiFID handeln) für den Anleger geeignet bzw. angemessen ist.

b) Geeignetheitsprüfung

Bei der Erbringung der Anlageberatung ist eine Wertpapierfirma nach Art. 19 Abs. 4 MiFID gezwungen bestimmte Informationen wie die finanziellen Verhältnisse und die Anlageziele des Kunden zu erfragen, um überprüfen zu können, ob bestimmte Finanzinstrumente für den Anleger geeignet sind und eine entsprechende Empfehlung ausgesprochen werden kann. Nach Art. 35 Abs. 5 der MiFID-DRL darf eine Wertpapierfirma keine Finanzinstrumente empfehlen, wenn sie die dafür nötigen Informationen nicht vom Kunden erhalten hat.

c) Angemessenheitsprüfung

Auch bei der Annahme und Übermittlung von Aufträgen über den Kauf bzw. Verkauf von Finanzinstrumenten ist eine Wertpapierfirma nach Art. 19 Abs. 5 MiFID gezwungen, bestimmte Informationen des Kunden, wie zum Beispiel Kenntnisse und Erfahrungen bezüglich der betreffenden Finanzprodukte, zu erfragen, um überprüfen zu können, ob die spezifische Wertpapierdienstleistung bzw. bestimmten Finanzinstrumente für den Anleger geeignet sind.

Nach Art. 19 Abs. 5 Unterabsatz 2 bzw. 3 MiFID hat eine Wertpapierfirma den Kunden zu warnen, wenn sie (i) aufgrund der Informationen zu der Überzeugung gelangt ist, dass die spezifische Wertpapierdienstleistung bzw. das entsprechende Finanzprodukt für den Kunden ungeeignet ist, oder (ii) sie aufgrund mangelnder Informationen keine Angemessenheitsprüfung vornehmen kann.

Eine Ausnahme von der Verpflichtung zur Durchführung einer Angemessenheitsprüfung stellt Art. 19 Abs. 6 MiFID dar. Danach können bei *nicht-komplexen* Finanzprodukten unter bestimmten Voraussetzungen Kundenaufträge angenommen und übermittelt werden ohne die für die Angemessenheitsprüfung erforderlichen Informationen vom Kunden einholen zu müssen.

Anteile an OGAW-Fonds werden gemäß Art. 19 Abs. 6 erster Spiegelstrich MiFID ohne Einschränkung als nicht-komplexe Finanzinstrumente angesehen.⁴²³ Eine solche Wertung ist für die Fondsbranche zwar zu begrüßen, kann jedoch rechtssystematisch hinsichtlich OGAW-Derivate- und Zertifikate-Fonds nicht völlig überzeugen. Dies gilt umso mehr, als „Schuldverschreibungen oder verbriefte Schuldtitel, in die ein Derivat eingebettet ist“, stets gemäß Art. 19 Abs. 6 erster Spiegelstrich MiFID als komplexe Finanzinstrumente angesehen werden. Art. 38 MiFID-DRL enthält Kriterien für (sonstige) nicht-komplexe Finanzinstrumente im Sinne des Art. 19 Abs. 6 erster Spiegelstrich MiFID. Danach dürfen die betreffenden Finanzinstrumente insbesondere nicht unter Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 Buchst. c) oder Anhang I Abschnitt C Nummer 4-10 MiFID fallen. Von der erstgenannten Vorschrift werden u.a. Wertpapiere erfasst, die zu einer Barzahlung führen, die anhand von übertragbaren Wertpapieren, Währungen, Zinssätzen oder -erträgen, Waren oder anderen Indizes oder Messgrößen bestimmt wird. Demnach dürften auch „Delta-1-Zertifikate“ als komplexe Finanzinstrumente angesehen werden. Von der zweitgenannten Vorschrift werden die in der

⁴²³ Art. 19 Abs. 6 erster Spiegelstrich MiFID ist durch § 31 Abs. 7 Nr. 1 WpHG in deutsches Recht umgesetzt worden (vgl. S. 36 der Gesetzesbegründung zum FRUG vom 12. Januar 2007, BT-Drucksache 16/4028). Der Wortlaut des FRUG bezieht sich jedoch nur auf „von einer Kapitalanlagegesellschaft verwaltete Publikums-Sondervermögen nach den Anforderungen der Richtlinie 85/611/EWG“, also auf richtlinienkonforme Sondervermögen. Nach dem Wortlaut wären ausländische OGAW-Fonds daher nicht umfasst gewesen. Diesen Umsetzungsmangel hat das InvÄndG behoben. Nach Art. 3 Nr. 2a InvÄndG (erstmalig in der Beschlussempfehlung des Finanzausschusses vom 25. Oktober 2007 erwähnt, vgl. S. 120 der BT-Drucksache 16/6874) werden die Wörter „von einer Kapitalanlagegesellschaft verwaltete Publikums-Sondervermögen nach den Anforderungen der Richtlinie 85/611/EWG“ durch die Wörter „den Anforderungen der Richtlinie 85/611/EWG entsprechende Anteile an Investmentvermögen“ ersetzt.

MiFID aufgeführten Derivate erfasst. Wenn jedoch diese strukturierten Produkte oder Derivate (soweit zulässig) in OGAW-Fonds „verpackt“ werden, ist ein Vertrieb als reines Ausführungsgeschäft (*Execution Only*) dieser Produkte zulässig.

Die rechtssystematischen Bedenken würden umso schwerer wiegen, wenn OGAW V-Fonds, die frei in der Produkt- und Anlagestrategiewahl wären, vertrieben werden würden. Zumindest für diese Fonds erscheint es aus Anlegerschutz Gesichtspunkten angebracht, den Anwendungsbereich der reinen Ausführungsgeschäfte zu beschränken.

d) Vertrieb durch andere Intermediäre als Wertpapierfirmen

Gemäß Art. 3 Abs. 1 MiFID enthält die Richtlinie unter bestimmten Voraussetzungen eine fakultative Ausnahme hinsichtlich der Anwendung der MiFID für den reinen Fondsvertrieb sowie für die Anlageberatung in Bezug auf solche Finanzinstrumente.

Soweit ein Mitgliedstaat von dieser Ausnahme gebraucht gemacht hat (wie Deutschland in § 2a Abs. 1 Nr. 7 WpHG und § 2 Abs. 6 Satz 1 Nr. 8 KWG) unterliegen diese Fondsvermittler nicht den (strengen) Vorgaben der MiFID bzw. den entsprechenden nationalen (Umsetzungs-)Bestimmungen.

Angesichts der EU-Regelungen für Versicherungsvermittler begegnet diese fakultative Ausnahme schon jetzt gewissen Bedenken.⁴²⁴ Im Falle des Vertriebs von OGAW V-Fonds erscheint es zumindest überlegenswert, alle Intermediäre, die in den OGAW-Fonds-Vertrieb eingebunden sind, dem Anwendungsbereich der MiFID zu unterstellen.

e) Vertrieb durch Verwaltungs- und Investmentgesellschaften

Auch die Verwaltungs- und Investmentgesellschaften selbst können Anteile an OGAW-Fonds vertreiben. Nach Art. 2 Abs. 1 Buchst. h) MiFID gilt die Richtlinie u.a. nicht für OGAW-Fonds sowie für ihre Verwalter. Hinsicht-

⁴²⁴ Vgl. hinsichtlich der EU-Regelungen für Versicherungsvermittler u.a. die Richtlinie 2002/92/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 9. Dezember 2002 über Versicherungsvermittlung.

lich dieser Vorschrift ergibt sich insbesondere die Frage, ob davon auch der Vertrieb von OGAW-Fonds (durch die „originären“ Verwaltungs- und Investmentgesellschaften) umfasst ist.

Im Rahmen des MiFID FAQ hat die Kommission den Marktteilnehmern die Möglichkeit eingeräumt, Fragen hinsichtlich der Auslegung der MiFID und der MIFID-Durchführungsmaßnahmen zu stellen.⁴²⁵ Der MiFID FAQ beschäftigt sich auch mit der Reichweite der Ausnahme für kollektive Vermögensanlagen. Zu Frage 21A des MiFID FAQ führt die Kommission aus, dass davon alle Tätigkeiten umfasst seien, die in Anhang II der OGAW-Richtlinie, wozu auch der Fonds-Vertrieb gehört, erwähnt werden.⁴²⁶

Die Ansicht der Kommission wird auch durch einen Umkehrschluss aus Art. 66 MiFID gestützt. Art. 66 MiFID hat zu einer Änderung der OGAW-Richtlinie geführt und gibt vor, welche Bestimmungen der MiFID auf welche Dienstleistungen einer Verwaltungsgesellschaft Anwendung finden. Der Vertrieb eigener Fonds wird davon nicht erfasst. Daher unterliegen Verwaltungs- und Investmentgesellschaften, die ihre eigenen Anteile an OGAW-Fonds vertreiben insoweit nicht den Bestimmungen der MiFID.

Auch wenn der eigene Vertrieb von Anteilen an OGAW-Fonds (also durch die Investmentgesellschaften selbst) in der Praxis eher die Ausnahme darstellt, erscheint es zumindest diskussionswürdig, ob nicht zumindest im Falle des Vertriebs von OGAW V-Fonds auch dieser Vertriebsweg den Regelungen der MiFID bzw. den entsprechenden nationalen (Umsetzungs-)Bestimmungen unterliegen sollte.

V. Struktur eines neuen Regulierungsansatzes

Der oben beschriebene Ansatz hinsichtlich einer Freigabe von zulässigen Vermögenswerten und Anlagestrategien ist zwar wünschenswert, es er-

⁴²⁵ Der MiFID FAQ ist abrufbar unter www.europa.eu.int (Das Portal der Europäischen Union/Tätigkeitsbereiche, Binnenmarkt/Kommission, Binnenmarkt/ Der Binnenmarkt für Dienstleistungen/ Finanzdienstleistungen/Wertpapiere/Wertpapierdienstleistung und geregelte Märkte (MiFID)/ Ihre Fragen zur MiFID).

⁴²⁶ Vgl. S. 26 f. des MiFID FAQ, Stand: 12. Dezember 2007.

scheint aber zweifelhaft, ob im Rahmen einer OGAW V-Änderungsrichtlinie ein solch grundlegender Wandel auf EU-Ebene auch politisch durchsetzungsfähig wäre. Daher erscheint es praxisnäher die folgende Regellungsstruktur in der OGAW-Richtlinie zu verfolgen:

Teil 1: OGAW III-Fonds

Teil 2: OGAW-Immobilienfonds

Teil 3: OGAW V-Fonds

Die den Marktteilnehmern und Aufsichtsbehörden bekannten Regelungen sollten hinsichtlich der OGAW III-Fonds beibehalten, allerdings auf Level 2-Ebene geregelt werden. Dies hätte auch den Vorteil, dass den Marktteilnehmern und Aufsichtsbehörden außerhalb Europas (Südamerika, Hongkong etc.) das bekannte Qualitätsprodukt „OGAW III-Fonds“ erhalten bleibt und somit auch der zukünftige außereuropäische Vertrieb gesichert erscheint. Zudem könnten die Marktteilnehmer weiterhin von der Erfahrung hinsichtlich der Auslegung der Bestimmungen zulässiger Vermögenswerte profitieren. Schließlich könnten gegebenenfalls auch die Bestimmungen in der MiFID hinsichtlich des reinen Ausführungsgeschäftes von Anteilen an OGAW III-Fonds beibehalten werden.

Gegenwärtig wird diskutiert, ob auch offene Immobilienfonds auf EU-Ebene reguliert werden sollten.⁴²⁷ Eine solche EU-weite Regulierung wäre hinsichtlich des Ausbaus des Binnenmarktes für Finanzprodukte zu begrüßen. Aufgrund der unterschiedlichen Produktwelten „Wertpapiere“ und „Immobilien“ erscheint eine separate Regelung von OGAW-Immobilienfonds erstrebenswert zu sein.

Schließlich sollten in einem dritten Teil die innovativen OGAW V-Fonds geregelt werden.⁴²⁸ Diese würden sich dadurch auszeichnen, dass der Asset

⁴²⁷ Vgl. dazu die Webseite der Kommission zu OGAW-Fonds, abrufbar unter www.europa.eu.int (Das Portal der Europäischen Union/ Tätigkeitsbereiche, Binnenmarkt/ Kommission, Binnenmarkt/Der Binnenmarkt für Dienstleistungen/ Finanzdienstleistungen/ Investmentfonds/ Weitere Dokumente/ Expertengruppe zu offenen Immobilienfonds).

⁴²⁸ Vgl. dazu auch den Vorschlag von EFAMA vom 16. Oktober 2006 („*Creating a single market framework for nationally regulated retail investment funds*“, S. 2), neben OGAW-Fonds eine weitere Fondskatego-

Manager grundsätzlich alle Vermögenswerte für Rechnung des OGAW V-Fonds erwerben kann, soweit die oben beschriebenen Strukturmerkmale gewahrt bleiben. Zudem wären physische Leerverkäufe zulässig. Es könnten weitergehende Regelungen für eine Risikobegrenzung geschaffen werden. Prinzipiell sollte eine Verwaltungs- und Investmentgesellschaft jedoch auch diesbezüglich frei sein.⁴²⁹

Dem innovativen Charakter dieser Fonds könnte auch in der Bezeichnung Rechnung getragen werden. Die Bezeichnung als „Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren“ wäre nicht mehr zutreffend.⁴³⁰ Daher könnte entweder der Begriff „OGAW V-Fonds“ oder „OGAV-Fonds“ („Organismen für gemeinsame Anlagen in Vermögenswerten“) verwendet werden.

Im Rahmen der OGAW V-Fonds könnte eine Vielzahl von interessanten Anlageprodukten geschaffen werden. Da es grundsätzlich keine Anlagebeschränkungen gibt, könnten auch Forderungen einschließlich Zweitmarkt-Versicherungspolicen erworben werden. Zudem könnten OGAW V-Fonds auch als Dach-Hedgefonds ausgestaltet werden. Selbst OGAW-Single-Hedgefonds wären grundsätzlich möglich. Darüber hinaus wären auch gemischte Immobilien- und Wertpapierfonds möglich, soweit ein Asset Manager eine ausreichende Expertise in beiden Produktwelten nachweisen kann. Selbstverständlich sollte es einer Verwaltungs- oder Investmentgesellschaft nur gestattet sein, OGAW V-Fonds aufzulegen, wenn sie über entsprechende moderne Risikomesssysteme verfügt. Letztlich müsste sie in der Lage

rie „*Other regulated retail funds*“ in die OGAW-Richtlinie, die nach Ansicht von EFAMA in „*Investment Funds Directive*“ umbenannt werden könnte, einzuführen. Das betreffende Positionspapier ist abrufbar unter www.efama.org (*documents/regulatory environment/EFAMA documents*).

⁴²⁹ Vgl. Casey, *Eligible assets, investment strategies and investor protection in light of modern portfolio theory: Towards a risk-based approach for UCITS*, ECMI Policy Brief, No. 2, September 2006, 10, abrufbar unter www.ceps.eu (*Publications/Working documents/ ECMI Policy Briefs/ Eligible assets, investment strategies and investor protection in light of modern portfolio theory: Towards a risk-based approach for UCITS, 18 September 2006/Download PDF for free*).

⁴³⁰ Die Bezeichnung ist auch für die OGAW III Fonds schon nicht mehr zutreffend, da OGAW-Fonds auch in andere Vermögenswerte als Wertpapiere investieren können.

sein, die aus den Vermögenswerten resultierenden Risiken angemessen zu erfassen und zu bewerten.

Sollte ein solcher Regulierungsansatz für OGAW V-Fonds politisch nicht mehrheitsfähig sein, könnten als eine Kompromisslösung Zugangskriterien hinsichtlich der zulässigen Anleger oder hinsichtlich einer Mindestanlage-summe aufgestellt und/oder produktspezifische Warnhinweise gefordert werden.

Wenn selbst eine solche Kompromisslösung nicht politisch mehrheitsfähig sein sollte, dann sollte als kleinster gemeinsamer Nenner zukünftig die folgende Regulierung angestrebt werden:

- Die Regelung zulässiger Vermögenswerte für OGAW III-Fonds erfolgt auf Level 2.
- Es sollte diskutiert werden, ob einzelne neue Vermögenswerte (wie Forderungen, Zweitmarkt-Versicherungspolice; Anteile an (offenen) Single-Hedgefonds oder an Immobilienfonds) in den Katalog zulässiger Vermögensgegenstände mit aufgenommen werden können. Ggfs. könnten diese Finanzprodukte von einer separaten Quote erfasst werden.
- Die Regelungen zu Derivaten sollten erweitert und an die Bestimmungen der MiFID angepasst werden. Dies würde zu einem Gleichlauf zwischen individueller und kollektiver Vermögensverwaltung von OGAW-Asset Managern im Bereich der Derivate führen.⁴³¹
- Es sollte eine Öffnungsklausel für weitere Vermögenswerte eingefügt werden. In Betracht käme ggfs. eine Begrenzung auf 10 % des NIW.
- Es sollte diskutiert werden, ob an dem Verbot der physischen Leerverkäufe festgehalten werden sollte. Angesichts der

⁴³¹ Hinsichtlich der individuellen Vermögensverwaltung verweist § 7 Abs. 2 Nr. 1 InvG auf § 1 Abs. 11 KWG. Wie oben bereits erwähnt, dient der neue Derivate-Begriff des KWG (§ 1 Abs. 11 Satz 4 KWG) der Umsetzung des Anhangs I, Abschnitt C, Nr. 4 – 10 MiFID, vgl. S. 8 ff., 111 der Gesetzesbegründung zum FRUG vom 12. Januar 2007 (BT-Drucksache 16/4028).

Möglichkeit synthetischer Leerverkäufe sollte die Sinnhaftigkeit dieses Verbots überdacht werden.

Daher würde sich folgende Regelungsstruktur ergeben:

Teil 1: OGAW III-Fonds

Teil 2: OGAW-Immobilienfonds

[Teil 3: OGAW-Dach-Hedgefonds]

Dach-Hedgefonds sind „retailfähige“ Finanzprodukte, die auf EU-Ebene geregelt werden sollten. Dies könnte entweder im Rahmen der OGAW III-Fonds erfolgen oder im Rahmen eines separaten Abschnitts (Teil 3).

7. Kapitel: Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse

Europäische Regelungen

Strukturierte Finanzprodukte sind in der OGAW-Richtlinie nicht als eigenständige Anlageklasse vorgesehen, obwohl Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 4 OGAW-Richtlinie den Begriff „Wertpapier bzw. Geldmarktinstrument mit eingebettetem Derivat“ benutzt und damit die Existenz von strukturierten Finanzprodukten anerkennt.

Die OGAW-DRL, dessen Rechtsetzungsverfahren die Kommission im Herbst 2004 initiiert hat, ist im März 2007 veröffentlicht worden und enthält erstmalig Regelungen für den Erwerb von strukturierten Finanzprodukten für OGAW-Fonds. Aufgrund der restriktiven Ermächtigungsgrundlage der OGAW-DRL war die Kommission darauf beschränkt, Definitionen der OGAW-Richtlinie, wie den Wertpapierbegriff des Art. 1 Abs. 8 OGAW-Richtlinie oder den Begriff des Wertpapiers bzw. Geldmarktinstruments mit eingebettetem Derivat im Sinne des Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 4 OGAW-Richtlinie, zu erläutern. CESR hat im März 2007 Auslegungshilfen zu einzelnen Bestimmungen der OGAW-DRL veröffentlicht. Diese beziehen sich unter anderem auf die Regelungen der OGAW-DRL zu strukturierten Finanzprodukten.

Die Regelungen in der OGAW-DRL zu strukturierten Finanzprodukten stellen ein grundsätzlich in sich schlüssiges Konzept dar. Die Kommission unterscheidet in der OGAW-DRL zwischen strukturierten Finanzprodukten mit und ohne eingebettete(n) Derivate(n). Art. 10 OGAW-DRL enthält Bestimmungen für die Identifizierung dieser Derivate. Soweit strukturierte Finanzprodukte keine eingebetteten Derivate enthalten und die allgemeinen Wertpapierkriterien der OGAW-DRL erfüllen, können diese für Rechnung eines OGAW-Fonds erworben werden. Eine Durchschaupflicht auf die Basiswerte der strukturierten Finanzprodukte ist nur im Falle von eingebetteten Derivaten im Sinne des Art. 10 OGAW-DRL erforderlich.

Die Pflicht zur Durchschau auf die Basiswerte dient grundsätzlich drei verschiedenen Zwecken: Art. 21 Abs. 3 Unterabsatz 4 OGAW-Richtlinie bzw. Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL normieren eine Durchschaupflicht zwecks Anrechnung der Basiswerte auf die derivative Gesamtrisikogrenze und auf die relevanten Anlagegrenzen der OGAW-Richtlinie. Weder die OGAW-Richtlinie noch die OGAW-DRL normieren hingegen eine Durchschaupflicht hinsichtlich der Erwerbbarkeit der Basiswerte. Die Kommission scheint eine solche Durchschaupflicht abzulehnen. CESR hingegen scheint eine solche Durchschaupflicht zu befürworten und bringt dies in den CESR-Richtlinien durch Bezugnahme auf den 13. Erwägungsgrund der Produkt-Richtlinie zum Ausdruck. Dieser Erwägungsgrund besagt, dass durch Derivate die Grundsätze und Bestimmungen der OGAW-Richtlinie nicht umgangen werden dürfen. Die Sichtweise von CESR ist vertretbar aber nicht völlig überzeugend.

Durch Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL wird deutlich, dass nicht jede Koppelung der Wertentwicklung eines (strukturierten) Finanzproduktes an die Wertentwicklung eines anderen Vermögenswertes (Basiswert) ein eingebettetes Derivat im Sinne des Art. 10 OGAW-DRL darstellt. Es sprechen gewisse Argumente dafür, dass die Kommission bei Delta-1-Produkten nicht vom Vorliegen eingebetteter Derivate ausgeht. Diese Einschränkung der Durchschaupflicht durch den Delta-1-Ansatz scheint für die Kommission allerdings nur im Rahmen des Art. 2 Abs. 3 OGAW-DRL eine Rolle zu spielen und damit nicht hinsichtlich der Erwerbbarkeit der Basiswerte. Der Delta-1-

Ansatz lässt sich nur schwer mit den Bestimmungen des Art. 10 OGAW-DRL in Einklang bringen.

Die CESR-Richtlinien können im Bereich der CLN und *true-sale*- und synthetischen ABS nicht überzeugen. *True-sale*- und in aller Regel auch synthetische ABS sind nach den Vorschriften der CESR-Richtlinien als strukturierte Finanzprodukte ohne eingebettete Derivate anzusehen. Hingegen sind CLN als strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten zu betrachten.

Regelungen in Deutschland

Der deutsche Gesetzgeber hat die Bestimmungen der OGAW-DRL betreffend strukturierte Finanzprodukte weitgehend durch eine Verweisteknik im Rahmen des InvÄndG umgesetzt. Die Umsetzung der Bestimmungen sind nicht immer schlüssig, da der deutsche Gesetzgeber bei seiner Umsetzung teilweise die Systematik der OGAW-Richtlinie bzw. der OGAW-DRL zu Wertpapieren und Geldmarktinstrumenten nicht beachtet hat. Diesem Umsetzungsmangel ist durch eine richtlinienkonforme Auslegung der betreffenden Bestimmungen abzuwehren. Die Bestimmungen des InvÄndG zu ABCP sind unübersichtlich. Dies ist aber in den komplexen Regelungen der OGAW-Richtlinie bzw. OGAW-DRL zu ABCP angelegt.

Der deutsche Gesetzgeber hat in § 51 Abs. 1 Satz 2 InvG eine Durchschaupflicht (hinsichtlich der Erwerbbarkeit der Basiswerte) für strukturierte Finanzprodukte mit eingebetteten Derivaten im Sinne des Art. 10 OGAW-DRL normiert. Die BaFin berücksichtigt diese Durchschaupflicht in ihrer neuen Verwaltungspraxis. Durch Auslegung der Bestimmungen der OGAW-Richtlinie scheint eine solche Sichtweise vertretbar, aber nicht völlig überzeugend zu sein. Die BaFin berücksichtigt auch einen Delta-1-Ansatz in ihrer neuen Verwaltungspraxis. Im Bereich der Durchschaupflicht hinsichtlich der Erwerbbarkeit der Basiswerte kann dieser Delta-1-Ansatz nicht überzeugen.

Die BaFin hat zusammen mit dem BVI einen FAQ *Eligible Assets* zu den Bestimmungen der OGAW-DRL veröffentlicht. Ein solcher Schritt ist zu

begrüßen. Zur Vermeidung eines „Aufsichtsarbitrages“ erscheint es wünschenswert zu sein, dass ein FAQ (nach den Vorbildern im Wertpapierprospekt- und Wertpapierdienstleistungsbereich) auch auf EU-Ebene geführt wird.

Die Regelung der zulässigen Vermögenswerte für OGAW-Fonds auf Level 1-Ebene (OGAW-Richtlinie) scheint nicht mehr zeitgemäß zu sein. Angesichts der Konkurrenz zu anderen Investmentprodukten sollte die OGAW-Richtlinie diesbezüglich geändert werden. Eine Freigabe der zulässigen Vermögenswerte für OGAW-Fonds ist diskussionswürdig, soweit die allgemeinen Prinzipien der OGAW-Richtlinie beibehalten werden und ein lückenloser Anlegerschutz auf Vertriebsseite gewährleistet ist. Dieser Ansatz basiert darauf, dass ein informierter und über Risiken aufgeklärter Anleger nicht durch restriktive Regelungen auf der Produktseite „geschützt“ sein sollte. Zumindest aber sollten die zulässigen Vermögenswerte aus der OGAW-Richtlinie ausgegliedert und auf Level 2-Ebene durch eine OGAW-Durchführungsmaßnahme geregelt werden.

* * *

Anhang 1: Auszug aus den CESR-Richtlinien/ Art. 10 OGAW-DRL

Collateralized debt obligations (CDOs) or asset backed securities using derivatives, with or without an active management, will generally not qualify as structured financial instruments (SFIs) embedding derivatives, except if:

- *they are leveraged, i.e. the CDOs or asset backed securities are not limited recourse vehicles and the investor's loss can be higher than their initial investment; or*
- *they are not sufficiently diversified.*

Where a product is structured as an alternative to an over-the-counter (OTC) derivative, its treatment should be similar to that of the OTC derivative instrument, if the consistency of the Directive provisions is to be ensured. This will be the case for tailor-made hybrid instruments, such as a single tranche CDO structured to meet the specific needs of a UCITS, which should be considered as embedding a derivative from the Directive point of view. Such a product offers an alternative to the use of an OTC derivative, for the same purpose of achieving a diversified exposure with a pre-set credit risk level to a portfolio of entities.

CESR's view is that the following list of SFIs, which is illustrative and non-exhaustive, could be assumed by a UCITS to embed a derivative:

- *credit linked notes;*
- *SFIs whose performance is linked to the performance of a bond index;*
- *SFIs whose performance is linked to the performance of a basket of shares with or without active management;*
- *SFIs with a nominal fully guaranteed whose performance is linked to the performance of a basket of shares, with or without active management;*
- *convertible bonds; and*
- *exchangeable bonds.*

UCITS using SFIs embedding derivatives must respect the principles of the Directive 85/611/EEC. These include:

- *embedded derivatives may never be used to circumvent the principles and rules set out in the Directive (Recital 13 of Directive 2001/108/EC);*

- *in compliance with the third indent of Article 21(3) of Directive 85/611/EEC, "when a transferable security or money market instrument embeds a derivative, the latter must be taken into account when complying with the requirements of (Article 21)". As a consequence, the UCITS must:*
 - *employ "a risk-management process which enables it to monitor and measure at any time the risk of the positions and their contribution to the overall risk profile of the portfolio (Art. 21 (1));*
 - *have a global exposure relating to derivative instruments that does not exceed the total value of its portfolio (Art. 21 (3));*
 - *comply with all the investment limits set by Article 22 and Article 22a of Directive 85/611/EEC: "A UCITS may invest...in financial derivative instruments provided that the exposure to the underlying assets does not exceed in aggregate the investment limits laid down in Article 22 (Article 21(3)). More specifically:*
 - *UCITS using SFIs embedding derivatives should refer to the Commission Recommendation 2004/383/EC of 27 April 2004 on the use of financial derivative instruments by UCITS in order to comply with the risk spreading rules required by Article 22 of the Directive, as this Recommendation sets out how the underlying assets of financial derivative instruments should be taken into account when assessing compliance with the risk limits set by the above-mentioned article; and*
 - *Embedded derivatives will generally not be taken into account when calculating counterparty limits, except if these products enable the issuer of the hybrid instrument to pass the counterparty risk of underlying derivatives to the UCITS.*

It is the responsibility of the UCITS to check that investment in hybrid instruments embedding derivatives complies with these requirements. The nature, frequency and scope of checks performed will depend on the characteristics of the embedded derivatives and on their impact on the UCITS, taking account its stated investment objective and risk profile.

Where the UCITS considers that this impact is not significant, controls can be tailored accordingly. In such cases, the UCITS may for instance rely on predefined investment limits to ensure compliance with the above mentioned principles.

Anhang 2: Auszug/ Worlaut des § 48 InvG

(1) Die Kapitalanlagegesellschaft darf vorbehaltlich § 52 für Rechnung eines Sondervermögens Instrumente, die üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelt werden, sowie verzinsliche Wertpapiere, die im Zeitpunkt ihres Erwerbs für das Sondervermögen eine restliche Laufzeit von höchstens 397 Tagen haben, deren Verzinsung nach den Ausgabebedingungen während ihrer gesamten Laufzeit regelmäßig, mindestens aber einmal in 397 Tagen, marktgerecht angepasst wird oder deren Risikoprofil dem Risikoprofil solcher Wertpapiere entspricht (Geldmarktinstrumente), nur erwerben, wenn sie

[...]

6. von anderen Emittenten begeben werden und es sich bei dem jeweiligen Emittenten handelt

[...]

c) um einen Rechtsträger, der die wertpapiermäßige Unterlegung von Verbindlichkeiten durch Nutzung einer von einer Bank eingeräumten Kreditlinie finanzieren soll. Für die wertpapiermäßige Unterlegung und die von einer Bank eingeräumten Kreditlinie gilt Artikel 7 der Richtlinie 2007/16/EG.

(2) Geldmarktinstrumente im Sinne des Absatzes 1 dürfen nur erworben werden, wenn sie die Voraussetzungen des Artikels 4 Abs. 1 und 2 der Richtlinie 2007/16/EG erfüllen. Für Geldmarktinstrumente im Sinne des Absatzes 1 Nr. 1 und 2 gilt Artikel 4 Abs. 3 der Richtlinie 2007/16/EG.

(3) Geldmarktinstrumente im Sinne des Absatzes 1 Nr. 3 bis 6 dürfen nur erworben werden, wenn die Emission oder Emittent dieser Instrumente Vorschriften über den Einlagen- und den Anlegerschutz unterliegt und zusätzlich die Kriterien des Artikels 5 Abs. 1 der Richtlinie 2007/16/EG erfüllt sind. Für den Erwerb von Geldmarktinstrumenten, die nach Absatz 1 Nr. 3 von einer regionalen oder lokalen Gebietskörperschaft eines Mitgliedstaates der Europäischen Union oder von einer internationalen öffentlich-rechtlichen Einrichtung im Sinne des Absatzes 1 Nr. 3 begeben werden, aber weder von diesem Mitgliedstaat oder, wenn dieser ein Bundesstaat ist, einem Gliedstaat dieses Bundesstaates garantiert werden, und für den Erwerb von Geldmarktinstrumenten nach Absatz 1 Nr. 4 und 6 gilt Artikel 5 Abs. 2 der Richtlinie 2007/16/EG; für den Erwerb aller anderen Geldmarktinstrumente nach Absatz 1 Nr. 3 außer Geldmarktinstrumenten, die von der Europäischen Zentralbank oder der Zentralbank eines Mitgliedstaates der Europäischen Union begeben oder garantiert wurden,

gilt Artikel 5 Abs. 4 dieser Richtlinie. Für den Erwerb von Geldmarktinstrumenten nach Absatz 1 Nr. 5 gelten Artikel 5 Abs. 3 und, wenn es sich um Geldmarktinstrumente handelt, die von einem Kreditinstitut, das Aufsichtsbestimmungen, die nach Auffassung der Bundesanstalt denjenigen des Europäischen Gemeinschaftsrechts gleichwertig sind, unterliegt und diese einhält, begeben oder garantiert werden, Artikel 6 der Richtlinie 2007/16/EG.

* * *