

Zum Einsatz von Derivaten und strukturierten Produkten:

## Das Rundschreiben R17/16

**Das Rundschreiben zu Derivaten und strukturierten Produkte bei „altregulierten“, kleinen Versicherern, Pensions- und Sterbekassen stand bis Ende Januar zur Konsultation und dürfte in den nächsten Wochen veröffentlicht werden. Paul Wessling analysiert für LEITERbAV die komplexe Materie.**

Von Paul Wessling, Frankfurt am Main; Bochum, 26. Juni 2017

Im Januar 2017 hat die Versicherungsaufsicht die Neufassung der Rundschreiben 3/99 und 3/00 in einem gemeinsamen Rundschreiben (R17/16) zum Einsatz von Derivaten und strukturierten Produkten zur Konsultation gestellt. Mithin zusätzlich aufgehoben, da nunmehr einheitlich geregelt, sind die Hinweise zum Einsatz von Credit Default Swaps (2005) und Inflations Swaps (2012) und zur Erhöhung der Vorkaufsquote (2013). Ebenfalls zur Konsultation gestellt wurde das neuen Nachfolge-Kapitalanlage-Rundschreiben zu R4/11 im Dezember 2016. Beide Konsultationen waren bis 31. Januar 2017 befristet.

Die Zusammenfassung der Regeln und Hinweise zum Einsatz von Derivaten und strukturierten Produkten ist sinnvoll und bestimmt den Rahmen für Unternehmen nach §§ 212-2017 VAG. Bisherige Regelungen wurden beibehalten und ergänzt um zwischenzeitlich erfolgte Anpassungen durch EMIR und erweiterte Meldepflichten finanzieller oder nicht finanzieller Gegenparteien.

Angetrieben und strategisch motiviert zur Durationssteuerung oder Zins- und Werteabsicherung bzw. taktisch zur Nutzung von Marktverwerfungen oder dem Kauf von Anleihen im Sekundärmarkt erfolgt die Umsetzung von Derivaten in der Direktanlage oder vermehrt im Fonds, insbesondere bedingt durch den umfangreichen Verwaltungsaufwand seit 2013.

Derivate begrenzen Risiken und eröffnen neue Anlageperspektiven und Ertragsquellen.

Nach § 15 Abs.1 VAG können Geschäfte in unmittelbarem Zusammenhang mit Versicherungsgeschäften betrieben werden, was bei Einsatz derivativer Instrumente voraussetzt, dass sie

- [ **der Absicherung** gegen Kurs- und Zinsänderungsrisiken sowie künftig schwankenden Cashflows dienen, wobei die Absicherung mit Index nur bei mindestens 90% Korrelation zum Bestand möglich ist. Eine direkte Absicherung durch strukturierte Produkte ist nicht möglich, wohl aber sicher sinnvoll auf Portfolioebene.
- [ **der Erwerbsvorbereitung** von Wertpapieren dienen, ohne den Bestand der Wertpapiere zu übersteigen, und nicht mit der Absicht zur kurzfristigen Glättstellung. Erfolgt dies mittels Index, muss eine physische Lieferung der Wertpapiere vereinbart werden. Der WP-Erwerb muss bei Abschluss des Indexgeschäfts dokumentiert sein.
- [ **der Ertragsmehrung** dienen auf Grundlage des vorhandenen Portfolios ohne die Gefahr einer Unterdeckung des Sicherungsvermögens bei vereinbarten Lieferpflichten.

Eine Zusammenfassung möglicher Derivate und Motive wird in Anhang-1 des R17/16 aufgeführt und in der nachfolgenden Tabelle dargestellt:

Motive	Geschäfte	Buchwert-Limit-1	Buchwert-Limit-2	BW-Gesamt-Limit
A-Absicherung	Equity-Zins-Swap			100%
A-Absicherung	Index Option / Future			100%
A-Absicherung	Long Floor			100%
A-Absicherung	Long Put			100%
A-Absicherung	Long-Payer-Swaption			100%
A-Absicherung	Long-Receiver-Swaption	Laufzeit=Asset-LZ	Laufzeit>Asset-LZ => Zins-	100%
A-Absicherung	Receiver-Forward -Swap	Laufzeit=Asset-LZ		100%
A-Absicherung	short Future / Vorverkauf	< 100 Tg bis Lieferung ohne Rücktrittrecht	> 100 Tg bis Lieferung nur mit Rücktrittrecht	100%
A-Absicherung	Swap-Kombination			100%
A-Absicherung	Zero-Cost-Collar ohne offene shortpos.			100%
A-Absicherung	Zins-/ Währungs /-Swaps			100%
A-Absicherung	Verkauf eines F-R-A			100%
A-Absicherung	Kauf eines CDS			100%
P-Absicherung	Long Call (Bp-Kk <= 15%)			100%
P-Absicherung	Long Future			100%
P-Absicherung	Zins-/ Währungs /-Swaps			100%
P-Absicherung	Swap-Kombination			100%
P-Absicherung	Long Caps			100%
P-Absicherung	Inflations-Swaps			100%
Ertragsmehrung	Equity-Equity-Swap			7,5%
Ertragsmehrung	short Call			7,5%
Ertragsmehrung	Short Caps			7,5%
Ertragsmehrung	Short-Payer-Swaption			7,5%
Ertragsmehrung	Short-Receiver-Swaption			7,5%
Ertragsmehrung	Zins-/ Währungs /-Swaps			7,5%
Ertragsmehrung	Stukturierte Produkte			7,5%
Erwerbsvorbereitung	Stukturierte Produkte			7,5%
Erwerbsvorbereitung	Index Option / Future			7,5%
Erwerbsvorbereitung	Long Call (Bp-Kk <= 15%) p.a.			7,5%
Erwerbsvorbereitung	long Zinsfuture			7,5%
Erwerbsvorbereitung	Long-Receiver-Swaption			7,5%
Erwerbsvorbereitung	short Put (Abnahme bei Bp-OpP)	0,5% (Aktien)	1,5% (incl. MTG p.a.)	7,5%
Erwerbsvorbereitung	Zero-Cost-Collar ohne offene shortpos.	0,5% (Aktien)	1,5% (incl. MTG p.a.)	7,5%
Erwerbsvorbereitung	Vorkauf	15 % (< 12 M)	5 % (> 12 M)	15%
Erwerbsvorbereitung	Receiver-Forward -Swaps	15 % (< 12 M)	5 % (> 12 M)	15%
<b>Derivate der Aktivseite und der Passivseite</b>				

**Erläuterungen:**

MTG p.a. meint die innerhalb eines Jahres möglichen Abnahmen einer Multi-Tranche.

Bp-Kk beschreibt die Differenz von Basispreis und Kassakurs bei Optionserwerb.

Bp-OpP bestimmt die Abnahmeverpflichtung bei einem Basispreis nach Optionsprämie.

Die Verbindung eines Derivates mit einem Kassainstrument kann über Bewertungseinheiten auf der Bilanz des Investors erfolgen oder aber direkt erworben werden im Form **Strukturierter Produkte** (SP).

Nicht unter SP fallen jedoch Wandelanleihen (hist. Ausnahme i.S.v. § 221 Abs. 1 Satz 1 AktG verbunden auch mit einer bed. Kapitalerhöhung) oder auch gesetzliche Kündigungsrechte nach § 489 BGB bei Hypotheken oder diesbezüglich weitergehende Tilgungs- oder Kündigungsrechte.

(Einfach)-strukturierte Produkte sind sicherungsgerecht, wenn sie verfügen über:

1. ein oder mehrere **gleichartige Derivate** derselben Risikoklasse (vorwiegend Zins). Einfache SP ohne messbares Zusatzrisiko sind zum Beispiel: Callables, Step-up-Anleihen, Step-down-Anleihen, Capped Floaters, Floored Floaters, Collared Floaters, Zinsphasenanleihen.
2. **eine Kapitalgarantie** (Nennwert und Währung ohne Zinsanrechnung während der Laufzeit). Besteht **keine Kapitalgarantie**, kann die Öffnungsklausel genutzt werden, wenn der garantierte Cashflow den Nominalwert sicherstellt.
3. **den Ausschluss einer Negativverzinsung** (keine Zahlungsverpflichtungen) nach Abschnitt C.III.1.a.bb, allerdings mit Ausnahme von Staatsanleihen (SSD/NSV), und Anlagen bei Kreditinstituten.
4. keine **Short-Positionen** auf Abnahme oder Lieferung (callable gilt nicht als Lieferung), wenn aber doch, dann muss der Liefergegenstand im Bestand sein, oder bei einer Abnahmepflicht muss es sich um „artgleiche“ Werte mit Kapitalgarantie ohne Negativzins handeln lt. Abschnitt

C.III .2/3 R174/16. Die Nutzung der Öffnungsklausel ist nicht möglich, falls diese Bedingungen nicht vorliegen.

Bei Erwerb strukturierter Produkte muss aufsichtsrechtlich eine Zerlegung erfolgen, um die Risiken und Optionen ermitteln und unterscheiden zu können, ob es sich um einfache oder komplexe Strukturen handelt wie: eine Multitranchen (fest / optional) oder Reverse-Convertibles usw...

Meldungen und Erwerbsanzeigen von Strukturen sind geregelt in der Sammelverfügung vom 21. Juni 2011 über die Anlage „Strukturierte Produkte“, NW673 (Finanzinnovationen) oder auch der Einsatz von Derivaten mit der Motivmeldung NW 661-663 (BerVersV).

Der Eintrag in NW673 und die speziellen Anlagen erfolgt bei Mehrfacheigenschaften nach der Regel: „Hedgefonds“ vor „Rohstoffgebunden“ vor „ABS/CLN“ vor „Strukturierte Produkte“.

Unter EMIR werden Strukturierte Produkte differenziert behandelt.

Grundsätzlich sind Strukturierte Wertpapiere keine Derivate und werden durch ihre derivativen Komponenten nicht selbst zum Derivat, sondern bleiben ein Wertpapier mit Ausnahme strukturierter Produkte, die keine Wertpapiere sind und die überwiegend derivative Elementen aufweisen wie beispielsweise „optionale Multitranchen“.

Vorkäufe und Vorverkäufe sind in der Regel Termingeschäfte. Es sind dann Derivate, wenn ein entsprechendes Underlying gegeben ist, das entscheidet sich in der Regel nach dem Basiswert:

Ein Termingeschäft auf eine **Inhaberschuldverschreibung ist ein Derivat** i.S.v. EMIR.

Ein **Namenspapier / Schuldscheindarlehen ist kein Wertpapier** und kein Derivat i.S.v. EMIR, es wird nicht an der Börse gehandelt, und die unmittelbare Gewährung von Geldmitteln steht hierbei regelmäßig im Vordergrund.

Strukturierte Schuldscheindarlehen über Namensschuldverschreibungen sind grundsätzlich keine Derivate im Sinne von EMIR, wenn der Valutetermin mehr als ein Jahr beträgt, wobei Vorkäufe und Vorverkäufe von SSD < 12 Monate Derivate sind und meldepflichtig, wenn die NSV am Geldmarkt handelbar ist.

Im Übrigen verweist hinsichtlich der regulierten Derivate Art. 2 Nr. 5 EMIR auf Anhang I, Abschn. C, Nr. 4-10 der MiFID-I bzw. Abschn. C – Finanzinstrumente MiFID-II.

Handelsrechtlich erfährt gerade die Absicherung von Wert- oder Zuflussschwankungen von Vermögenswerten durch Derivate eine besondere Behandlung durch die Bildung von Bewertungseinheiten aus folgendem Grunde:

Bei strenger Auslegung der Einzelbewertung § 252 HGB kommt es bei der Bilanzierung von Grundgeschäften einerseits und Absicherungsgeschäften mit Futures, Optionen oder Swaps andererseits regelmäßig zu einem Verlustausweis, unabhängig von steigenden oder fallenden Kursen oder Zinsen, denn durch das HGB-Realisationsprinzip bleiben nicht realisierte Gewinne unberücksichtigt im Gegensatz zu nicht realisierten Verlusten infolge des Imparitätsprinzips. Ein zwangsläufiger marktunabhängiger Verlustausweis kann aber keine zutreffende Sicht der Vermögens- und Ertragslage i.S.d. § 264 Abs. 2 HGB liefern.

Durch die Bildung von Bewertungseinheiten nach § 254 HGB (seit BilMog) wird der wirtschaftlich nicht vertretbare und unerwünschte Verlustausweis vermieden, da der nicht realisierte Verlust aus dem Grundgeschäft mit den nicht realisierten Gewinnen aus dem Sicherungsgeschäft verrechnet wird, und somit nur ein darüberhinausgehender Verlust auszuweisen ist.

Die vorsichtige Bewertung erfolgt auf Basis der Bewertungseinheit, wobei zur Vermeidung von Willkür der wirtschaftliche Zusammenhang von Sicherungs- und Grundgeschäften hinreichend konkretisiert werden muss.

Bewertungseinheiten verhindern:

- [ eine Drohverlust-Rückstellung nach § 249 Abs.1 HGB
- [ die Einzelbewertung und Erfolgsrealisierung § 252 Abs.1 Nr. 3,4 HGB
- [ eine Wertminderung § 253 Abs.1 HGB
- [ die Währungsumrechnung § 256a HGB

solange sich gegenläufige Wertänderungen oder Zahlungsströme ausgleichen.

Findet kein oder nur ein teilweiser Ausgleich statt, erfolgt die Anwendung von §§ 252, 253 uneingeschränkt, wobei keine Methode zur Messung der Effektivität einer Sicherung vorgegeben wird. Nach IAS 39 (AG 105) erfolgt ein effektives, anerkanntes Hedgeaccount im Wirkungsbereich zwischen 80% und 125%.

Grundformel:

Wertänderung Grundgeschäft (Portfolio)  
Wertänderung Sicherungsgeschäft

Es existieren keine speziellen Regeln zur Bewertung und Bilanzierung derivativer Finanzinstrumente im HGB. Sind Bewertungseinheiten nicht möglich, gelten die allgemeinen GoB und handelsrechtlichen Bilanzierungsgrundsätze wie:

- [ § 246 Vollständigkeit und Verrechnungsverbot.
- [ § 249 Rückstellung bei drohenden Verlusten aus schwebenden Geschäften.
- [ § 252 Einzelbewertung – Vorsicht – Stetigkeit.

Darüber hinaus können die bei Kreditinstituten entwickelten Grundsätze zur Bilanzierung und Bewertung derivativer Instrumente bei Versicherungen angewendet werden, wenn Geschäfte gleichen Umfangs, gleicher Art und Weise betrieben werden, sowie die ergänzenden Hinweise des IDW.

Insoweit schwebende Geschäfte vorliegen ohne den Bilanzansatz gezahlter oder erhaltener Prämien, sollte die Dokumentation außerhalb des Hauptbuches im Nebenbuch erfolgen, begleitet von innerbetrieblichen Richtlinien und einer funktionsgetrennten Risikoüberwachung i.S.v. §1 AnIV.

Handelsrechtlich müssen strukturierte Produkte zerlegt werden und sind nicht als einheitlicher Vermögenswert zu bilanzieren, wenn bestimmte Eigenschaften nach DW-RS\_HFA22 vorliegen. Eine Struktur muss zerlegt werden, wenn für das eingebettete Derivat gilt:

- [ Es weist ein über das Zinsrisiko hinausgehendes Marktpreisrisiko auf.
- [ Es unterliegt neben dem Bonitätsrisiko des Emittenten weiteren Risiken.
- [ Es beinhaltet die Möglichkeit einer Negativverzinsung.

- [ Es sieht Vereinbarungen über die Verlängerung der Laufzeit vor, ohne das die Verzinsung bei Verlängerung an aktuelle Marktkonditionen angepasst wird.
- [ Es kann zu einer Verdoppelung der anfänglichen Rendite des Basisinstrumentes und zu einer Rendite führen, die mindestens doppelt so hoch ist wie die Marktrendite für einen vergleichbaren Vertrag.
- [ Es sieht bedingte oder unbedingte Abnahmeverpflichtungen für weitere Finanzinstrumente zu festen Konditionen vor, so dass die Abnahme ggf. nicht zum beizulegenden Zeitwert erfolgt.

In diesen Fällen wird davon ausgegangen, dass durch das eingebettete Derivat erhöhte oder zusätzliche (andersartige) Risiken entstehen.

Unter bestimmten Voraussetzungen sind Strukturen unter HGB einheitlich zu bilanzieren, auch wenn durch das eingebettete Derivat erhöhte oder zusätzliche (andersartige) Risiken entstehen:

- [ die Struktur wird mit dem beizulegenden Zeitwert bewertet, und dieser basiert auf einer Notierung an einem aktiven Markt, oder
- [ die Struktur wurde zu Handelszwecken erworben, oder
- [ die Struktur verfügt über eine vertraglich vereinbarte, unbedingte Kapitalgarantie des Emittenten zur Fälligkeit, und der Investor hat die Absicht und Fähigkeit, die Struktur bis zur Fälligkeit im Anlagevermögen zu halten.

Diese Regelung führt dazu, dass die Zerlegung bei fast allen strukturierten Produkten unter HGB vermieden werden kann und erweitert die Möglichkeiten, wenn keine int. Bilanzierung im Einzel- oder Konzernabschluss erforderlich wird.

Die getrennte (Z) oder einheitliche (E) Bilanzierung stellt sich bei einigen gängigen strukturierten Produkten wie folgt dar:

(E) gleiches Risiko des Derivats wie das Kassainstrument  $\geq$  Bilanzierung als ein Vermögenswert.

(Z) komplexe Produkte ohne Kapitalgarantie mit Zerlegungspflicht ihrer Komponenten.

E optionale Multitranchen mit einer Endfälligkeit  $\geq$  Anleihe + Put short  
 E optionale Multitranchen mit Prolongation und Zinsanpassung  
 Z optionale Multitranchen mit Prolongation ohne Zinsanpassung

Z Wandelanleihe mit Tauschrecht des Investors in Aktien  $\geq$  Anleihe + Call long  
 Aufsicht  $\geq$  einfaches SP da Kapitalgarantie

Z Wandelanleihe mit Tauschrecht des Emittenten in Aktien  $\geq$  Anleihe + Put short  
 Aufsicht  $\geq$  komplexes SP ohne Kapitalgarantie Cash or Share, Reverse Convertible

E Callable- (Schuldner) / Puttable- (Emittent)  $\geq$  Anleihe + Call/Put

E Step-up-/ Step-down-Anleihe  $\geq$  Anleihe ohne Derivat – Stufenzinsanleihe

E Perpetual endlos mit/ohne Kündigung/Verlängerung  $\geq$  Anleihe mit Call/Put short  
 Z ohne Zinsanpassung zum Ausübungszeitpunkt

E Zinsbegrenzungsanleihe  $\geq$  Anleihe mit short Cap oder long Floor, Collar

E Reverse Floater mit Cap / Floor  $\geq$  Anleihe + Receiver Swap + Cap + Floor  
Z ohne Cap und Floor, Negativ und doppelte Marktwertrendite möglich

E Floating Rate Note mit Ref-Zins-Formel:  
Deleveraged Floater - Fixzins + Var.Zins: 1,25%+0,5+6M-Euribor  
Range Floater Fixzins wenn var. Zins innerhalb eine Bandbreite  
Ratchet Floater var. Zins mit Cap / Floor: 6-M-Euribor + 50BP  
Z wenn Anfangsrendite der Anleihe verdoppelt werden kann

E ABS mit „true sale“ kein Derivat  
E wenn ABS synthetisch mit Kapitalgarantie  
Z CLN da Emittentenausfall und Referenzportfolioausfall  $\geq$  Anleihe + CDS

Z Aktien-, Indexanleihe Zins/Rückzahlung von Referenzaktie bestimmt  
 $\geq$  Anleihe + Zins-Equity-Swap, Long Call

Der Einsatz von Derivaten im Direktbestand eines Versicherers verlangt durch EMIR neben der Mitgliedschaft bei einem Transaktionsregister eine umfangreiche und tägliche Datenerhebung und Registermeldung über Marktwert und zahlreiche weitere Attribute des Derivats, was nur bei entsprechenden Ressourcen zu leisten ist. Die Möglichkeit der Auslagerung dieser Aufgaben als auch die Steuerung von Derivaten zur Absicherung oder Erwerbsvorbereitung in Masterfonds gewinnt zunehmend an Bedeutung. Hinzu kommt die neuerliche Einbindung auch von Wertpapierfinanzierungsgeschäften in die EMIR-Regulierung und die Pflicht zur Margin-Zahlungen und die Stellung von Sicherheiten außerhalb des Clearing-Verfahrens und somit auch die Abstimmung mit dem Treuhänder und die dauerhafte Sicherstellung des Sicherungsvermögens-IST-Wertes.

BRRD, TLAC und MREL, das neue Sanierungs- und Abwicklungsregime der Banken mit „Bail-in“ und somit die Sicherstellung einer ausreichenden Verlustabsorptionsmasse, begleitet von einer relativen Rückführung der Einlagensicherung privater Banken auf 8,75% CET bis 2025 sowie der Sicherungsausschluss von NSV und SSD ab 1. Oktober 2017 und dem „Aufstieg“ (einfach) strukturierter „Bankschulden“ in die T2-Stufe reduziert die Emission derartiger Produkte über Kreditinstitute.

Aber gerade in Zeiten ohne Zinsen sind intelligente Strukturen und Algorithmen mit kontrolliertem Risiko sowie Möglichkeiten der Durationssteuerung bei einer Aussicht auf steigende oder weiter fallende Zinsen eine Ergänzung zum Portfolios eines Versicherers.

**Der Autor ist Vorstand der FAROS Fiduciary Management AG, Frankfurt am Main, und des Gerther VVaG, Bochum.**

### **Bitte beachten Sie folgende Hinweise:**

Die Inhalte diese Beitrages sind weder in Deutschland noch außerhalb Deutschlands als Kauf- oder Verkaufsangebot irgendeiner Art oder als Werbung für ein solches Angebot zu betrachten. Die Inhalte stellen keinerlei Beratung dar, insbesondere keine Rechtsberatung, keine Steuerberatung und keine Anlageberatung. Alle Meinungsäußerungen geben ausschließlich die Meinung des verfassenden Autors wieder. Weder Herausgeber noch Redaktion noch freie Mitarbeiter von **LEITERbAV** (PB) noch etwaige Datenlieferanten noch der Autor übernehmen irgendeine Art der Haftung für die Verwendung dieser Informationen oder deren Inhalt. Insbesondere jegliche Haftung für etwaige Vermögensschäden oder sonstige Schäden, die aus der Nutzung dieser Inhalte, beispielsweise zu Anlageentscheidungen (handeln oder nicht handeln), resultieren könnten, ist ausgeschlossen.