

**EMPFEHLUNG DER KOMMISSION****vom 27. April 2004****zum Einsatz derivativer Finanzinstrumente bei Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW)****(Bekannt gegeben unter Aktenzeichen K(2004) 1541/1)****(Text von Bedeutung für den EWR)**

(2004/383 EG)

DIE KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN —

gestützt auf den Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft, insbesondere auf Artikel 211 zweiter Gedankenstrich,

in Erwägung nachstehender Gründe:

- (1) Die Änderung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW)<sup>1</sup> durch die Richtlinie 2001/108/EG sollte den OGAW unter anderem Anlagen in ein breiteres Spektrum von Finanzinstrumenten und die Nutzung moderner Anlagentechniken ermöglichen. Das zulässige Anlagespektrum wurde nicht nur um Geldmarktinstrumente, Bankeinlagen sowie Anteile an OGAW und anderen Organismen für gemeinsame Anlagen erweitert: Vielmehr können OGAW nun im Rahmen ihrer Anlagestrategie auch derivative Finanzinstrumente, nicht nur zu Absicherungszwecken, einsetzen.
- (2) Ein weiteres Ziel der Richtlinienänderung war der Anlegerschutz. Die geänderte Richtlinie 85/611/EWG enthält daher umfassende Regelungen zur Risikobegrenzung. Um eine gebührende und genaue Überwachung, Messung und Steuerung der mit neuartigen Finanzinstrumenten und insbesondere Derivaten verbundenen Risiken zu gewährleisten, müssen Verwaltungs- und Investmentgesellschaften unter Aufsicht der zuständigen Behörden solide Risikomessverfahren anwenden. Diese Risikomessverfahren müssen ihnen insbesondere die Möglichkeit geben, die Risiken ihrer Positionen und deren Beitrag zum Risikoprofil des Portfolios insgesamt jederzeit zu überwachen, zu messen und zu steuern. Verwaltungs- und Investmentgesellschaften müssen außerdem Verfahren für die genaue und unabhängige Bewertung von Derivaten, die nicht an einer Börse gehandelt werden (OTC-Derivate), anwenden. Diese Vorgaben der Richtlinie 85/611/EWG machen es erforderlich, dass die

---

<sup>1</sup> OJ L 375, 31.12.1985, p. 3; Richtlinie zuletzt geändert durch die Richtlinie 2001/108/EG des Europäischen Parlaments und des Rates (ABl. L 41 vom 13.2.2002, S. 35).

Mitgliedstaaten einen geeigneten Rahmen für die Risikomessung und das Risikomanagement von OGAW abstecken. Um dies zu erleichtern und ein harmonisiertes Vorgehen zu gewährleisten, sollten gemeinsame Grundprinzipien für die Risikomessung empfohlen werden.

- (3) Der OGAW-Kontaktausschuss hat die Aufstellung von Grundprinzipien, die von den Mitgliedstaaten zu berücksichtigen wären, für nützlich befunden. Diese Grundprinzipien dürften es den Mitgliedstaaten erleichtern, einen gemeinschaftsweit gleichwertigen und wirksamen Anlegerschutz sowie gleiche Wettbewerbsbedingungen für die unter verschiedene Rechtssysteme fallenden OGAW-Betreiber und -Produkte zu gewährleisten.
- (4) In Anbetracht der in Artikel 21 Absatz 3 Unterabsatz 1 der Richtlinie 85/611/EWG vorgesehenen Obergrenze für das Gesamtrisiko aus Derivaten und der in Artikel 36 Absatz 2 der Richtlinie vorgesehenen Obergrenze für die Kreditaufnahme ist zu klären, welches Risiko insgesamt ein OGAW maximal eingehen darf.
- (5) Bei der Bemessung des Gesamtrisikos eines OGAW müssen sowohl sein Ausfallrisiko als auch die mit derivativen Finanzinstrumenten erzielte Hebelwirkung berücksichtigt werden. Folglich muss sichergestellt sein, dass das Marktrisiko eines OGAW adäquat gemessen wird. Es ist deshalb notwendig, mögliche Ansätze für die Messung des Marktrisikos zu empfehlen, wobei zu klären ist, unter welchen Voraussetzungen die nachstehenden Methoden anzuwenden sind: Commitment Approach, Value-at-risk Approach (VaR-Approach) und Stress Tests.
- (6) Aus denselben Gründen ist es sinnvoll, Empfehlungen für die Methode zur Messung der mit derivativen Finanzinstrumenten erzeugten Hebelwirkung eines OGAW-Portfolios auszusprechen.
- (7) Nach Artikel 21 Absatz 3 Unterabsatz 2 der Richtlinie 85/611/EWG ist bei der Berechnung des Risikos eines OGAW nicht nur der Marktwert der Basiswerte, sondern sind auch das Ausfallrisiko, künftige Marktfluktuationen und die Liquidationsfrist der Positionen zu berücksichtigen. Für das mit OTC-Derivaten verbundene Ausfallrisiko enthält Artikel 22 Absatz 1 Unterabsatz 2 der Richtlinie besondere Vorschriften. Angesichts dieser Vorschriften sollte geklärt werden, nach welcher Methode das mit derivativen Finanzinstrumenten verbundene Ausfallrisiko zu berechnen ist und wie sich diese Methode zu den in der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. März 2000 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute<sup>2</sup> vorgesehenen Methoden und Kriterien verhält.
- (8) Nach Artikel 21 Absatz 3 Unterabsatz 3 der Richtlinie 85/611/EWG muss das Risiko der Basiswerte derivativer Finanzinstrumente bei der Berechnung der emittentenbezogenen Anlagegrenzen nach Artikel 22 der Richtlinie berücksichtigt werden. Nach Art. 22 können die Mitgliedstaaten auch gestatten, dass Anlagen eines OGAW in indexbasierten Derivaten bei diesen emittentenbezogenen Anlagegrenzen nicht berücksichtigt werden. Folglich sollten Grundsätze für die Anwendung der

---

<sup>2</sup> ABl. L 126 vom 26.5.2000, S.1.

emittentenbezogenen Anlagegrenzen bei derivativen Finanzinstrumenten empfohlen werden.

- (9) Leerverkäufe sind Geschäfte, bei denen für den OGAW entweder das Risiko besteht, Wertpapiere zu einem höheren Kurs als dem Lieferkurs ankaufen zu müssen und somit einen Verlust zu erleiden, oder das Risiko, das Basisinstrument bei Fälligkeit nicht liefern zu können. Diese Risiken liegen bei allen Geschäften vor, bei denen ein OGAW Wertpapiere am Markt ankaufen muss, um seine Verpflichtungen zu erfüllen. Für den OGAW besteht in diesen Fällen das Risiko, seine Verpflichtungen im Rahmen eines Derivatgeschäfts nicht oder nur teilweise erfüllen zu können. Um hohe Verluste auszuschließen, sind den OGAW Leerverkäufe nach Artikel 42 der Richtlinie 85/611/EWG daher grundsätzlich untersagt. Bei Geschäften mit derivativen Finanzinstrumenten, die das Profil eines Leerverkaufs aufweisen, sind die mit Leerverkäufen normalerweise verbundenen Risiken unter Umständen jedoch nicht im selben Maße von Belang. Daher sollte der Begriff Leerverkauf in Bezug auf derivative Finanzinstrumente geklärt und sollten Kriterien für die Deckung von Derivatgeschäfte empfohlen werden, um die Einhaltung von Artikel 42 zu erleichtern.
- (10) Die vorliegende Empfehlung ist ein erster Schritt zu einem gemeinsamen Ansatz für die Risikomessmethoden im Bereich OGAW. Allerdings entwickeln sich die Risikomessmethoden beständig weiter. Künftige Entwicklungen wie beispielsweise die Neufassung der Baseler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II) und die entsprechende künftige Gemeinschaftsrichtlinie über die Eigenkapitalanforderungen für Banken und Wertpapierfirmen könnten daher weitere Schritte erforderlich machen.
- (11) Die vorliegende Empfehlung enthält bestimmte Grundsätze, die die Mitgliedstaaten bei der Umsetzung der Richtlinie 85/611/EWG in der durch die Richtlinie 2001/108/EG geänderten Fassung berücksichtigen sollten. Wohlgermerkt enthält die Empfehlung keine allumfassenden Leitlinien für den Einsatz derivativer Finanzinstrumente bei OGAW, sondern lediglich Grundsätze, die als grundlegende Ausgangsbasis für einen einheitlichen Ansatz für die Risikomessung bei OGAW betrachtet werden können —

EMPFIEHLT:

Bei der Umsetzung der Richtlinie 85/611/EWG sollten die Mitgliedstaaten wie folgt verfahren:

### **1. Abstimmung der Risikomessung auf das Risikoprofil des OGAW**

Bei der Anwendung von Artikel 21 Absatz 1 der Richtlinie 85/611/EWG wird den Mitgliedstaaten empfohlen sicherzustellen, dass Verwaltungs- und Investmentgesellschaften Risikomessverfahren anwenden, die auf das jeweilige Risikoprofil eines OGAW abgestimmt sind, damit gewährleistet ist, dass sämtliche mit dem OGAW verbundenen wesentlichen Risiken unter Aufsicht der zuständigen Behörden genau gemessen werden.

### **2. Harmonisierte Auslegung der Obergrenzen für das OGAW-Risiko**

#### **2.1 Begrenzung des Gesamtrisikos aus Derivaten und des OGAW-Risikos insgesamt**

Den Mitgliedstaaten wird empfohlen sicherzustellen, dass das mit derivativen Finanzinstrumenten verbundene Gesamtrisiko eines OGAW 100 % des Nettoinventarwerts (net asset value — NAV) nicht überschreitet und dass somit das Risiko eines OGAW insgesamt 200 % des NAV nicht dauerhaft überschreitet.

### 2.2 Begrenzung der vorübergehenden Kreditaufnahme

Den Mitgliedstaaten wird empfohlen sicherzustellen, dass das Risiko eines OGAW durch vorübergehende Kreditaufnahme nicht um mehr als 10 % erhöht wird, so dass das Gesamtrisiko unter keinen Umständen 210 % des NAV überschreitet.

### 2.3 Gleichzeitige Einhaltung der Ziffern 3 und 4

Zur Anwendung der Obergrenze von 100 % für das Gesamtrisiko aus Derivaten wird den Mitgliedstaaten empfohlen sicherzustellen, dass sowohl Ziffer 3 als auch Ziffer 4 eingehalten werden.

## **3. Angemessene Standards für die Marktrisikomessung**

### 3.1 Abstimmung der Risikomessverfahren auf das Risikoprofil eines OGAW

Entsprechend dem in Ziffer 1 dieser Empfehlung und Artikel 21 Absatz 1 der Richtlinie 85/611/EWG aufgestellten Grundprinzip wird den Mitgliedstaaten empfohlen zu gestatten, dass bei "einfachen OGAW" ("non-sophisticated UCITS"), die insgesamt weniger und einfachere Derivatpositionen halten, indem sie beispielsweise einige wenige „plain-vanilla“-Optionen einsetzen, eine andere Methode angewandt wird als bei "komplexen OGAW" ("sophisticated UCITS"). Die Unterscheidung und genaue Abgrenzung der beiden OGAW-Arten erfordert weitere Arbeiten im Sinne von Ziffer 3.4. Bis diese Arbeiten abgeschlossen sind, sollten die Mitgliedstaaten den Ansatz für die Marktrisikomessung entsprechend den Ziffern 3.2 und 3.3 auf die jeweiligen Erfordernisse abstimmen.

### 3.2 Einfache OGAW

#### 3.2.1 Anwendung des Commitment Approach

Bei einfachen OGAW wird den Mitgliedstaaten empfohlen, ihre zuständigen Behörden zu ersuchen sicherzugehen, dass das Marktrisiko durch Anwendung des Commitment Approach, bei dem die Derivatpositionen eines OGAW in die entsprechenden Basiswertäquivalente umgerechnet werden, adäquat bewertet wird. Bei der Anwendung des Commitment Approach sollten die zuständigen Behörden der Mitgliedstaaten auch Parameter wie das Gesamtrisiko des OGAW aus derivativen Finanzinstrumenten, Art, Zweck, Anzahl und Häufigkeit der Kontrakte sowie die angewandten Anlagetechniken berücksichtigen.

#### 3.2.2 Technische Einzelheiten

Bei Optionen wird den Mitgliedstaaten empfohlen, die Anwendung des Delta-Ansatzes zu gestatten, bei dem die Reaktion des Optionspreises auf marginale Änderungen des Basiswertpreises zugrunde gelegt wird. Die Umrechnung von Forward-, Futures- und Swap-Positionen sollte von der genauen Beschaffenheit des Basiskontrakts abhängig gemacht werden. Bei einfachen Kontrakten wird in der Regel der nach der Marktbewertungsmethode bestimmte Wert maßgeblich sein.

### 3.2.3 Zusätzliche Schutzmechanismen

Die Mitgliedstaaten sollten prüfen, ob im Zusammenhang mit der Anwendung des Commitment Approach weitere Schutzmechanismen erforderlich sind, beispielsweise eine Begrenzung des Gesamtrisikos, das mit derivativen Finanzinstrumenten verbunden ist, auf unter 100 % des NAV bei einfachen OGAW.

### 3.3 Komplexe OGAW

#### 3.3.1 Standardmäßige Anwendung des Value-at-Risk- (VaR-)Approach und von Stress Tests

Bei "komplexen OGAW" wird den Mitgliedstaaten empfohlen zu verlangen, dass Verwaltungs- und Investmentgesellschaften regelmäßig den VaR-Ansatz anwenden. Mit dem VaR-Ansatz wird geschätzt, welcher Verlust innerhalb eines bestimmten Zeithorizontes bei vorgegebenem Konfidenzintervall bei einem OGAW-Portfolio maximal entstehen kann. Den Mitgliedstaaten wird empfohlen zu verlangen, dass Verwaltungs- und Investmentgesellschaften außerdem Stress Tests durchführen, um etwaige Risiken aufgrund von anormalen Marktbewegungen besser zu steuern. Stress Tests messen, wie extrem sich Vorfälle im Wirtschafts- und Finanzleben zu einem gegebenen Zeitpunkt auf den Wert eines Portfolios auswirken.

#### 3.3.2 Festlegung gemeinsamer Standards als weiterer Schritt

Zur Anwendung des VaR-Ansatzes wird den Mitgliedstaaten empfohlen, die Verwendung geeigneter Standards im Sinne von Ziffer 3.1 zu verlangen. Zu diesem Zweck sollten sie folgende Parameter als mögliche Richtwerte in Erwägung ziehen: ein Konfidenzintervall von 99%, eine Halteperiode von einem Monat und die „jüngste“ Volatilität, d.h. die Volatilität in einem Beobachtungszeitraum, der bei der Berechnung höchstens ein Jahr betragen darf, wobei weitere Tests durch die zuständigen Behörden hierdurch nicht ausgeschlossen werden. Sobald im Rahmen weiterer Arbeiten der Mitgliedstaaten im Sinne von Ziffer 3.4 gemeinsame Standards festgelegt worden sind, sollten die Mitgliedstaaten den Verwaltungs- und Investmentgesellschaften eine Abweichung hiervon nur im Einzelfall, vorbehaltlich einer angemessenen Prüfung durch die zuständigen Behörden, gemäß Ziffer 3.3.3 gestatten.

#### 3.3.3 Interne Risikomessmodelle

Den Mitgliedstaaten wird empfohlen interne Risikomessmodelle einer Verwaltungs- oder Investmentgesellschaft nur zuzulassen, wenn sie einen angemessenen Schutzzumfang, wie er unter anderem in dieser Empfehlung vorgesehen ist, bieten. Die betreffenden Modelle sollten einer angemessenen Prüfung durch die zuständigen einzelstaatlichen Behörden unterliegen. Die Mitgliedstaaten sollten außerdem ein Verzeichnis der von den zuständigen einzelstaatlichen Behörden anerkannten Modelle veröffentlichen und diese auf geeignetem Wege öffentlich zugänglich machen.

### 3.4 Empfehlung, die Arbeit fortzusetzen

Da die Risikomessverfahren noch weiterentwickelt werden müssen, wird den Mitgliedstaaten empfohlen darauf hinzuwirken, dass ihre zuständigen Behörden weitere Arbeiten durchführen, um fortschrittlichere und ausgefeiltere Risikomessverfahren zu entwickeln und somit zu einem konvergenten gemeinschaftsweiten Ansatz zu gelangen. Dies betrifft insbesondere:

- a) die Kriterien für die Unterscheidung zwischen einfachen und komplexen OGAW,
- b) die Umrechnung derivativer Finanzinstrumente in Basiswertäquivalente und das Netting von Basispositionen von derivativen Finanzinstrumenten bei Anwendung des Commitment Approach,
- c) Best Practices im Bereich VaR und Stress Tests,
- d) die Anforderungen, die die internen Modelle von OGAW erfüllen müssen

#### **4. Angemessene Standards für die Bewertung der Hebelwirkung**

##### 4.1 Anwendung des Commitment Approach

In Ermangelung fortschrittlicher Methoden im Sinne von Ziffer 4.2 wird den Mitgliedstaaten empfohlen zu verlangen, dass zur Bewertung der Hebelwirkung eines OGAW der Commitment Approach in Kombination mit dem/den nach Ziffer 3.3 für die Marktrisikomessung bei komplexen OGAW vorgeschriebenen VaR-Ansatz und Stress Tests angewandt wird.

Den Mitgliedstaaten wird ferner empfohlen zu gestatten, dass Verwaltungs- und Investmentgesellschaften, die nach Ziffer 3.2 den Commitment Approach anwenden, diesen Ansatz auch zur Bewertung der Hebelwirkung anwenden.

##### 4.2 Zulassung fortschrittlicherer Methoden

Bei komplexen OGAW im Sinne von Ziffer 3.3 sollten die Mitgliedstaaten für den Fall, dass die Aufsichtsbehörden uneingeschränkt davon überzeugt sind, dass eine Verwaltungs- oder Investmentgesellschaft bereits eine geeignete Methode zur Bewertung der Hebelwirkung mittels VaR-Ansätzen und Stress Tests entwickelt und erprobt hat, und diese Methode durch die Verwaltungs- oder Investmentgesellschaft hinreichend dokumentiert ist, eine Anerkennung zum Zwecke der Messung der Hebelwirkung in Betracht ziehen. Zu diesem Zweck wird den Mitgliedstaaten insbesondere empfohlen, Ansätze zu berücksichtigen, die auf einem Vergleichsmaßstab wie dem VaR/Stress-Test-Wert eines geeigneten, der Anlagestrategie eines OGAW entsprechenden Referenzportfolios oder dem VaR/Stress-Test-Wert einer geeigneten Benchmark beruhen.

##### 4.3 Empfehlung, die Arbeit fortzusetzen

Den Mitgliedstaaten wird empfohlen zu berücksichtigen, dass die Methoden zur Bewertung der Hebelwirkung eines OGAW weiterentwickelt werden müssen, insbesondere im Hinblick auf den maximalen VaR/Stress-Test-Wert, der einem Risiko von insgesamt 200 % des OGAW-NAV entspricht. Sie sollten daher darauf hinwirken, dass ihre zuständigen Behörden weitere Arbeiten durchführen, um fortschrittlichere und ausgefeiltere Methoden für die Bewertung der Hebelwirkung zu entwickeln und somit zu einem konvergenten gemeinschaftsweiten Ansatz zu gelangen.

#### **5. Anwendung geeigneter Standards und anerkannter Techniken zur Begrenzung des Ausfallrisikos**

##### 5.1 Voraussetzungen für die Beschränkung des Ausfallrisikos auf OTC-Derivate

Den Mitgliedstaaten wird empfohlen sicherzustellen, dass sämtliche Derivatgeschäfte, die für ausfallrisikofrei erachtet werden dürfen, an einer Börse stattfinden, deren Clearingstelle

folgende Voraussetzungen erfüllt: angemessene Leistungsgarantie, tägliche Neubewertung von Derivatpositionen auf der Grundlage des aktuellen Marktkurses und mindestens tägliche Einschusszahlungen.

### 5.2 Heranziehung des maximal möglichen Verlusts

Den Mitgliedstaaten wird empfohlen zu verlangen, dass das Ausfallrisiko gegenüber einer Gegenpartei bei OTC-Derivaten nicht nach dem Nominalwert des OTC-Kontrakts, sondern nach dem Verlust bemessen wird, der dem OGAW bei Ausfall der Gegenpartei maximal entstehen kann.

### 5.3 Anwendung der in der Richtlinie 2000/12/EG niedergelegten Standards als Richtwert

In Übereinstimmung mit den bereits durch die Richtlinie 2001/108/EG eingeführten quantitativen Vorgaben wird den Mitgliedstaaten empfohlen zu verlangen, dass das Ausfallrisiko bei OTC-Derivaten nach der in der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>3</sup> dargelegten Marktbewertungsmethode berechnet wird, wobei in Ermangelung eines Marktkurses geeignete Preisermittlungsmodelle erforderlich sind. Die Mitgliedstaaten sollten außerdem die uneingeschränkte Anwendung des Kreditäquivalent-Ansatzes gemäß der Richtlinie 2000/12/EG vorschreiben, wobei dem potentiellen künftigen Risiko durch ein Zuschlagssystem Rechnung zu tragen ist.

### 5.4 Anerkennung von Sicherheiten bei der Bewertung des Ausfallrisikos eines OGAW

#### 5.4.1 Allgemeine Voraussetzungen

Den Mitgliedstaaten wird empfohlen vorzusehen, dass Sicherheiten auf das Ausfallrisiko eines OGAW angerechnet werden können, sofern die betreffende Sicherheit gemäß der Richtlinie 2000/12/EG und unter Berücksichtigung künftiger Entwicklungen:

- a) täglich auf der Grundlage des aktuellen Marktkurses neu bewertet wird und ihr Wert den Risikobetrag übersteigt,
- b) nur zu vernachlässigenden Risiken ausgesetzt ist (Beispiel: erstklassige Staatsanleihen oder Barmittel) und liquide ist,
- c) von einem Dritten verwahrt wird, der in keinerlei Verbindung zum Betreiber steht oder rechtlich vor den Auswirkungen eines Konkurses einer mit diesem verbundenen Partei geschützt ist,
- d) von dem OGAW jederzeit verwertet werden kann.

#### 5.4.2 Begrenzung der Risikokonzentration

Gemäß dem allgemeinen Grundsatz der Risikostreuung wird den Mitgliedstaaten empfohlen sicherzustellen, dass das Ausfallrisiko gegenüber einem bestimmten Unternehmen bzw. einer bestimmten Unternehmensgruppe nach Berücksichtigung der von diesem Unternehmen bzw. dieser Unternehmensgruppe gestellten Sicherheiten die in der Richtlinie 85/611/EWG festgelegte Obergrenze von 20 % sowohl auf der Ebene des Einzelunternehmens nach Artikel 22 Absatz 2 Unterabsatz 2 als auch auf der Ebene der Unternehmensgruppe nach Artikel 22 Absatz 5 nicht übersteigen darf.

---

<sup>3</sup> ABl. L 126 vom 26.5.2000, S.1.

### 5.5 Anerkennung von Nettingvereinbarungen

Den Mitgliedstaaten wird empfohlen zu gestatten, dass OGAW ihre OTC-Derivatpositionen gegenüber einer Gegenpartei aufrechnen, sofern die entsprechenden Nettingverfahren die Voraussetzungen der Richtlinie 2000/12/EG erfüllen und auf rechtsverbindlichen Vereinbarungen beruhen.

## **6. Geeignete Methoden für die Anwendung der Obergrenzen für das Emittentenrisiko**

### 6.1 Abstimmung der Risikomessverfahren auf die Art des Derivats

Da derivative Finanzinstrumente zwecks Einbeziehung in die nach Artikel 22 Absatz 3 Unterabsatz 4 der Richtlinie 85/611/EWG vorgesehenen emittentenbezogenen Anlagegrenzen in Basiswertäquivalente umzurechnen sind, wird den Mitgliedstaaten empfohlen die Anwendung von Methoden zu verlangen, die der Art des betreffenden Finanzinstruments angemessen sind. So können die Mitgliedstaaten beispielsweise bei Optionen den Delta-Ansatz zulassen. Ist dieser Ansatz aufgrund der Komplexität eines derivativen Finanzinstruments nicht einschlägig bzw. nicht durchführbar, so können die Mitgliedstaaten die Anwendung eines Ansatzes gestatten, der von dem bei dem betreffenden Derivat maximal möglichen Verlust als Maximalwert des Solvenzrisikos ausgeht.

### 6.2 Indexderivate

Bei der Ausübung ihrer Ermessensbefugnisse nach Artikel 21 Absatz 3 Unterabsatz 3 der Richtlinie 85/611/EWG wird den Mitgliedstaaten empfohlen zu berücksichtigen, ob der Basisindex eines derivativen Finanzinstruments die Voraussetzungen des Artikels 22 a der Richtlinie erfüllt. Bei der Anwendung von Artikel 21 Absatz 2 und Artikel 21 Absatz 3 Unterabsatz 3 der Richtlinie wird den Mitgliedstaaten empfohlen zu bedenken, dass es einer Verwaltungs- oder Investmentgesellschaft grundsätzlich nicht möglich sein sollte, auf einem selbstgebildeten Index basierende derivative Finanzinstrumente zu nutzen, um die emittentenbezogenen Anlagegrenzen nach Artikel 22 zu umgehen. Die Mitgliedstaaten sollten auch bedenken, dass es einer Verwaltungs- oder Investmentgesellschaft nicht möglich sein sollte, Indexderivate zu nutzen, deren Index gegen die in Artikel 22 a der Richtlinie 85/611/EWG niedergelegten Anlagegrenzen verstößt.

### 6.3 Begrenzung der Risikokonzentration

Den Mitgliedstaaten wird empfohlen zu verlangen, dass Verwaltungs- und Investmentgesellschaften bei der Anwendung der Obergrenze von 20 % des NAV gemäß Artikel 22 Absatz 2 Unterabsatz 2 und Artikel 22 Absatz 5 der Richtlinie 85/611/EWG das Ausfallrisiko und das Emittentenrisiko gegenüber einem Unternehmen bzw. einer Unternehmensgruppe kumulativ berechnen.

## **7. Richtlinien für die Deckung von Geschäften mit börsennotierten und außerbörslichen derivativen Finanzinstrumenten**

### 7.1 Angemessene Deckung bei Geschäften ohne Barausgleich

Ist bei einem derivativen Finanzinstrument entweder automatisch oder auf Wunsch der Gegenpartei bei Fälligkeit bzw. Ausübung eine stückmäßige Lieferung des Basisinstruments vorgesehen und ist die stückmäßige Lieferung bei dem betreffenden Instrument üblich, so

wird den Mitgliedstaaten empfohlen zu verlangen, dass OGAW das betreffende Basisinstrument zur Deckung in ihrem Portfolio halten.

### 7.2 Ausnahmsweise alternative Deckung bei Geschäften ohne Barausgleich

Können die Risiken des Basisinstruments eines Derivats durch ein anderes Basisinstrument in angemessener Weise wiedergegeben werden und ist dieses Basisinstrument hochliquide, so sollten die Mitgliedstaaten in Erwägung ziehen zu gestatten, dass OGAW ausnahmsweise andere liquide Werte zur Deckung halten, sofern sie jederzeit zum Ankauf des zu liefernden Basisinstruments eingesetzt werden können und das mit dieser Art von Geschäft verbundene zusätzliche Marktrisiko ausreichend gemessen wird.

### 7.3 Alternative Deckung bei Geschäften mit Barausgleich

Wird bei einem derivativen Finanzinstrument automatisch oder auf Wunsch des OGAW ein Barausgleich vorgenommen, so sollten die Mitgliedstaaten in Erwägung ziehen zu gestatten, dass der OGAW das betreffende Basisinstrument nicht zur Deckung hält. In diesem Falle wird den Mitgliedstaaten empfohlen, folgende Kategorien als zulässige Deckung in Betracht zu ziehen:

- a) Barmittel,
- b) liquide Schuldtitel (z.B. erstklassige Staatsanleihen) bei angemessenen Schutzmechanismen (insbesondere Sicherheitsmargenabschläge),
- c) sonstige hochliquide Werte, die von den zuständigen Behörden in Anbetracht ihrer Korrelation mit den Basiswerten der derivativen Finanzinstrumente vorbehaltlich angemessener Schutzmechanismen (ggf. Sicherheitsmargenabschläge) anerkannt werden.

Bei der Anwendung von Artikel 42 der Richtlinie 85/611/EWG sollten die Mitgliedstaaten jene Instrumente als „liquide“ betrachten, die in weniger als sieben Geschäftstagen zu einem Preis, der möglichst genau dem aktuellen Wert des Finanzinstruments an seinem eigenen Markt entspricht, zu Barmitteln gemacht werden können. Die Mitgliedstaaten sollten dafür Sorge tragen, dass der entsprechende Barbetrag dem OGAW bei Fälligkeit bzw. Ausübung des derivativen Finanzinstruments zur Verfügung steht.

### 7.4 Berechnung der Deckung

Den Mitgliedstaaten wird empfohlen zu verlangen, dass die erforderliche Deckung nach dem Commitment Approach berechnet wird.

### 7.5 Art des Basisinstruments

Den Mitgliedstaaten wird empfohlen zu verlangen, dass die Basiswerte sowohl von derivativen Finanzinstrumenten mit Barausgleich als auch mit stückemäßiger Lieferung sowie die zu Deckungszwecken gehaltenen Finanzinstrumente mit der Richtlinie und der Anlagestrategie des jeweiligen OGAW im Einklang stehen müssen.

### 7.6 Empfehlung, die gemeinsame Arbeit fortzusetzen

Was die Deckung von Geschäften mit derivativen Finanzinstrumenten angeht, so sollten die Mitgliedstaaten darauf hinwirken, dass ihre zuständigen Behörden eine gemeinsame Typologie der Geschäfte mit derivativen Finanzinstrumenten festlegen, die das Risikoprofil eines Leerverkaufs aufweisen.

8. Die Mitgliedstaaten werden ersucht, die Kommission nach Möglichkeit bis zum 30. September 2004 über die im Anschluss an diese Empfehlung getroffenen Maßnahmen in Kenntnis zu setzen und sie nach Möglichkeit bis spätestens 28. Februar 2005 über die ersten Ergebnisse ihrer Umsetzung zu unterrichten.

9. Diese Empfehlung ist an die Mitgliedstaaten gerichtet.

Brüssel, den 27. April 2004

*Für die Kommission*  
Frederik BOLKESTEIN  
*Mitglied der Kommission*