

Der Investmentfonds als Derivate-Kontrahent

Derivate wie Zins-Swaps und CDS haben durch die Finanzkrise an Bedeutung gewonnen. Selbst unter extremen Marktbedingungen haben sie sich als liquide Anlagegegenstände erwiesen. Aus diesem Grund, aber auch als Alternative zu herkömmlichen Anleihen, arbeitet die deutsche Fonds-Industrie seit einigen Jahren daran, OTC-Derivate im Management von Fondsvermögen einzusetzen. Sie schließt damit zum Asset Management im angelsächsischen Raum auf, das Derivate bereits seit Langem einsetzt.

Derivate im Fonds-Management: spezifische Risiken?

Wenig Beachtung fand jedoch bisher die Frage nach den spezifischen Risiken, die für eine Bank mit Geschäften in OTC-Derivaten mit einem deutschen Sondervermögen im Sinne des Investmentgesetzes (InvG) verbunden sind. Verschiedene Aspekte und Fragen spielen hierbei eine Rolle: Welchen Schutz erfährt der Derivate-Kontrahent durch den deutschen Rechtsrahmen? Wie sicher ist eine Forderung gegen ein Sondervermögen aus Sicht eines Derivate-Kontrahenten?

Wem gegenüber kann der Derivate-Kontrahent eine Forderung durchsetzen? Im vorliegenden Beitrag werden diese Fragen beantwortet und mögliche Folgen geschildert, die sich für den Derivate-Kontrahent in einem vom Anleger- beziehungsweise Investorenschutz motivierten Rechtsrahmen ergeben.

Zins-Swaps und CDS verfügen über ein hohes Maß an Preistransparenz und zeichnen sich zudem durch eine geringe Geld-Brief-Spanne aus. Gerade diese Eigenschaften machen diese Geschäfte attraktiv für Fonds: Hohe Geld-Brief-Spannen gehen zulasten der Performance, geringe Spannen wiederum nutzen der Fonds-Performance.

OTC-Derivate weisen aber noch weitere Vorteile auf. Eine wesentliche Eigenschaft von OTC-Derivaten besteht darin, dass sie zum Abschlusszeitpunkt einen Marktwert von Null haben.¹⁾ Dies ermöglicht es dem „Nutzer“ eines Derivats, ohne Einsatz von Kapital auf zukünftige Marktentwicklungen zu setzen und Positionen aufzubauen.

Erst im Zeitablauf werden diese Geschäfte durch die Veränderung der Markt-Bedingungen werthaltig. Allerdings kann ex ante keine Aussage darüber getroffen werden, für welche Partei ein positiver Marktwert entsteht, wie hoch dieser sein wird und wie er sich im Zeitablauf entwickelt. In der Praxis nimmt eine Bank als Derivate-Kontrahent daher für diese Art von potenziel-

len Forderungen gegenüber ihren Kunden eine interne Limitierung vor, die dieser „Ungewissheit“ Rechnung trägt. Ferner ist es mittlerweile üblich, dass beide Vertragsparteien sich über den maximal tolerierten Risikobetrag ex ante verständigen und sich wechselseitig zur Stellung von Sicherheiten verpflichten, sollte der Wert der bilateralen Derivate-Geschäfte diese Grenze überschreiten.²⁾

Ausfallrisiko nicht exakt zu bemessen

Derivate haben die Eigenschaft, dass man bei Geschäftsabschluss im Gegensatz zu einem „echten“ Kredit das Ausfallrisiko nicht exakt bemessen kann. Während bei einem Barkredit der Beitrag der marktpreisinduzierten Wertänderung im Zeitablauf weniger ins Gewicht fällt, ist genau diese Art Wertänderung der alleinige Treiber des Ausfallrisikos aus einem OTC-Derivat. Der Laufzeit des Derivats kommt hierbei eine große Bedeutung zu: Je länger der Zeitraum ist, für den ein Geschäft zu verbindlichen Konditionen abgeschlossen wurde, desto weiter können sich zum Beispiel Zinssätze vom Abschluss-Niveau entfernen und einen potenziell hohen Wert annehmen. Dass bei Derivaten dem Nominalbetrag häufig eine untergeordnete Rolle zukommt, verstärkt diesen Effekt. So ist es beispielsweise möglich, das komplette währungsdenominierte Inventar eines Fonds mit einem einzigen Kontrahenten gegen Wechselkursänderungen zu sichern, solange die Zehn-Prozent-Regel eingehalten wird, auf die im Verlauf näher eingegangen wird.

Vielfach werden Derivate zu Absicherungszwecken eingesetzt. Die größte Historie weisen hier sicherlich Devisen-Termingeschäfte auf, mit denen das Währungsrisiko von Anlagen neutralisiert werden kann. Neben dem risikoreduzierenden Einsatz

Martin Sandmann, Direktor, Financial Institutions Group Germany & Austria, HSBC Trinkaus & Burkhardt AG, Düsseldorf, und Norbert Stabenow, Leiter Rechtsabteilung, Internationale Kapitalanlagegesellschaft mbH (HSBC INKA), Düsseldorf

Ob Derivate in der Finanzkrise an Bedeutung gewonnen haben, wie die Autoren konstatieren, mag von den betrachteten Varianten sowie von der unterschiedlichen Wahrnehmung der Beobachter und der wirklichen Marktteilnehmer abhängen. In jedem Falle hat sich in der Öffentlichkeit und an den Finanzmärkten das Risikobewusstsein geschärft. Erwachsen den Banken aus Geschäften mit Sondervermögen als Kontrahent in OTC-Derivaten spezifische Risiken? Welchen Schutz gewährt der deutsche Rechtsrahmen? Und wem gegenüber kann der Derivate-Kontrahent gegebenenfalls eine Forderung durchsetzen. Derivate-Partner von Sondervermögen, so konstatieren die Autoren bei der Behandlung dieser Fragen, sind bislang weitgehend auf eine individuelle Risikoanalyse angewiesen. (Red.)

können Derivate in einem Investmentfonds zur Anreicherung von Cash-Investments eingesetzt werden. Eine im Krisen-Umfeld genutzte Variante bestand zum Beispiel darin, durch Schreiben von CDS Kreditrisiko aufzubauen und somit von ausweiteten Spreads zu profitieren, obwohl Anleihen des Schuldners nicht oder nur sehr eingeschränkt verfügbar waren.

Rechtlicher Rahmen für Geschäfte in OTC-Derivaten und Vertragspartner

Für die rechtliche Situation sind die vertragliche Beziehung der beiden Derivate-Kontrahenten zueinander sowie die investmentrechtlichen Besonderheiten entscheidend, die bei einem Sondervermögen als Derivate-Kontrahenten auftreten. Üblicherweise werden einzelne Derivate-Geschäfte zwischen denselben Vertragspartnern unter Geltung eines Rahmenvertrages abgeschlossen. Im internationalen Geschäft wird als Standardvertrag das Master Agreement der International Swap Dealers Association, in Deutschland der Deutsche Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte nebst Devisenanhang genutzt. Schließt eine KAG für ein Sondervermögen ein OTC-Derivate-Geschäft ab, ist der vorherige Abschluss eines solchen Rahmenvertrages nach § 21 Absatz 1 Derivateverordnung (DerivateV) vorgeschrieben. Vereinfacht formuliert, führt der Abschluss eines Rahmenvertrages zu einem Netting der gegenseitigen Forderungen aus Derivate-Geschäften bei Insolvenz einer Partei (§ 22 Abs. 5 DerivateV beziehungsweise § 211 Abs. 2 Solvenzverordnung (SolV)).

Wird für ein Sondervermögen ein Geschäft getätigt, so handelt die KAG für das Sondervermögen nach § 31 InvG im eigenen Namen „für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger“. Geht die KAG Verbindlichkeiten für Rechnung des Sondervermögens ein, so handelt es sich gegenüber dem Gläubiger um Verbindlichkeiten der KAG. Sie hat gegenüber dem Sondervermögen einen Anspruch auf Ersatz ihrer Aufwendungen. Die Haftung der KAG ist aber nicht auf das Sondervermögen beschränkt, sondern diese haftet auch mit ihrem Eigenvermögen.³⁾ Jedoch darf die KAG die Vermögensgegenstände anderer Fonds nicht zur Befriedigung der Ansprüche ihrer Gläubiger heranziehen. Eine Besonderheit bei Derivaten besteht darin, dass für die hieraus entstehenden Verbindlichkeiten das Sondervermögen auch direkt haftet.⁴⁾

Die KAG hat zudem sicherzustellen, dass sie alle für einen Fonds eingegangenen Liefer- und Zahlungsverpflichtungen aus Derivaten in vollem Umfang nachkommen kann (§ 4 DerivateV).

„Insolvenz“ eines Sondervermögens

Praktische Bedeutung hat das hier behandelte Thema nur dann, wenn ein Sondervermögen zahlungsunfähig werden oder überschuldet sein kann. Das InvG hält hierzu keine explizite Regelung parat. Es sind aber mehrere Konstellationen denkbar, in denen die Verpflichtungen eines Sondervermögens größer sind als dessen Vermögen. Ferner ist die Zahlungsunfähigkeit eines Fonds auch bei illiquiden Investments denkbar. Da jedoch die Anleger dem Kontrahenten nicht persönlich für die Verbindlichkeiten des Fonds haften (§ 31 Absatz 2 Satz 2 InvG) und auch die KAG gegenüber den Anlegern keine Rückgriffsmöglichkeit hat (§ 31 Absatz 2 InvG), führen solche Situationen zwangsläufig zur „Insolvenz“ eines Sondervermögens. Die Anwendbarkeit der Insolvenzordnung auf Sondervermögen soll hier aber nicht vertieft werden.

Der Gläubiger kann seinen Anspruch in jedem Fall gegenüber der KAG geltend machen, sodass es sich letztendlich um eine Frage der Insolvenz der KAG handelt. Hierauf findet die Insolvenzordnung ohne Weiteres Anwendung.

Das InvG und die DerivateV sehen einerseits Regelungen vor, die dem Kontrahenten die Beobachtung von Risiken aus Geschäften in OTC-Derivaten erschweren, andererseits aber auch Regelungen, die zu risikomindernden Effekten führen.

Derivate-Einsatz klar limitiert

Ein Umstand, der die Beobachtung des Risikos aus Derivate-Geschäften erschwert, liegt bei Spezialfonds darin, dass die KAG den Wert des Sondervermögens (Nettoinventarwert, NAV) und damit den effektiven Umfang der Haftungsmasse nicht veröffentlichten muss (§ 95 Absatz 4 Satz 2 InvG) und dieser somit dem Gläubiger nicht ohne Weiteres bekannt ist. Wenn der Derivate-Kontrahent nicht nur darauf vertrauen will, dass die KAG sich an die investmentrechtlichen Regeln hält, sollte er mit der KAG Regelungen zur Übermittlung der für ihn bedeutsamen Informationen vereinbaren.

Jedoch können mehrere Regelungen zu einer Minderung des eingegangenen Risikos führen. Hierzu gehören die Anlagegrenzen des Sondervermögens, das Eigenvermögen der KAG und die Eigenmittelanforderungen des § 11 InvG. Die im InvG und in der DerivateV festgelegten Anlagegrenzen werden vielfach von der Fondsindustrie als risikomindernd bezeichnet. Für den Einsatz von OTC-Derivaten ist in § 22 Absatz 1 DerivateV geregelt, dass der Anrechnungsbetrag für das Kontrahentenrisiko je Vertragspartner bei Kreditinstituten zehn Prozent des NAV des Sondervermögens nicht überschreiten darf.

Der risikobegrenzende Effekt ist damit zwar vorhanden, allerdings ist die Perspektive entscheidend: Die Diversifikations-Regeln dienen zunächst dem Anlegerschutz und greifen in dem hier nicht untersuchten Fall, dass der Kontrahent des Sondervermögens, die Bank, ausfällt. Wenn der Einsatz von Derivaten ex post erfolgreich war, resultiert hieraus ein für das Sondervermögen und damit den Anleger positiver Wertbeitrag und somit eine Forderung an die Bank und nicht umgekehrt. Für eine Bank als Derivate-Kontrahent des Fonds haben diese Regelungen daher keinen unmittelbaren Nutzen.

Für den Fall, dass die Strategie für den Fonds ex post nicht erfolgreich war, das isolierte Geschäft also keinen positiven Beitrag zum Fondsvermögen leistet, finden die Regelungen des InvG keine Anwendung, da zum Anrechnungsbetrag nur die positiven Marktwerte zählen (§ 22 Absatz 3 DerivateV). In solchen Fällen kann somit ein Derivat einen (vorzeichenunabhängig betrachteten) Wert oberhalb von zehn Prozent des Fondsvermögens annehmen (im engeren Sinne als Wert der „physischen“ Investments). Da im Gegensatz zum Kauf von Anleihen oder Aktien keine Liquidität für Derivate aufgewendet werden muss, hat der Gesetzgeber darüber hinaus den Derivate-Einsatz klar limitiert: Durch Derivate darf das Marktrisiko eines Sondervermögens maximal verdoppelt werden (§ 51 Absatz 2 InvG; §§ 8, 15 Absatz 1 DerivateV). Obwohl diese Grenze primär dem Anlegerschutz dient, hat sie durch die damit verbundene Begrenzung des potenziellen Verlustbetrages aus Derivate-Geschäften gleichzeitig gläubigerschützende Wirkung.

Da aber ein Fonds durchaus in die Situation einer „Überschuldung“ geraten kann,

spielt die dargestellte Möglichkeit des Rückgriffs auf das Eigenvermögen der KAG eine weitere Rolle. Daher ist es von Bedeutung, dass eine KAG Eigenmittelanforderungen unterliegt, die sich nach dem Umfang der von ihr verwalteten Sondervermögen richten (§ 11 InvG).

Sicherheitsmaßnahmen und Risikominderungstechniken

Vor Aufnahme des Geschäfts mit einem einzelnen Sondervermögen sollte die Bank als Derivate-Kontrahent daher zur Einschätzung der Risiken Anlageschwerpunkt, -spektrum, -strategien, -grenzen und sonstige relevante Bestimmungen der Vertragsbedingungen und Anlagerichtlinien des Fonds sowie die KAG, deren Hintergrund und Risikomanagementsysteme prüfen. Hierbei fällt positiv ins Gewicht, wenn die KAG das Marktrisiko nach dem qualifizierten Ansatz gemäß §§ 8 ff. DerivateV ermittelt und die Depotbank in der Lage ist, die Berechnungen der KAG nachzuvollziehen und zu prüfen.⁵⁾

Bei der Beurteilung der potenziellen Gesamtrisiken werden die Zugehörigkeit zu einer finanzstarken Gruppe oder einem starken Anteilseigner sowie eventuelle weitere formelle Verbindungen zu anderen Gesellschaften (Patronatserklärung oder Gewinnabführungsvertrag) positiv bewertet. Aus dieser Analyse wird ein internes Rating ermittelt und ein Risikoappetit nebst Limitrahmen definiert. Die Linienhöhe ist dabei dynamisch und orientiert sich an der Fondsgröße einerseits und an der verwaltenden KAG und ihrem Umfeld andererseits.

Aus Sicht der Bank als Derivate-Kontrahent ist es wünschenswert, etablierte Instrumente zur Risikominderung auch im Derivate-Geschäft mit Fonds einzusetzen. Hier kommen verschiedene Instrumente in Frage. Der im institutionellen Geschäft ansonsten gängige Besicherungsanhang, bei dem beide Vertragsparteien sich verpflichten, die Werte der ausstehenden Derivate stets mit Sicherheiten zu unterlegen, findet bislang nur sehr vereinzelt Anwendung.

Denkbar wären auch regelmäßige Anpassungen der Abschluss-Parameter der einzelnen Derivate-Geschäfte (zum Beispiel Re-Coupling von Zins-Swaps) und damit ein „Auskehren“ des aufgelaufenen inneren

Wertes. Dieses Vorgehen ist weitgehend performance-neutral, da im Fonds stets die Barwerte aufgeführt werden. Es ist allerdings mit einem meist manuellen Aufwand bei allen involvierten Parteien verbunden. Von Bedeutung wird auch die regulatorisch gewollte Einbeziehung von Central Counterparties (CCPs) sein. Hier ergibt sich eine komplexe Beziehung zwischen Depotbank, KAG und dem Derivate-Kontrahenten, die bislang erst in Ansätzen diskutiert wird.

Eine pragmatische Lösung bestünde sicherlich auch in einer Anpassung des gesetzlichen Rahmens, Derivate-Marktwerte unabhängig vom Vorzeichen auf einen Anteil des Fondsvermögens zu limitieren. Eine vorzeichenunabhängige „Zehn-Prozent-Regel“ würde einen wesentlichen Aspekt des Besicherungsanhangs abdecken: Der maximale Risikogehalt wäre für Fonds und KAG auf der einen Seite und den Derivate-Kontrahenten auf der anderen Seite ex ante bekannt und limitiert. Der bewährte doppelte Überwachungs-Mechanismus von KAG und Depotbank nebst externer Kontrolle durch externe Prüfer würde die Einhaltung sicherstellen. Dieser „Quick-win“ könnte schon zu einer deutlichen Vereinfachung der komplexen Thematik führen und letztendlich zu einer Reduzierung des Risikos beitragen.

Allerdings ist die Zielrichtung des InvG und der DerivateV bislang der Anlegerschutz, nicht jedoch der Schutz des Kontrahenten, sodass insoweit die richtige Stelle für die Regelung das Kreditwesengesetz oder die SolV wäre. Hier jedoch ist der generelle Ansatz nicht die direkte Begrenzung des Risikos, sondern die Pflicht zur Unterlegung des Risikos mit Eigenmitteln, was das InvG für Sondervermögen nicht kennt. Die direkte Begrenzung des Risikos der Banken wäre daher ein Systembruch. Deswegen kann es sich für Banken empfehlen, mit der KAG eine vorzeichenunabhängige Regelung zur Risikobegrenzung für die Bank vertraglich zu treffen.

Derivate-Geschäfte mit Fonds stellen eine attraktive Geschäftsmöglichkeit dar, sind aber aus Sicht der kontrahierenden Bank mit Risiken verbunden, die eine detaillierte Betrachtung notwendig machen. Obwohl der deutsche Rechtsrahmen und die etablierte Praxis eine Reihe von Schutz-Vorkehrungen nicht nur für den Anleger getroffen hat, ist dieser für Kontrahenten nur

von eingeschränktem Nutzen. Derivate-Partner von Sondervermögen sind bislang weitgehend auf eine individuelle Risikoanalyse angewiesen.

Fußnoten

¹⁾ Diese Annahme gilt für Geschäfte zu aktuellen Marktkonditionen.

²⁾ Im Geschäft zwischen Banken werden sämtliche Derivate-Geschäfte i. d. R. nur noch mit einem Besicherungs-Anhang abgeschlossen. Dabei verständigen sich die Partner ex ante über einen Threshold (einen Wert, bis zu dem kein Handlungsbedarf für beide Parteien besteht), einen Mindest-Transferbetrag von Sicherheitsleistungen, eine Bewertungsfrequenz der wechselseitigen Derivate-Portfolios und eine Liste von für beide Parteien akzeptablen Sicherheiten (zum Beispiel Barforderungen, Wertpapiere).

³⁾ Beckmann in Beckmann/Scholtz/Vollmer, Investment-Handbuch, 410, § 31, Rn. 14.

⁴⁾ Beckmann in Beckmann/Scholtz/Vollmer, Investment-Handbuch, 410, § 31, Rn. 16.

⁵⁾ In ihrem Depotbank-Rundschreiben 6/2010(WA) unter VIII.4. bezeichnet die BaFin diese Grenze nicht als Anlagegrenze, sondern als Marktrisikogrenze, deren Einhaltung die Depotbank nicht zu prüfen hat. In der Praxis hat sich gezeigt, dass in Fällen, in denen eine KAG den einfachen Ansatz nach §§ 15 ff. DerivateV nutzt, die Depotbank mit dem ihr nach § 17 Absatz 5 DerivateV mitgeteilten Delta nichts anfangen kann.