

## I

(Entschlüsse, Empfehlungen und Stellungnahmen)

## EMPFEHLUNGEN

## EUROPÄISCHER AUSSCHUSS FÜR SYSTEMRISIKEN

## EMPFEHLUNG DES EUROPÄISCHEN AUSSCHUSSES FÜR SYSTEMRISIKEN

vom 7. Dezember 2017

zu Liquiditäts- und Hebelfinanzierungsrisiken von Investmentfonds

(ESRB/2017/6)

(2018/C 151/01)

DER VERWALTUNGSRAT DES EUROPÄISCHEN AUSSCHUSSES FÜR SYSTEMRISIKEN —

gestützt auf den Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union,

gestützt auf die Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken<sup>(1)</sup>, insbesondere auf Artikel 3 Absatz 2 Buchstaben b, d und f und Artikel 16 bis 18,

gestützt auf den Beschluss ESRB/2011/1 des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 20. Januar 2011 zur Verabschiedung der Geschäftsordnung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken<sup>(2)</sup>, insbesondere auf Artikel 18 bis 20,

in Erwägung nachstehender Gründe:

- (1) Da der Investmentfondssektor im letzten Jahrzehnt sowohl in der Union als auch weltweit stark gewachsen ist, haben Investmentfonds heute einen größeren Anteil am Wertpapiermarkt insgesamt. In einem von bilanziellen Restriktionen im Bankensektor gekennzeichneten Niedrigzinsumfeld dürften Investmentfonds aufgrund von Änderungen infolge der Entwicklung der Kapitalmarktunion eine immer größere Rolle bei der Finanzmittlertätigkeit spielen. Die Aufsichtsbehörden begrüßen diese Entwicklung, da die Diversifizierung von Finanzierungsquellen zu Effizienzsteigerungen und einer größeren Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems insgesamt beitragen kann.
- (2) Es bestehen jedoch Bedenken, dass sich eine verstärkte Finanzmittlertätigkeit von Investmentfonds verschärfend auf eine mögliche künftige Finanzkrise auswirken könnte. Inkongruenzen zwischen der Liquidität der Aktiva offener Investmentfonds und ihren Rücknahmeprofilen können in Stressphasen zu durch die Erfüllung von Rücknahmeanträgen ausgelösten verlustreichen Notverkäufen führen. Derartige Notverkäufe könnten andere Finanzmarktteilnehmer, die dieselben oder eng korrelierte Aktiva halten, beeinträchtigen. Ferner kann die Hebelfinanzierung die Wirkung negativer Marktbewegungen verstärken, da hierdurch Risikopositionen eingegangen werden, die die Aktiva eines Investmentfonds übersteigen. Neben solchen indirekten Übertragungswegen kann ein Investmentfonds Risiken auch durch seine Verflechtung verbreiten, z. B. durch seine Verflechtung mit seinen Anlegern. Hierbei handelt es sich um einen direkten Übertragungsweg, über den Schocks auf andere Finanzinstitute übertragen werden können.
- (3) Investmentfonds sind ferner anfällig für Änderungen der Marktdynamik und -struktur. So kann das Renditestreben in einem Niedrigzinsumfeld Anreize bieten, die Anlage zu einem größeren Teil in weniger liquiden Aktiva vorzunehmen. Es besteht das Risiko, dass Schocks auf Makroebene — beispielsweise bei einer Umkehr der Risikoaufschläge — zu einer Flut von Rücknahmeanträgen seitens der Investmentfondsanleger führen. Dies kann bei Investmentfonds, deren Portfolios sich zu einem großen Teil aus Aktiva mit einer starken Hebelwirkung und geringeren Liquidität zusammensetzen, besonders ausgeprägt der Fall sein.

<sup>(1)</sup> ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 1.

<sup>(2)</sup> ABl. C 58 vom 24.2.2011, S. 4.

- (4) Im Falle eines unzureichenden Risikomanagements könnten sich einige Anleger darüber hinaus einen „First-Mover-Vorteil“ zunutze machen, d. h. Anleger, die im Vorfeld oder in einer frühen Phase von Marktspannungen Anteile zurückgeben, tragen die Folgen einer solchen Stresssituation nicht im vollen Umfang, sodass die Last bei den anderen Anlegern verbleibt.
- (5) Der aktuelle Rechtsrahmen der Union enthält Maßnahmen, die zur Abfederung der Verstärkungseffekte, die der Investmentfondssektor in einer Finanzkrise haben kann, und zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit von Investmentfonds entwickelt wurden. Der Rechtsrahmen umfasst die Richtlinien 2009/65/EG<sup>(1)</sup> und 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>(2)</sup>.
- (6) Sowohl Richtlinie 2009/65/EG als auch Richtlinie 2011/61/EU enthalten Anforderungen an das Liquiditätsmanagement. Alternative Investmentfonds (AIF) müssen über Rücknahmebestimmungen verfügen, die mit dem Liquiditätsprofil ihrer Anlagestrategie im Einklang stehen und regelmäßige Stresstests unter normalen und unter außergewöhnlichen Liquiditätsbedingungen durchführen. Im Hinblick auf Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) gelten detaillierte Zulässigkeitsvorschriften für die Arten von Vermögenswerten, in die sie anlegen dürfen und für die sie gegebenenfalls Stresstests durchführen müssen.
- (7) Um die mit Hebelfinanzierungen verbundenen systemischen Risiken anzugehen, stellen momentan die Richtlinien 2009/65/EG und 2011/61/EU eine Rechtsgrundlage für die Beschränkung des Einsatzes von Hebelfinanzierungen durch Investmentfonds dar. Richtlinie 2009/65/EG enthält in Artikel 51 Absatz 3 eine Anlagegrenze für Risikopositionen eines OGAW in Derivaten und in Artikel 83 Absatz 2 Buchstabe a derselben Richtlinie eine Obergrenze von 10 % für vorübergehend aufgenommene Kredite. Richtlinie 2011/61/EU ermöglicht nationalen zuständigen Behörden (NCAs) in Artikel 25 Absatz 3, den Umfang der Hebelfinanzierung einzuschränken oder sonstige Beschränkungen der AIF-Verwaltung zu verhängen. Darüber hinaus sieht Artikel 25 Absatz 7 der Richtlinie 2011/61/EU vor, dass der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) eine Rolle bei der Feststellung zukommt, dass die von einem alternativen Investmentfondsmanager (AIFM) oder einer Gruppe von AIFM eingesetzte Hebelfinanzierung ein grundlegendes Risiko für die Stabilität und Integrität des Finanzsystems darstellt, und die ESMA kann NCAs durch Nennung der zu ergreifenden Gegenmaßnahmen, einschließlich einer Beschränkung des Umfangs von Hebelfinanzierungen, beraten.
- (8) Die Anwendung konstant hoher Anforderungen an die Fähigkeit der Fondsmanager, Risiken unionsweit zu steuern, ist geboten, um den Abbau systemischer Risiken durch Regulierung zu gewährleisten. Es gibt Hinweise, dass der aktuelle Regulierungsrahmen auf mikroprudenzieller Ebene ein effektives Risikomanagement durch Investmentfonds sicherstellt. Aus makroprudenzieller Sicht wurde seine Wirksamkeit jedoch bisher weitestgehend nicht geprüft. Zweck dieser Empfehlung ist es, systemische Risiken in Verbindung mit Liquiditätsinkongruenzen und dem Einsatz von Hebelfinanzierungen bei Investmentfonds zu beseitigen. Hierdurch wird der makroprudenzielle Rahmen in der Union verbessert, da dies den Vermögensverwaltungssektor betrifft.
- (9) Empfehlung A betrifft die Risiken, die entstehen, wenn Fondsmanager nicht über adäquate Liquiditätsmanagement-Instrumente — wie Rücknahmegebühren oder -sperren oder die Fähigkeit, Rücknahmen vorübergehend auszusetzen, — verfügen. Ohne solche Instrumente könnte ein Rücknahmedruck in Zeiten rückläufiger Preise für Vermögenswerte systemweite Liquiditätsengpässe zur Folge haben und den Verfall der Preise für Vermögenswerte verschärfen, was wiederum Risiken für die Finanzstabilität zur Folge haben könnte. Die Verfügbarkeit eines breiten Liquiditätsmanagement-Instrumentariums in allen Mitgliedstaaten würde es Fondsmanagern erleichtern, den Rücknahmedruck infolge von Engpässen der Marktliquidität zu bewältigen. Darüber hinaus verlangt Empfehlung A eine weitere Konkretisierung der Aussetzung von Rücknahmen durch NCAs.
- (10) Mit Empfehlung B sollen bei offenen AIF Liquiditätsinkongruenzen abgedeckt und übermäßige Liquiditätsinkongruenzen vermieden werden. Offene AIF halten mitunter einen großen Teil ihrer Anlagen in Aktiva, die naturgemäß mit geringerer Liquidität ausgestattet sind. Hierzu gehören Investmentfonds, die in Immobilien, nicht börsennotierte Wertpapiere, Kredite oder sonstige alternative Aktiva anlegen. Diese Investmentfonds müssen den NCAs im Genehmigungsverfahren und/oder nach der Genehmigung nachweisen, dass sie ihre Anlagestrategie unter extrem schwierigen Marktbedingungen verfolgen können.
- (11) Ziel der Empfehlung C ist es, kohärente Liquiditätsstresstestverfahren auf Ebene des Investmentfonds zu fördern. Das Instrument Stresstest hilft dem Fondsmanager, mögliche Schwächen einer Anlagestrategie zu identifizieren, und unterstützt ihn bei der Vorbereitung eines Investmentfonds auf eine Krise. Wird ein Stresstest korrekt

<sup>(1)</sup> Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (ABl. L 302 vom 17.11.2009, S. 32).

<sup>(2)</sup> Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010 (ABl. L 174 vom 1.7.2011, S. 1).

als Risikomanagement- und Entscheidungsinstrument eingesetzt, dient er der Reduzierung des Liquiditätsrisikos auf Ebene des Investmentfonds und trägt zur Reduzierung des Liquiditätsrisikos auf der Ebene des Finanzsystems bei. Es wird damit gerechnet, dass eine Orientierungshilfe für Stresstestpraktiken der Fondsmanager das Liquiditätsrisiko sowohl auf Ebene des Investmentfonds als auch auf Systemebene reduzieren und die Einheiten darin stärken, ihre Liquidität im Interesse der Anleger zu steuern; hierzu gehört auch die Vermeidung von Überraschungen und daraus resultierenden Notfallmaßnahmen in Zeiten unerwartet hoher Rücknahmen.

- (12) Empfehlung D sieht die Einführung unionsweit harmonisierter Meldevorschriften für OGAW vor. In vielen EU-Ländern bestehen zwar Meldepflichten für OGAW, jedoch weisen die Meldeverfahren im Hinblick auf die Meldefrequenz, die einbezogenen OGAW und die gemeldeten Daten erhebliche Unterschiede auf. Das Fehlen harmonisierter Meldevorschriften verhindert die Überwachung und eine umfassende Bewertung, inwieweit OGAW zu Risiken für die Finanzstabilität beitragen. Harmonisierte Meldevorschriften für OGAW mindern darüber hinaus bestehende Ineffizienzen im Berichtswesen für NCAs und die Fondsindustrie.
- (13) Mit Empfehlung E soll die Grundlage für die Umsetzung von Artikel 25 der Richtlinie 2011/61/EU, der ein makroprudenzielles Instrument zur Begrenzung der Hebelwirkung bei AIF zur Verfügung stellt, geschaffen werden. Die Verwendung dieses Instruments ist durch Entwicklung eines gemeinsamen Ansatzes zu konkretisieren, um eine harmonisierte Verwendung des Instruments durch die NCAs sicherzustellen. Daher sollte eine Orientierungshilfe für ein Rahmenwerk zur Bewertung von Hebelfinanzierungsrisiken und für die Konzeption, die Kalibrierung und die Umsetzung der Begrenzung von Hebelfinanzierungen entwickelt werden.
- (14) Diese Empfehlung befürwortet einen angemessenen Rahmen für die Steuerung systemischer Risiken, die im Investmentfonds-Sektor auftreten oder sich darin ausbreiten können, unter Beibehaltung der zentralen Rücknahme-Merkmale, die offene Investmentfonds für Anleger interessant machen und eine gemeinsame Anlage ermöglichen.
- (15) Diese Empfehlung berücksichtigt laufende internationale und europäische Initiativen zu makroprudenziellen Maßnahmen zur Beseitigung der Risiken aus Liquiditätsinkongruenzen und Hebelfinanzierungen von Investmentfonds und insbesondere die Arbeit des Finanzstabilitätsrates (FSB) und der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO). Am 12. Januar 2017 veröffentlichte der FSB Empfehlungen zur Beseitigung struktureller Anfälligkeiten aufgrund von Vermögensverwaltungstätigkeiten, die sich aus Liquiditätsinkongruenzen und dem Einsatz von Hebelfinanzierungen bei Investmentfonds ergeben<sup>(1)</sup>. Ergänzend zu der Arbeit des FSB wurde die IOSCO mit der Umsetzung der Empfehlungen des FSB beauftragt. Dieser Prozess dauert noch an.
- (16) Um die makroprudenziellen Elemente des aktuellen Regulierungsrahmens für Investmentfonds umzusetzen und um ein kohärentes Handeln der NCAs sicherzustellen, richten sich Teile dieser Empfehlung an die ESMA in ihrer Rolle als Vermittlerin und Koordinatorin.
- (17) Zur Beseitigung der anderen durch Investmentfonds hervorgerufenen Risiken wird empfohlen, dass die Europäische Kommission weitere Rechtssetzungsmaßnahmen ergreift. Dass die Kommission bereits eine Überprüfung der Gesetzgebung in diesem Bereich auf ihre Tagesordnung gesetzt hat, wird anerkannt. Diese Überprüfung wird Gelegenheit bieten, die in den Empfehlungen genannten makroprudenziellen Themen anzugehen.
- (18) Empfehlungen des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB) werden veröffentlicht, nachdem der Verwaltungsrat den Rat der Europäischen Union über die geplante Veröffentlichung in Kenntnis gesetzt hat und der Rat Gelegenheit zur Stellungnahme erhalten hat —

HAT FOLGENDE EMPFEHLUNG ERLASSEN:

#### ABSCHNITT 1

#### EMPFEHLUNGEN

#### **Empfehlung A — Liquiditätsmanagementinstrumente für Rücknahmen**

1. Der Kommission wird empfohlen, die Übernahme eines gemeinsamen, unionsweiten Rechtsrahmens in die Unionsvorschriften vorzuschlagen, der die Aufnahme zusätzlicher Liquiditätsmanagementinstrumente im Rahmen der Ausgestaltung eines in einem Land in der Union errichteten Investmentfonds regelt, sodass im Einzelfall die Entscheidung darüber, welche zusätzlichen Liquiditätsmanagementinstrumente in die Gründungsdokumente oder sonstigen vorvertraglichen Informationen über Investmentfonds aufzunehmen sind, von der jeweiligen für die Verwaltung verantwortlichen Einheit getroffen wird.

<sup>(1)</sup> Finanzstabilitätsrat, „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities“, Januar 2017.

2. Der Kommission wird empfohlen, eine Erweiterung der Unionsvorschriften um zusätzliche Vorschriften vorzuschlagen, durch die die Rolle der NCAs in Verbindung mit ihren Befugnissen zur Aussetzung von Rücknahmen in Situationen mit möglichen grenzüberschreitenden Folgen für die Finanzstabilität konkretisiert wird.
3. Der Kommission wird empfohlen, die Aufnahme einer Beschreibung der allgemeinen Vermittlungs-, Beratungs- und Koordinierungsfunktion, die der ESMA in Bezug auf die Befugnisse der NCAs zur Aussetzung von Rücknahmen in Situationen, in denen sich grenzüberschreitende Folgen für die Finanzstabilität gemäß Empfehlung A(2) ergeben, zukommt, in die Unionsvorschriften vorzuschlagen.

#### **Empfehlung B — Zusätzliche Vorschriften zur Reduzierung der Wahrscheinlichkeit übermäßiger Liquiditätsinkongruenzen**

Der Kommission wird empfohlen, die Aufnahme von Maßnahmen in die Unionsvorschriften vorzuschlagen, die das Ausmaß begrenzen, in dem der Einsatz von Liquiditätstransformationen durch offene AIF zur Entstehung von systemischen Risiken oder zum Risiko von Marktstörungen beiträgt.

#### **Empfehlung C — Stresstests**

Um für größere Konvergenz zwischen den Aufsichtsbehörden zu sorgen, wird der ESMA empfohlen, eine Orientierungshilfe für Verfahren zu entwickeln, die Verwalter bei den Liquiditätsrisiko-Stresstests für einzelne AIF und OGAW zu befolgen haben.

#### **Empfehlung D — OGAW-Meldungen**

1. Der Kommission wird empfohlen, vorzuschlagen, dass für OGAW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften eine Verpflichtung zur regelmäßigen Meldung von Daten — insbesondere zu Liquiditätsrisiken und Hebelfinanzierung — an die zuständige Behörde und zur Bereitstellung dieser Daten an die jeweilige NCA, falls es sich hierbei nicht um die für OGAW-Meldungen zuständige Behörde handelt, in die Unionsvorschriften aufgenommen wird.
2. Der Kommission wird empfohlen, vorzuschlagen, dass ein (aus Sicht der Finanzstabilität) hinreichend aussagekräftiger Anteil aller OGAW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften mindestens vierteljährlich die in Empfehlung D(1) erwähnten Daten gemäß einem Melderahmen meldet. Es sollte mindestens jährlich ein hinreichender Teildatensatz von einem repräsentativen Anteil aller OGAW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften gemeldet werden.
3. Der Kommission wird empfohlen, vorzuschlagen, dass die NCAs den NCAs der jeweils anderen maßgeblichen Mitgliedstaaten, der ESMA und dem ESRB die in Empfehlung D(1) erwähnten Daten zur Verfügung stellen.

#### **Empfehlung E — Orientierungshilfe für Artikel 25 der Richtlinie 2011/61/EU**

1. Der ESMA wird empfohlen, eine Orientierungshilfe zum Rahmenwerk für die Bewertung des Umfangs zu geben, in dem der Einsatz von Hebelfinanzierungen im AIF-Sektor zur Entstehung systemischer Risiken im Finanzsystem beiträgt.
2. Der ESMA wird empfohlen, eine Orientierungshilfe zur Ausgestaltung, Kalibrierung und Umsetzung einer makroprudenziellen Begrenzung von Hebelfinanzierungen zu geben.
3. Der ESMA wird empfohlen, eine Orientierungshilfe dazu zu geben, wie NCAs die ESMA, den ESRB und die anderen NCAs über eine von ihnen geplante Durchführung makroprudenzieller Maßnahmen gemäß Artikel 25 Absatz 3 der Richtlinie 2011/61/EU unterrichten sollten.
4. Der ESMA wird empfohlen, die von den NCAs gemäß Artikel 25 Absatz 3 der Richtlinie 2011/61/EU erhaltenen Informationen zu verwenden, um mit den nationalen makroprudenziellen Behörden und dem ESRB Kenntnisse über Verfahren zum Einsatz von Beschränkungen der Hebelfinanzierung und zur Einführung sonstiger Beschränkungen für die Verwaltung von AIF abzugleichen und auszutauschen.

### ABSCHNITT 2

#### UMSETZUNG

##### 1. Begriffsbestimmungen

1. Im Sinne dieser Empfehlung gelten die folgenden Begriffsbestimmungen:
  - a) „Zusätzliche Liquiditätsmanagementinstrumente“: Instrumente, mit denen offene AIF und OGAW sowie deren Verwalter Rücknahmeanträge jederzeit — und vor allem unter extrem schwierigen Marktbedingungen — angemessen und wirksam verwalten können. Diese Instrumente sollten Maßnahmen nach Eintritt eines Ereignisses umfassen, wie die Aussetzung oder Zurückstellung von Rücknahmen (Sperrungen/verlängerbare Kündigungsfristen), und Vorsorgemaßnahmen, wie die Verteilung von Handelskosten auf zeichnende/zurückgebende Anleger („Swing Pricing“/Verwässerungsschutzgebühren);

- b) „Alternative Investmentfonds“ (AIF): Organismen für gemeinsame Anlagen gemäß Artikel 4 Absatz 1 Buchstabe a der Richtlinie 2011/61/EU;
  - c) „Alternative Investmentfondsmanager“ (AIFM): Hat dieselbe Bedeutung wie in Artikel 4 Absatz 1 Buchstabe b, jedoch mit den in Artikel 2 Absatz 3 geregelten Ausschlüssen und den in Artikel 3 der Richtlinie 2011/61/EU beschriebenen Ausnahmen;
  - d) „AIFM von offenen AIF“: Solche AIFM, die in die in Artikel 1 Absatz 2 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 694/2014 der Kommission<sup>(1)</sup> beschriebene Kategorie einzustufen sind;
  - e) „Für die Verwaltung verantwortliche Einheit“: i) Eine Verwaltungsgesellschaft im Sinne von Artikel 2 Absatz 1 Buchstabe b der Richtlinie 2009/65/EG, ii) ein als Investmentgesellschaft errichteter OGAW, der gemäß Richtlinie 2009/65/EG keine Verwaltungsgesellschaft bestellt hat, iii) ein AIFM gemäß Artikel 4 Absatz 1 Buchstabe b der Richtlinie 2011/61/EU und iv) ein intern verwalteter AIF, der als Investmentgesellschaft errichtet wurde und gemäß Artikel 5 Absatz 1 Buchstabe b der Richtlinie 2011/61/EU keinen AIFM bestellt hat;
  - f) „Hebelfinanzierung“: Jede Methode, durch die ein Investmentfonds seine Risikobelastung durch Geld- oder Wertpapierdarlehen, in Derivaten eingebettete Hebelfinanzierungen oder durch andere Methoden so weit erhöht, dass sie die Vermögenswerte des Fonds übersteigt;
  - g) „Nationale zuständige Behörde“ (National Competent Authority — NCA): Die zuständige Behörde im Sinne von Artikel 2 Absatz 1 Buchstabe h der Richtlinie 2009/65/EG oder Artikel 4 Absatz 1 Buchstabe f der Richtlinie 2011/61/EU;
  - h) „Systemisches Risiko“: Hat dieselbe Bedeutung wie in Artikel 2 Buchstabe c der Verordnung (EU) Nr. 1092/2010;
  - i) „Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren“ (OGAW): Ein Organismus gemäß Artikel 1 Absatz 2 der Richtlinie 2009/65/EG, der gemäß Artikel 5 der genannten Richtlinie zugelassen wurde;
  - j) „OGAW-Verwaltungsgesellschaft“: Hat dieselbe Bedeutung wie in Artikel 2 Absatz 1 Buchstabe b der Richtlinie 2009/65/EG.
2. Anhänge I und II sind Bestandteil dieser Empfehlung. Sofern der Hauptteil des Textes im Widerspruch zu den Anhängen steht, hat der Hauptteil Vorrang.

## 2. Umsetzungskriterien

1. Für die Umsetzung der vorliegenden Empfehlung gelten die folgenden Kriterien:
- a) die Empfehlung bezieht sich auf AIF, AIFM, OGAW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften,
  - b) Aufsichtsarbitrage sollte vermieden werden,
  - c) dem Verhältnismäßigkeitsgrundsatz sollte unter Berücksichtigung von Zweck und Inhalt jeder Empfehlung angemessene Rechnung getragen werden,
  - d) die in Anhang I beschriebenen Konformitätskriterien.
2. Die Adressaten werden ersucht, dem ESRB und dem Rat die Maßnahmen mitzuteilen, die sie zur Umsetzung der vorliegenden Empfehlung ergriffen haben oder ihr Nichthandeln in angemessener Weise zu begründen. Die Berichte sollten zumindest Folgendes enthalten:
- a) Informationen über Inhalt und Zeitrahmen der ergriffenen Maßnahmen, gegebenenfalls einschließlich aller gegenüber den europäischen Aufsichtsbehörden ergriffenen Maßnahmen,
  - b) eine Beurteilung der Funktionsweise der ergriffenen Maßnahmen im Hinblick auf die Ziele der vorliegenden Empfehlung,
  - c) ausführliche Rechtfertigung eines etwaigen Nichthandelns oder Abweichens von der vorliegenden Empfehlung, einschließlich etwaiger zeitlicher Verzögerungen.

## 3. Zeitrahmen für die Nachverfolgung

Die Adressaten werden ersucht, dem ESRB und dem Rat die Maßnahmen mitzuteilen, die sie zur Umsetzung der vorliegenden Empfehlung ergriffen haben oder ihr Nichthandeln in angemessener Weise innerhalb der folgenden Fristen zu begründen:

### 1. Empfehlung A

Die Kommission wird ersucht, dem ESRB und dem Rat bis zum 31. Dezember 2020 einen Bericht über die Umsetzung der Empfehlungen A(1), A(2) und A(3) zu übermitteln.

<sup>(1)</sup> Delegierte Verordnung (EU) Nr. 694/2014 der Kommission vom 17. Dezember 2013 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf technische Regulierungsstandards zur Bestimmung der Arten von Verwaltern alternativer Investmentfonds (ABl. L 183 vom 24.6.2014, S. 18).

## 2. Empfehlung B

Die Kommission wird ersucht, dem ESRB und dem Rat bis zum 31. Dezember 2020 einen Bericht über die Umsetzung der Empfehlung B zu übermitteln.

## 3. Empfehlung C

Die ESMA wird ersucht, dem ESRB und dem Rat bis zum 30. Juni 2019 die in Empfehlung C genannte Orientierungshilfe zu übermitteln.

## 4. Empfehlung D

Die Kommission wird ersucht, dem ESRB und dem Rat bis zum 31. Dezember 2020 einen Bericht über die Umsetzung der Empfehlungen D(1), D(2) und D(3) zu übermitteln.

## 5. Empfehlung E

a) Die ESMA wird ersucht, dem ESRB und dem Rat bis zum 30. Juni 2019 die in Empfehlungen E(1), E(2) und E(3) genannte Orientierungshilfe zu übermitteln.

b) Die ESMA wird ersucht, den nationalen makroprudenziellen Behörden und dem ESRB ab 31. Dezember 2019 mindestens jährlich die in Empfehlung E(4) genannten Informationen zu übermitteln.

## 4. Überwachung und Beurteilung

### 1. Das Sekretariat des ESRB:

a) unterstützt die Adressaten durch Gewährleistung der Koordination der Meldepflichten und Bereitstellung der maßgeblichen Meldebögen und gegebenenfalls detaillierte Angaben zu dem Verfahren und dem Zeitrahmen für die Nachverfolgung,

b) überprüft die Nachverfolgung durch die Adressaten, sorgt auf Verlangen für Unterstützung und erstattet dem Verwaltungsrat über den Lenkungsausschuss Bericht über die Nachverfolgung.

2. Der Verwaltungsrat beurteilt die von den Adressaten gemeldeten Maßnahmen und Rechtfertigungen und kann gegebenenfalls entscheiden, dass die vorliegende Empfehlung nicht befolgt wurde und ein Adressat sein Nichthandeln nicht angemessen gerechtfertigt hat.

Geschehen zu Frankfurt am Main am 7. Dezember 2017.

*Leiter des ESRB-Sekretariats im Auftrag des Verwaltungsrates des ESRB*

Francesco MAZZAFERRO

---

## ANHANG I

## KONFORMITÄTSKRITERIEN FÜR DIE EMPFEHLUNGEN

**Empfehlung A**

Für **Empfehlung A** werden die folgenden allgemeinen Konformitätskriterien festgelegt.

## A(1) — Verfügbarkeit zusätzlicher Liquiditätsmanagementinstrumente

Die Unionsvorschriften sollten einen Rechtsrahmen für ein breites Spektrum zusätzlicher Liquiditätsmanagementinstrumente auf Unionsebene bilden und gleichzeitig berücksichtigen, dass die Vermögensverwalter unverändert die Hauptverantwortlichen für die Aktivierung und Umsetzung zusätzlicher Liquiditätsmanagementinstrumente bleiben sollten und dass sich einige Instrumente nicht für alle Arten von offenen Fonds eignen. Die zusätzlichen Liquiditätsmanagementinstrumente sollten offene Alternative Investmentfonds (AIF) und Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere (OGAW) sowie deren Verwalter darin unterstützen, Rücknahmeanträge jederzeit, und vor allem unter extrem schwierigen Marktbedingungen, angemessen und wirksam zu steuern.

Die Änderungsvorschläge der Kommission zu den einschlägigen Unionsvorschriften sollten Verpflichtungen enthalten:

- a) für Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM) von AIF des offenen Typs und für OGAW-Verwaltungsgesellschaften, alle verfügbaren zusätzlichen Liquiditätsmanagementinstrumente zu prüfen und speziell zu prüfen, welche sich davon für die Anlagestrategien der von ihnen verwalteten Fonds eignen und in deren Gründungsdokumente oder sonstigen vorvertraglichen Informationen aufgenommen werden sollten, damit sie sowohl unter normalen als auch unter extrem schwierigen Marktbedingungen eingesetzt werden können, und darüber hinaus die Verpflichtung enthalten, Anlegern hinreichend Transparenz in Verbindung mit solchen Instrumenten zu verschaffen,
- b) für AIFM von AIF des offenen Typs und OGAW-Verwaltungsgesellschaften, mindestens die Befugnis zur Aussetzung von Rücknahmen, vor allem unter extrem schwierigen Marktbedingungen, in die Gründungsdokumente oder sonstigen vorvertraglichen Informationen der von ihnen verwalteten Fonds aufzunehmen,
- c) für AIFM von AIF des offenen Typs und OGAW-Verwaltungsgesellschaften, die erforderliche operationelle Kapazität und Notfallplanung sicherzustellen, damit alle von ihnen einsetzbaren zusätzlichen Liquiditätsmanagementinstrumente rechtzeitig aktiviert werden können,
- d) für AIFM von AIF des offenen Typs und OGAW-Verwaltungsgesellschaften, Meldungen über die Umsetzung und Verwendung zusätzlicher Liquiditätsmanagementinstrumente unter extrem schwierigen Marktbedingungen an die nationalen zuständigen Behörden (NCAs) vorzunehmen,
- e) für die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority — ESMA), nach Berücksichtigung der Beurteilung der makroprudenziellen Aspekte durch den Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board — ESRB) eine Orientierungshilfe zu entwickeln für:
  - i. Definitionen und Merkmale von zusätzlichen Liquiditätsmanagementinstrumenten,
  - ii. die Kriterien für die Eignungsbeurteilung unter Punkt A(1) Buchstabe a,
  - iii. die unter Punkt A(1) Buchstabe a aufgestellten Transparenzanforderungen für die zusätzlichen Liquiditätsmanagementinstrumente,
  - iv. übergeordnete Grundsätze dazu, wie zusätzliche Liquiditätsmanagementinstrumente im Liquiditätsmanagementprozess des Fonds umgesetzt werden sollten,
  - v. die Frage, wie mögliche unbeabsichtigte Folgen des Einsatzes von zusätzlichen Liquiditätsmanagementinstrumenten zu beurteilen sind und wie damit umzugehen ist,
  - vi. die Anforderung, gemäß Punkt A(1) Buchstabe d Meldungen an die NCAs vorzunehmen und
  - vii. das Maß an Transparenz gegenüber Anlegern, wenn zusätzliche Liquiditätsmanagementinstrumente aktiviert werden und während ihres Einsatzes.

Die Orientierungshilfe sollte die gemäß Punkt A(1) Buchstabe c notwendige Notfallplanung, die im Voraus anwendbar sein sollte, berücksichtigen, damit diese zusätzlichen Liquiditätsmanagementinstrumente umgehend und wirksam aktiviert werden können.

## A(2) — Weitere Vorschriften zur Aussetzung von Rücknahmen mit grenzüberschreitenden Folgen für die Finanzstabilität durch die NCAs

Die Änderungsvorschläge der Kommission zu den Unionsvorschriften sollten:

- a) eine Konkretisierung der jeweiligen Funktionen der NCAs und ihrer Zusammenarbeit in Bezug auf die Aussetzung von Rücknahmen zum Zwecke der grenzüberschreitenden Finanzstabilität für die Situationen enthalten, in denen der AIF oder OGAW in einem Mitgliedstaat gegründet wurden aber von einem AIFM oder einer OGAW-Verwaltungsgesellschaft verwaltet werden, die in einem anderen Mitgliedstaat gegründet wurden, d. h. grenzüberschreitende Folgen,

- b) eine Verpflichtung für NCAs enthalten, die anderen maßgeblichen NCAs, die ESMA und den ESRB im Vorfeld über die Ausübung ihrer Befugnis, die Aussetzung von Rücknahmen zum Zweck der grenzüberschreitenden Finanzstabilität anzuordnen, zu informieren.

A(3) — Weitere Vorschriften zur Rolle der ESMA in Verbindung mit der von NCAs veranlassten Aussetzung von Rücknahmen mit grenzüberschreitenden Folgen für die Finanzstabilität

Die Änderungsvorschläge der Kommission zu den einschlägigen Unionsvorschriften sollten für die ESMA in Situationen, in denen sich grenzüberschreitende Folgen für die Finanzstabilität ergeben, eine Verpflichtung zur Wahrnehmung ihrer allgemeinen Vermittlungs-, Beratungs- und Koordinierungsfunktion in Bezug auf die Befugnisse der NCAs zur Aussetzung von Rücknahmen enthalten.

### **Empfehlung B**

Für **Empfehlung B** werden die folgenden allgemeinen Konformitätskriterien festgelegt.

Die Änderungsvorschläge der Kommission zu den einschlägigen Unionsvorschriften sollten:

- a) der ESMA Befugnisse einräumen, auf der Grundlage ihrer eigenen Analyse eine Liste von naturgemäß weniger liquiden Aktiva zu erstellen und zu aktualisieren, wobei die Einschätzung der makroprudenziellen Aspekte durch den ESRB ebenso zu berücksichtigen ist wie die Einschätzung von Aspekten der sektorübergreifenden Kohärenz durch die Europäische Bankenaufsichtsbehörde und die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung. Bei der Zusammenstellung dieser Liste sollte die ESMA mindestens Immobilien, nicht börsennotierte Wertpapiere, Kredite und andere alternative Vermögenswerte, die naturgemäß weniger liquide scheinen, berücksichtigen. Die Analyse sollte unter anderem berücksichtigen, wieviel Zeit die Liquidierung dieser Aktiva in einem extrem schwierigen Marktumfeld in Anspruch nehmen würde,
- b) für AIFM von AIF des offenen Typs, deren Ziel darin besteht, erhebliche Anlagen in Aktiva zu tätigen, die in der Liste der naturgemäß weniger liquiden Aktiva unter Punkt B Buchstabe a aufgeführt sind, eine Anforderung enthalten, den NCAs einen Nachweis darüber zu erbringen, dass sie ihre Anlagestrategie unter vorhersehbaren Marktbedingungen umsetzen können. Die Beurteilung sollte unter anderem situationsgerechte Rücknahmenvorschriften, die Umsetzung zusätzlicher Liquiditätsmanagementinstrumente und/oder interne Limite für Aktiva berücksichtigen, die in der Liste der naturgemäß weniger liquiden Aktiva unter Punkt B Buchstabe a aufgeführt sind. Werden solche internen Limite verwendet, sollten sie den NCAs bei Auflegung des maßgeblichen Fonds mitgeteilt werden; gleiches gilt für jede spätere Änderung dieser Limite. Die Bekanntgabe gegenüber Anlegern sollte ebenfalls auf der Grundlage der von der ESMA zu entwickelnden Orientierungshilfe erfolgen,
- c) AIFM von AIF des offenen Typs einen Entscheidungsspielraum für Übergangsvorschriften einräumen, und den Zeitraum angeben, der gegebenenfalls nach Hinzufügen von Aktiva zur Liste der naturgemäß weniger liquiden Aktiva gemäß Punkt B Buchstabe a bis zur Einhaltung der Rechtsvorschriften eingeräumt wird, um etwaige unbeabsichtigte, schädliche Auswirkungen zu vermeiden.

### **Empfehlung C**

Für **Empfehlung C** werden die folgenden allgemeinen Konformitätskriterien festgelegt.

Die für Liquiditätsstresstests herausgegebene Orientierungshilfe der ESMA sollte unter anderem das Folgende enthalten:

- a) den Entwurf von Liquiditätsstresstestszenarios,
- b) die Liquiditätsstresstestvorschriften, einschließlich der internen Verwendung von Liquiditätsstresstestergebnissen,
- c) Erwägungen in Verbindung mit der Aktiv- und der Passivseite der Bilanzen von Investmentfonds und
- d) die zeitliche Planung und Häufigkeit, mit der einzelne Fonds Liquiditätsstresstests durchführen.

Eine solche Orientierungshilfe sollte auf den in Richtlinie 2011/61/EU beschriebenen Stresstestanforderungen und der Stresstest-Durchführungspraxis der Marktteilnehmer basieren.

### **Empfehlung D**

Für **Empfehlung D** werden die folgenden allgemeinen Konformitätskriterien festgelegt.

D(1) — Meldepflichten für OGAW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften

Die von der Kommission vorgeschlagenen Änderungen der einschlägigen Unionsvorschriften sollten Meldepflichten in Bezug auf verwalter- und fondsspezifische Daten enthalten und gleichzeitig die Besonderheiten von OGAW widerspiegeln. Die gemeldeten Daten sollten die ausreichende Überwachung möglicher Schwachstellen, die zum systemischen Risiko beitragen können, ermöglichen; sie sollten mindestens beinhalten:

- a) den Wert des verwalteten Vermögens aller von einer Verwaltungsgesellschaft verwalteten OGAW,
- b) die gehandelten Instrumente und die individuellen Risikopositionen,

- c) die Anlagestrategie,
- d) die Gesamtrisikoposition/Hebelfinanzierungen,
- e) Stresstests,
- f) effiziente Portfoliomanagementtechniken,
- g) das Gegenparteirisiko/Sicherheiten,
- h) das Liquiditätsrisiko,
- i) das Kreditrisiko und
- j) das Handelsvolumen.

Die Kommission sollte gegebenenfalls eine Harmonisierung der gesamten Meldepflichten für Investmentfonds und ihre Verwalter vorschlagen, vor allem bezüglich der für OGAW empfohlenen Meldungen und der bereits in Richtlinie 2011/61/EU für das Berichtswesen umgesetzten Maßnahmen. Diesbezüglich sollte die Kommission auch die Meldepflichten gemäß Verordnung (EU) 2017/1131 des Europäischen Parlaments und des Rates <sup>(1)</sup> berücksichtigen. Eine solche Harmonisierung sollte die Nutzung der bestehenden Meldeplattformen ermöglichen, Synergien herbeiführen und unverhältnismäßige Belastungen der Vermögensverwalter verhindern.

Die von der Kommission vorgenommenen Änderungen der Unionsvorschriften sollten ferner eine Vorschrift aufnehmen, nach der, falls die NCA des OGAW-Verwalters nicht die NCA des OGAW selbst ist, der OGAW-Verwalter die gemeldeten Informationen auf Verlangen auch der NCA des OGAW zur Verfügung stellen muss.

#### D(2) — Häufigkeit und Umfang der Meldepflichten für OGAW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften

Die Änderungsvorschläge der Kommission zu den Unionsvorschriften sollten die folgenden Anforderungen umfassen:

- a) die in Empfehlung D(1) genannten Daten sind mindestens vierteljährlich zu melden, um eine wirksame Überwachung der Finanzstabilitätsrisiken zu ermöglichen und gleichzeitig Verhältnismäßigkeitsaspekten in Verbindung mit den meldepflichtigen Einheiten Rechnung zu tragen,
- b) das gesamte verwaltete Vermögen der Verwaltungsgesellschaft und das gesamte verwaltete Vermögen der einzelnen OGAW sollte bei der Festlegung des Meldeumfangs berücksichtigt werden, sodass sichergestellt wird, dass die Meldungen einen hinreichenden Teil der Branche abdecken und Finanzstabilitätsrisiken abgebaut werden können.

#### D(3) — Harmonisierte Meldungen und Informationsaustausch

Die von der Kommission vorgeschlagenen Änderungen der Unionsvorschriften sollten die Verpflichtung zur Bereitstellung der in Empfehlung D(1) genannten Informationen für die NCAs der anderen maßgeblichen Mitgliedstaaten, die ESMA und den ESRB enthalten, um die Harmonisierung der Meldung von OGAW-Daten und der Vorgehensweise beim Datenaustausch gemäß Richtlinie 2011/61/EU sicherzustellen. In diesem Zusammenhang sollte die Kommission auch die Meldepflichten der Verordnung (EU) 2017/1131 berücksichtigen.

### **Empfehlung E**

Für **Empfehlung E** werden die folgenden allgemeinen Konformitätskriterien festgelegt.

#### E(1) — Beurteilung des mit Hebelfinanzierungen verbundenen systemischen Risikos

Die von der ESMA herausgegebene Orientierungshilfe sollte das Folgende umfassen:

- a) ein gemeinsamer Mindestsatz an Indikatoren, die von den NCAs im Rahmen ihrer Beurteilung zu berücksichtigen sind,
- b) eine Anleitung zur Berechnung der in Punkt E(1) Buchstabe a aufgeführten Indikatoren auf Basis der Meldedaten nach Artikel 24 der Richtlinie 2011/61/EU und
- c) qualitative und, falls möglich, quantitative Beschreibungen der Interpretation der Indikatoren im Kontext des Beurteilungsrahmens.

<sup>(1)</sup> Verordnung (EU) Nr. 2017/1131 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über Geldmarktfonds (ABl. L 169 vom 30.6.2017, S. 8).

Die in Punkt E(1) Buchstabe a genannten, gemeinsamen Indikatoren sollten:

- (1) eine Beurteilung der Höhe, der Quelle und der unterschiedlichen Einsatzgebiete von Hebelfinanzierungen ermöglichen,
- (2) die Beurteilung der Hauptauslöser für systemische Risiken (d. h. Notverkäufe, direkte Übertragungen auf Finanzinstitute und die Unterbrechung der Kreditvermittlung) ermöglichen und
- (3) wirkungsvoll sein und NCAs in ausreichendem Maße die Möglichkeit geben, die ESMA in Verbindung mit der gemäß Artikel 25 Absatz 6 der Richtlinie 2011/61/EU von ihr abzugebenden Empfehlung und den in Artikel 112 der Delegierten Verordnung (EU) 231/2013 der Kommission<sup>(1)</sup> festgelegten Grundsätzen darüber zu informieren, ob die Voraussetzungen für die Begrenzung von Hebelfinanzierungen oder für die Einführung sonstiger Beschränkungen der AIF-Verwaltung erfüllt sind.

E(2) — Makroprudenzielle Begrenzung von Hebelfinanzierungen

Die von der ESMA herausgegebene Orientierungshilfe sollte das Folgende umfassen:

- a) eine Beschreibung der unterschiedlichen Arten der Begrenzung von Hebelfinanzierungen, einschließlich einer Bewertung ihrer Effizienz und Wirksamkeit zur Abfederung übermäßiger Hebelfinanzierungen,
- b) die von den NCAs bei der Kalibrierung der Begrenzung von Hebelfinanzierungen zu berücksichtigenden Grundsätze. Diese Grundsätze sollten kumulativ mindestens das Folgende umfassen: i) eine Erklärung, die vorsieht, dass die Begrenzung von Hebelfinanzierungen auf der Grundlage der in Richtlinie 2011/61/EU dargelegten Hebelfinanzierungsvorschriften zu erfolgen hat, ii) Kriterien für die Einführung einer Begrenzung von Hebelfinanzierungen und iii) Grundsätze für die regelmäßige Überprüfung der Begrenzung von Hebelfinanzierungen,
- c) Grundsätze, die von den NCAs bei der Erwägung, Begrenzungen für Hebelfinanzierungen einzuführen, zu berücksichtigen sind; diese sollten kumulativ mindestens das Folgende umfassen: i) Grundsätze für einen ausgewogenen Ansatz bei der Festlegung von Begrenzungen unter Abwägung von regelbasierten Elementen und Beurteilungsspielräumen, ii) Grundsätze für Wechselwirkungen mit anderen Maßnahmen, iii) Grundsätze für die Koordinierung zwischen den Unionsbehörden.

E(3) — Unterrichtsverfahren

Die von der ESMA herausgegebene Orientierungshilfe sollte die NCAs in die Lage versetzen, die ESMA, den ESRB und die anderen maßgeblichen NCAs zu unterrichten. Diese Orientierungshilfe sollte vor allem eine wirksame Vorgehensweise und Formulare für Anzeigeschreiben und Meldepflichten enthalten, die im Rahmen der von den NCAs vorgenommenen Beurteilung der Notwendigkeit, makroprudenzielle Maßnahmen gemäß Artikel 25 Absatz 3 der Richtlinie 2011/61/EU umzusetzen, zum Einsatz kommen.

E(4) — Benchmarking

Die ESMA sollte jährlich die folgenden Informationen mit den nationalen makroprudenziellen Behörden und dem ESRB austauschen:

- a) ihre etwaigen Benchmarking-Ergebnisse,
- b) etwaige Verfahrensweisen in Verbindung mit der Einführung einer Begrenzung von Hebelfinanzierungen und der Einführung sonstiger Beschränkungen der AIF-Verwaltung anhand der den NCAs gemäß Artikel 25 Absatz 3 der Richtlinie 2011/61/EU zugegangenen Informationen.

---

<sup>(1)</sup> Delegierte Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission vom 19. Dezember 2012 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Ausnahmen, die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, Verwahrstellen, Hebelfinanzierung, Transparenz und Beaufsichtigung (ABl. L 83 vom 22.3.2013, S. 1).

## ANHANG II

## WIRTSCHAFTLICHE BEWEGGRÜNDE UND BEURTEILUNG

## INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
<b>Verzeichnis der Abkürzungen</b> .....	12
<b>I. Einleitung</b> .....	13
<b>II. ESRB-Empfehlung zu Liquiditäts- und Hebelfinanzierungsrisiken von Investmentfonds</b> .....	17
<b>II.1 Empfehlung A — Liquiditätsmanagementinstrumente für Rücknahmen</b> .....	17
II.1.1 Wirtschaftliche Beweggründe und beabsichtigte Effekte .....	17
Empfehlung A(1) — Verfügbarkeit zusätzlicher Liquiditätsmanagementinstrumente .....	17
Empfehlungen A(2) und A(3) — Weitere Vorschriften zu NCAs und zur Rolle der ESMA in Verbindung mit der von NCAs veranlassten Aussetzung von Rücknahmen mit grenzüberschreitenden Folgen für die Finanzstabilität .....	21
II.1.2 Unbeabsichtigte Effekte .....	22
<b>II.2 Empfehlung B — Zusätzliche Vorschriften zur Reduzierung der Wahrscheinlichkeit übermäßiger Liquiditätsinkongruenzen</b> .....	22
II.2.1 Wirtschaftliche Beweggründe und beabsichtigte Effekte .....	22
II.2.2 Unbeabsichtigte Effekte .....	30
<b>II.3 Empfehlung C — Stresstests</b> .....	31
II.3.1 Wirtschaftliche Beweggründe und beabsichtigte Effekte .....	31
II.3.2 Unbeabsichtigte Effekte .....	34
<b>II.4 Empfehlung D — OGAW-Berichtspflichten</b> .....	35
II.4.1 Wirtschaftliche Beweggründe und beabsichtigte Effekte .....	35
Empfehlung D(1) — Berichtspflichten für OAGW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften .....	35
Empfehlung D(2) — Häufigkeit und Umfang der Berichtspflichten für OGAW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften .....	38
Empfehlung D(3) — Harmonisierte Meldungen und Informationsaustausch .....	39
II.4.2 Unbeabsichtigte Effekte .....	39
<b>II.5 Empfehlung E — Orientierungshilfe für Artikel 25 der Richtlinie 2011/61/EU</b> .....	40
II.5.1 Wirtschaftliche Beweggründe und beabsichtigte Effekte .....	40
Empfehlung E(1) — Beurteilung des mit Hebelfinanzierungen verbundenen systemischen Risikos .....	40
Empfehlung E(2) — Makroprudenzielle Beschränkungen für Hebelfinanzierungen .....	45
Empfehlung E(3) — Unterrichtsverfahren .....	48
Empfehlung E(4) — Benchmarking .....	48
II.5.2 Unbeabsichtigte Effekte .....	48
<b>Literaturhinweise</b> .....	49
<b>Anhang</b> .....	52

**Verzeichnis der Abkürzungen**

<b>z-LMI</b>	Zusätzliche Liquiditätsmanagementinstrumente
<b>AIF</b>	Alternativer Investmentfonds
<b>AIFM</b>	Verwalter alternativer Investmentfonds
<b>AuM</b>	Assets under management (verwaltetes Vermögen)
<b>CESR</b>	Committee of European Securities Regulators (Ausschuss der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden)
<b>CIS</b>	Collective investment scheme (gemeinschaftliche Kapitalanlage)
<b>CLMT</b>	Countercyclical liquidity management tool (antizyklisches Liquiditätsmanagementinstrument)
<b>CRE</b>	Commercial real estate (Gewerbeimmobilien)
<b>CSD</b>	Central securities depository (Zentralverwahrer)
<b>EBA</b>	Europäische Bankenaufsichtsbehörde
<b>EZB</b>	Europäische Zentralbank
<b>EWR</b>	Europäischer Wirtschaftsraum
<b>ELTIF</b>	European long-term investment funds (Europäische langfristige Investmentfonds)
<b>ESZB</b>	Europäisches System der Zentralbanken
<b>ESMA</b>	European Securities and Markets Authority (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde)
<b>ESRB</b>	European Systemic Risk Board (Europäischer Ausschuss für Systemrisiken)
<b>EU</b>	Europäische Union
<b>EUR</b>	Euro
<b>FSB</b>	Financial Stability Board (Finanzstabilitätsrat)
<b>FVP</b>	Fair value pricing (Fair-Value-Bewertung)
<b>IOSCO</b>	International Organization of Securities Commissions (Internationale Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden)
<b>ITS</b>	Implementing technical standards (Technische Durchführungsstandards)
<b>MMF</b>	Money market fund (Geldmarktfonds)
<b>NAV</b>	Net asset value (Nettoinventarwert)
<b>NCA</b>	National Competent Authority (nationale zuständige Behörde)
<b>OTC</b>	Over-the-counter (außerbörslich)
<b>RTS</b>	Regulatory Technical Standards (technische Regulierungsstandards)
<b>SEC</b>	Securities and Exchange Commission
<b>OGAW</b>	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
<b>VaR</b>	Value at Risk

Die in diesem Anhang enthaltenen Hintergrundinformationen dienen dazu, die Umsetzung der ESRB-Empfehlungen in der EU zu fördern. Im Folgenden werden insbesondere alle Empfehlungen detailliert erläutert und die wirtschaftlichen Beweggründe sowie Beurteilungen dargelegt, die den einzelnen Empfehlungen zugrunde liegen, einschließlich möglicher beabsichtigter und unbeabsichtigter Effekte und potenzieller Marktauswirkungen. Für die Analyse wird umfassend auf Researchunterlagen und Strategiepapiere, nationale Vorschriften und Umfrageergebnisse der ESMA, des ESRB und der IOSCO zurückgegriffen (z. B. zur Verfügbarkeit und Nutzung von Liquiditätsmanagement-Tools, zum Einsatz von Hebelfinanzierungen gemäß Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>(1)</sup> und Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>(2)</sup> sowie zu Stresstestpraktiken der Fondsmanager).

## I. Einleitung

### Strukturbezogene Überlegungen

**Der Investmentfondssektor der Union ist in den letzten Jahren stark gewachsen.** Seit 2008 hat sich das gesamte Anlagevermögen von EU-Investmentfonds mehr als verdoppelt. Es ist von 6,2 Billionen EUR auf 15,3 Billionen EUR im dritten Quartal 2017 gestiegen<sup>(3)</sup>. Im selben Zeitraum hat sich auch das Volumen europäischer AIF mehr als verdreifacht, und zwar von 1,6 Billionen EUR auf 5,8 Billionen EUR<sup>(4)</sup>. Da der Investmentfondssektor einen zunehmend großen Teil des gesamten Finanzmarkts ausmacht, gewinnt auch die Steuerung des Systemrisikos stärker an Gewicht.

**Investmentfonds weisen ein besonders komplexes Spektrum möglicher Verhaltensweisen als Reaktion auf Marktspannungen auf.** Investmentfonds stehen nur für eine von vielen bedeutenden Arten von Akteuren an den Finanzmärkten — weitere sind Banken, Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds, Privatanleger, Family Offices, Staatsfonds und Intermediäre verschiedenster Art. Jede Art besitzt eigene spezifische Verhaltensmerkmale. Ein typisches Merkmal von Investmentfonds ist, dass sie Kapital von einer Vielzahl unterschiedlicher Endanleger einsammeln und dieses Anlagekapital über ein Konstrukt für gemeinsame Anlagen in die Märkte leiten. Diese Eigenschaft in Verbindung mit dem Umstand, dass die meisten Investmentfonds „offene“ Fonds sind (d. h. Endanleger können ihr angelegtes Geld vor der Fälligkeit der zugrunde liegenden Vermögenswerte entnehmen), bedeutet, dass das Spektrum an möglichen Verhaltensweisen in Stressphasen bei Investmentfonds besonders komplex ist. Eine mögliche Verhaltensweise besteht darin, dass ein Investmentfonds oder ein Teil eines Investmentfonds als Reaktion auf Marktspannungen und dem daraus resultierenden Rücknahmeverhalten der Anleger Vermögenswerte in bedeutendem Umfang in einem rückläufigen Markt veräußert, was den Marktschock noch verstärkt und zur finanziellen Instabilität beiträgt.

**Investmentfonds tendieren dazu, ihre Anlagestrategie bei auftretenden Marktschocks beizubehalten** Mit Ausnahme einiger AIF setzen Investmentfonds typischerweise Hebelfinanzierungen nur in geringem Umfang ein.<sup>(5)</sup> In diesem Fall tendieren nicht unter Rückzahlungsdruck stehende Fonds dazu, ihre Aktiva zu halten, bzw. könnten bei sinkenden Kursen sogar die Gelegenheit nutzen, Vermögenswerte zu erwerben und damit einen antizyklischen Effekt hervorrufen.

### Risikoquellen

**Falls Fonds anders handeln und während eines Marktschocks Aktiva in einem rückläufigen Markt verkaufen, liegt der Hauptgrund möglicherweise darin, dass unerwartet viele Anleger ihre Anteile zurückgeben möchten.** Zwar handelt es sich hier nicht um ein Muster, das in der Vergangenheit häufig zu beobachten war, doch gibt es einige Fälle, in denen die Zahl der Rücknahmeanträge in Stresszeiten am Markt hoch war. Darüber hinaus ist das bisherige Verhalten eines Investmentfonds nicht unbedingt ein Indikator für dessen künftiges Verhalten. Deshalb kann man nicht davon ausgehen, dass solche Fälle von hohen Zahlen an Rücknahmeanträgen weiterhin seltene oder vereinzelte Vorkommnisse bleiben werden. Ein Grund für die hohe Zahl von Rücknahmeanträgen in Stressphasen könnte sein, dass Investmentfonds nicht ausschließlich als Vehikel für nicht hebelfinanzierte, langfristige Kapitalanlagen fungieren. Stattdessen werden Fonds zuweilen auch von Investoren mit einem kürzeren Anlagehorizont genutzt, wobei der jeweilige Anteil dieser Anleger in Abhängigkeit von anderen Markteinflüssen stark schwanken kann. Im Vergleich zu nur selten oder vereinzelt auftretenden Fällen hoher Rücknahmen ergibt sich hieraus das Potenzial eines bedeutend größeren Systemrisikos innerhalb des Sektors. Mit dem Wachstum des Sektors wiederum steigt auch seine Bedeutung für das Systemrisiko insgesamt.

<sup>(1)</sup> Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (ABl. L 302 vom 17.11.2009, S. 32).

<sup>(2)</sup> Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010 (ABl. L 174 vom 1.7.2011, S. 1).

<sup>(3)</sup> „Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017“, European Fund and Asset Management Association, Dezember 2017.

<sup>(4)</sup> Seit 2014 sind AIF gemäß der regulatorischen Definition der Richtlinie 2011/61/EU klassifiziert. Seither ist das Nettovermögen um mehr als 25 % gestiegen.

<sup>(5)</sup> Europäischer Ausschuss für Systemrisiken, „EU Shadow Banking Monitor“, Nr. 2, Mai 2017.

**Die zweite wichtige Quelle für Systemrisiken ist die Tatsache, dass Anreize bestehen, Liquidität gegen Rendite zu tauschen bzw. die Hebelfinanzierung zu erhöhen, um eine für Investoren attraktive Rendite zu erzielen.** Je größer die Hebelfinanzierung eines Investmentfonds ist, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit, dass er in Stressphasen belastbar ist. Darüber hinaus gilt, dass ein Investmentfonds umso schlechter für die Bewältigung von umfangreichen Rücknahmeverlangen gerüstet ist, je mehr er sich auf die Rendite konzentriert und dafür auf Liquidität verzichtet. Dieses Verhalten kann noch gravierendere Auswirkungen haben, wenn dieser Zielkonflikt potenziellen Investoren nicht bekannt ist, entweder, weil die Anlageinvestitionen liquide erscheinen, obwohl die Liquidität nicht stabil ist, oder weil die Hebelfinanzierung in derivativen Instrumenten enthalten und deren Umfang nicht transparent ist.

**Die dritte Quelle für Systemrisiken ist die Art und Weise, wie der Rücknahmemechanismus funktioniert.** Bei offenen Investmentfonds kann ein „First-Mover-Vorteil“ entstehen, bei dem die Kosten der vorzeitigen Rückgabe nicht in voller Höhe von dem zurückgebenden Anleger getragen, sondern an die verbleibenden Anteilseigner weitergegeben werden. Für Fondsmanager besteht darüber hinaus auch ein Reputationsrisiko, das womöglich der Grund dafür ist, dass sie zögern, die Rücknahme der Anteile auszusetzen — obwohl dies im Interesse der Anleger wäre —, und abwägen, ob Anlegern, die ihre Anteile zurückgeben möchten, Liquidität bereitgestellt wird, so lange der Fonds über Liquidität verfügt, oder ob festzustellen ist, dass die Umstände hinreichend außergewöhnlich sind, um eine Aussetzung zu rechtfertigen.

**Die vierte Quelle für Systemrisiken ist, dass das Funktionieren des Rücknahmemechanismus von der Marktliquidität abhängig ist.** Bei vielen Instrumenten, in die Investmentfonds investieren, war die Liquidität bisher von Market-Makern abhängig und variierte je nach Zeitpunkt und Instrument. Jüngste Entwicklungen — darunter eine geringere Volatilität, eine verstärkte Nutzung des elektronischen Handels, eine Fragmentierung der Liquiditätsquellen und sinkende Asset-Bestände klassischer Market-Maker wie Banken und Broker/Händler sowie zyklische Faktoren wie die Geldpolitik — deuten darauf hin, dass strukturelle Änderungen bei der Liquiditätsversorgung mit der Zeit möglich sind (obgleich aktuelle Untersuchungen bisher keine eindeutigen Belege für einen Rückgang der Liquidität zum jetzigen Zeitpunkt geliefert haben). Diese Änderungen können Einfluss darauf haben, wie robust die Liquiditätsversorgung ist, wenn es an den Märkten zu Spannungen kommt. Die Bedeutung dieser strukturellen Veränderungen ist schwer vorherzusagen. Es ist somit möglich, dass Investmentfonds von einem Liquiditätsniveau ausgehen, das weniger robust ist als erwartet.

**Hebelfinanzierung, Liquidität und Rücknahmemerkmale von Investmentfonds beeinflussen sich in hohem Maße gegenseitig.** Investmentfonds, die Hebelfinanzierungen einsetzen und somit höheren Nachschussforderungen (Margin Calls), Kapitalentnahmen oder Bewertungsabschlägen ausgesetzt sind, können rasche Anpassungen vornehmen, wenn sie über Vermögenswerte verfügen, die sich schnell veräußern lassen. Wenn ein Fonds mit hohem Hebelfinanzierungsgrad nur in geringer Höhe liquide Vermögenswerte hält und von kurzfristigen Rücknahmen oder Änderungen der Kreditbedingungen betroffen ist, muss er unter Umständen Vermögenswerte in weniger liquiden Märkten (mit einem Abschlag) verkaufen, um seinen Verpflichtungen nachzukommen. Auch wenn Investmentfonds im Fall von Nachschussforderungen möglicherweise im Interesse der Anleger Rücknahmen aussetzen können, muss der Fonds über Notfallkredite und/oder Notverkäufe schnell Kapital beschaffen, um die Glattstellung zu vermeiden. Dies könnte möglicherweise ein erhebliches Adressenausfallrisiko nach sich ziehen und großen Einfluss auf die Vermögenspreise haben.

**Zentralbanken, Marktvertreter und Wertpapieraufsichtsbehörden sind besorgt, dass Investmentfonds Systemrisiken verstärken können** <sup>(1)</sup>. Der FSB hat festgestellt, dass durch Liquiditätsinkongruenzen und den Einsatz von Hebelfinanzierung bei Investmentfonds weltweit potenziell erhebliche strukturelle Schwachstellen im Fondsmanagementsektor entstehen. Demzufolge hat der FSB betont, wie wichtig es sei, potenzielle strukturelle Schwachstellen in Verbindung mit Liquiditätsinkongruenzen und dem Einsatz von Hebelfinanzierung durch Investmentfonds zu untersuchen und anzugehen, da sie ein Risiko für die Finanzstabilität darstellen könnten. Der FSB empfiehlt den Behörden beispielsweise, den Einsatz von Hebelfinanzierung durch Fonds zu überwachen und ggf. Maßnahmen zu ergreifen <sup>(2)</sup>.

<sup>(1)</sup> Siehe den „Financial Stability Report — December 2015“ der Bank of England; den „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities“ Nr. 2, 2015 der ESMA; den Financial Stability Review der EZB, Mai 2016; das „Update on Review of Asset Management Products and Activities“ des Financial Stability Oversight Council, April 2016; die Rede von Vítor Constâncio, „Risk sharing and Macroprudential Policy in an Ambitious Capital Markets Union“, April 2016; Rede von Steven Maijoor, „Measuring and assessing stability risks in financial markets“, Mai 2015; und die Rede von Mary Jo White, „Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry“, Dezember 2014.

<sup>(2)</sup> „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities“, Financial Stability Board, Januar 2017.

## Der aktuelle Regulierungsrahmen für die Liquidität und die Hebelfinanzierung von Investmentfonds

**In Europa bilden die Richtlinie 2009/65/EG und die Richtlinie 2011/61/EU den Regulierungsrahmen, der für die Steuerung der Liquidität und der Hebelfinanzierung von Investmentfonds maßgeblich ist.** Sie bilden die Rechtsgrundlage dafür, wie Investmentfonds in Europa ihre Liquiditäts- und Hebelfinanzierungsbestände zu verwalten haben, und dienen als Ausgangspunkt für die Bewertung von Systemrisiken, die mit Liquiditätsinkongruenzen und dem Einsatz von Hebelfinanzierungen durch Investmentfonds verbunden sind.

**OGAW sind streng regulierte Investmentfonds.** OGAW sind Investmentfonds, die in geeignete Vermögenswerte wie Bareinlagen, bargeldähnliche Einlagen, Anleihen, Aktien, Geldmarktinstrumente und andere Investmentfonds investieren (siehe Kasten 1a). Theoretisch sind OGAW weniger anfällig für Liquiditätsinkongruenzen, da sowohl ihre Vermögenswerte als auch ihre Verbindlichkeiten innerhalb einer kurzen Frist gehandelt werden sollen. Sie dürfen nur in übertragbare Wertpapiere oder in andere liquide Finanzanlagen investieren, deren Zulassungskriterien in einer speziellen Richtlinie festgelegt sind <sup>(1)</sup>. OGAW sind verpflichtet (vorbehaltlich der möglichen Aussetzung des Handels von Anteilen des Investmentfonds), die Anteile eines Anteilnehmers auf dessen Verlangen hin zurückzunehmen, d. h. OGAW müssen Rücknahmen mindestens zweimal pro Monat zulassen, auch wenn viele OGAW Rücknahmen auf täglicher oder wöchentlicher Basis zulassen. In Bezug auf Hebelfinanzierungen haben OGAW aufsichtsrechtliche Beschränkungen für Hebelfinanzierungen einzuhalten. OGAW dürfen eine finanzielle Hebelwirkung nur über unbesicherte Barkredite mit einem Hebel gegenüber bis zu 10 % ihrer Vermögenswerte und nur unter der Bedingung einsetzen, dass diese Kreditaufnahme lediglich vorübergehend ist (siehe Kasten 1b). Somit können OGAW, die sowohl Barkredite als auch Wertpapierfinanzierungsgeschäfte oder Derivate einsetzen, eine Hebelwirkung bis höchstens zum 2,1-fachen ihres NAV realisieren.

**AIF sind Investmentfonds, die in Vermögenswerte investieren dürfen, die den in OGAW enthaltenen ähneln, aber nicht derart detaillierten Beschränkungen in Bezug auf Diversifizierung, Liquidität oder Hebelfinanzierung unterliegen.** AIF können auch in Finanzinstrumente investieren, die für OGAW keine zulässigen Vermögenswerte darstellen, beispielsweise private Eigenkapitalbeteiligungen (Private Equity), Risikokapital, Immobilien, physische Waren und Rohstoffe (Commodities) und andere alternative Vermögenswerte. Die Verwalter müssen jedoch Liquiditätsmanagementverfahren einrichten, wenn sie hebelfinanzierte offene oder geschlossene AIF verwalten. Dazu gehört, dass die Anlagestrategie, das Liquiditätsprofil und die Rücknahmegrundsätze des Investmentfonds aufeinander abgestimmt werden und angemessene Limite für das Liquiditätsmanagement und Stresstests festgelegt werden (siehe Kasten 1a). Es wird darauf hingewiesen, dass AIFM, die unterhalb bestimmter Schwellenwerte <sup>(2)</sup> tätig sind, möglicherweise nicht den gleichen Anforderungen unterliegen und in diesem Fall nicht von dem in Richtlinie 2011/61/EU vorgesehenen Pass für den Vertrieb in anderen Ländern der Union profitieren können. In Bezug auf die Hebelfinanzierung müssen AIF keine aufsichtsrechtlichen Beschränkungen für Hebelfinanzierungen einhalten. AIF sind lediglich verpflichtet, Bericht über den Einsatz von Hebelfinanzierungen zu erstatten (siehe Kasten 1b).

### Kasten 1a: Der aktuelle Regulierungsrahmen für die Liquidität von Investmentfonds

#### Richtlinie 2009/65/EG — OGAW

**Handelsfrequenz:** OGAW müssen Einrichtungen zur Verfügung stellen, über die der Rückkauf bzw. die Rücknahme von Anteilen auf Verlangen der Fondsanleger möglich ist. Das heißt, dass OGAW Rücknahmeanträge mindestens zweimal im Monat <sup>(3)</sup> zulassen müssen, wenngleich viele OGAW eine tägliche oder wöchentliche Rücknahme zulassen <sup>(4)</sup>.

**Handelsvorgaben:** Richtlinie 2009/65/EG enthält keine Handelsvorgaben für OGAW. In der Praxis wird der Annahmeschluss für den Eingang von Anträgen auf einen Zeitpunkt vor dem Bewertungszeitpunkt festgelegt, der Stunden oder Tage später liegen kann. Darüber hinaus leisten OGAW die Zahlung von Rücknahmebeträgen gemäß den in der Fondsdokumentation angegebenen Abrechnungsverfahren, die eine Zeitspanne von drei bis fünf Tagen ab dem Bewertungszeitpunkt vorsehen können <sup>(5)</sup>. Im Einklang mit diesen Handelsvorgaben liegt zwischen dem Annahmeschluss für den Eingang von Anträgen und dem Ablauf der Frist für die Auszahlung von Rücknahmebeträgen ein Zeitfenster. Erforderlichenfalls hat die Verwaltungsgesellschaft des OGAW dadurch Zeit, Anlagen zu veräußern und sich Bargeld zur Auszahlung der Rücknahmebeträge zu beschaffen.

<sup>(1)</sup> 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 gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Erläuterung gewisser Definitionen (ABl. L 79 vom 20.3.2007, S. 11).

<sup>(2)</sup> AIFM, die AIF mit einem Gesamtvermögen von a) unter 100 Mio. EUR verwalten oder b) unter 500 Mio. EUR verwalten, sofern die AIF nicht hebelfinanziert sind und für einen Zeitraum von fünf Jahren nach der ersten Anlage in jeden dieser AIF keine Rücknahmerechte bestehen.

<sup>(3)</sup> NCAs können einem OGAW gestatten, das Intervall auf einmal monatlich zu reduzieren, „sofern sich dies nicht nachteilig auf die Interessen der Anteilnehmer auswirkt“. Diese Möglichkeit wurde jedoch nicht von allen Mitgliedstaaten in nationales Recht umgesetzt.

<sup>(4)</sup> Siehe z. B. Artikel 76 der Richtlinie 2009/65/EG.

<sup>(5)</sup> Geldmarktfonds mit konstantem NAV bieten möglicherweise eine taggleiche Abrechnung.

Zulässige Vermögenswerte: OGAW unterliegen detaillierten Regelungen in Bezug auf die zulässigen Vermögenswerte und sind deshalb verpflichtet, vorwiegend in liquide Vermögenswerte zu investieren. Zu diesen gehören börsennotierte liquide, übertragbare Wertpapiere und Geldmarktinstrumente, börsengehandelte Derivate und Bankeinlagen, die auf Abruf rückzahlbar sind oder Kündigungsrechte beinhalten und in höchstens zwölf Monaten fällig werden<sup>(1)</sup>. Zur weiteren Stärkung der Liquidität werden Kriterien festgelegt, die für die Märkte gelten, an denen zulässige Vermögenswerte notiert oder gehandelt werden müssen<sup>(2)</sup>.

Sorgfaltsprüfung (Due Diligence) im Vorfeld von Anlagen: Bevor eine OGAW-Verwaltungsgesellschaft eine Anlage tätigt, muss sie unter anderem den Beitrag analysieren, den die Anlage zur Portfoliozusammensetzung des OGAW, zu seiner Liquidität und zu seinem Risiko- und Ertragsprofil leistet<sup>(3)</sup>.

Risikomanagement: OGAW-Verwaltungsgesellschaften müssen als Teil ihrer Risikomanagementprozesse ein geeignetes Verfahren zur Steuerung des Liquiditätsrisikos einhalten, um zu gewährleisten, dass jeder von ihnen verwaltete OGAW unter allen vorhersehbaren Umständen, einschließlich unter Stressbedingungen, imstande ist, seiner Verpflichtung zur Rücknahme von Anteilen auf Verlangen eines Anteilinhabers nachzukommen. Gegebenenfalls müssen OGAW-Verwaltungsgesellschaften Stresstests zur Bewertung des Liquiditätsrisikos des OGAW unter außergewöhnlichen Umständen durchführen<sup>(4)</sup>.

Saldierung (Netting) von Zeichnungen und Rücknahmen: Erhält ein OGAW-Fonds Zeichnungs- und Rücknahmeaufträge für denselben Handelstag, führt er die entsprechenden Anteilstransaktionen zusammen und setzt die Einnahmen aus der Zeichnung von Anteilen zur Auszahlung aller oder eines Teils der Rücknahmeanträge ein. Dadurch reduziert sich die Notwendigkeit zur Veräußerung von Anlagen zur Beschaffung von Liquidität für Zahlungen an Anleger, die ihre Anteile zurückgeben, oder entfällt sogar ganz.

#### **Richtlinie 2011/61/EU — AIFMD**

Handelsvorgaben: Wie bei OGAW enthält Richtlinie 2011/61/EU keine Handelsvorgaben für AIF. Ein AIFM entwickelt Handelsvorgaben, die für die von ihm verwalteten AIF angemessen sind und die ihm darüber hinaus ausreichend Zeit für die Veräußerung von Anlagen einräumen, um Liquidität für die Auszahlung von Rücknahmebeträgen zu schaffen.

Risikomanagement: Artikel 15 der Richtlinie 2011/61/EU enthält ähnliche Bestimmungen wie die, die (vorstehend beschrieben) in Richtlinie 2009/65/EG für die Sorgfaltsprüfung (Due Diligence) im Vorfeld von Anlagen festgelegt sind. Der Artikel schreibt vor, dass im Rahmen des Risikomanagements eines AIFM die mit den einzelnen Anlagepositionen des AIF verbundenen Risiken samt ihrer Auswirkungen auf das Gesamtportfolio des AIF laufend — unter anderem auch durch die Nutzung angemessener Stresstests — ordnungsgemäß bewertet, eingeschätzt, gesteuert und überwacht werden. Richtlinie 2011/61/EU sieht ferner vor, dass AIFM zu gewährleisten haben, dass die Anlagestrategie, das Liquiditätsprofil und die Rücknahmegrundsätze eines jeden von ihnen verwalteten AIF schlüssig ineinandergreifen<sup>(5)</sup>. AIFM müssen über angemessene Liquiditätsmanagementsysteme zur Überwachung des Liquiditätsrisikos des AIF verfügen und gewährleisten, dass sich das Liquiditätsprofil der Anlagen des AIF mit seinen zugrunde liegenden Verbindlichkeiten deckt. Darüber hinaus müssen AIFM zur Bewertung und Überwachung des Liquiditätsrisikos der AIF regelmäßige Stresstests sowohl unter normalen als auch außergewöhnlichen Liquiditätsbedingungen durchführen<sup>(6)</sup>. Diese Verpflichtungen werden durch detaillierte Stufe-2-Vorschriften zum Liquiditätsmanagement ergänzt<sup>(7)</sup>.

Saldierung (Netting) von Zeichnungen und Rücknahmen: Wie bei OGAW kann ein AIF Zeichnungs- und Rücknahmeanträge in einem offenen AIF saldieren.

<sup>(1)</sup> Weitere detaillierte Regelungen für zulässige Vermögenswerte gelten für Geldmarktfonds ungeachtet dessen, ob sie als OGAW oder AIF errichtet sind (z. B. in Bezug auf Portfoliovorschriften für täglich oder wöchentlich fällige Vermögenswerte). Siehe Verordnung (EU) Nr. 2017/1131.

<sup>(2)</sup> Die Zulassung zum Handel garantiert jedoch keine Liquidität. Dennoch kann ein OGAW auf eine Zulassung vertrauen, sofern er keine Kenntnis von Umständen hat oder haben müsste, die darauf hindeuten, dass ein bestimmter Vermögenswert nicht liquide ist. In einem solchen Fall muss der OGAW die Liquidität des Wertpapiers bewerten, damit er feststellen kann, ob dessen Aufnahme ins Portfolio die Portfolioliquidität beeinträchtigen würde.

<sup>(3)</sup> Siehe z. B. Artikel 23 Absatz 4 der Richtlinie 2010/43/EU der Kommission vom 1. Juli 2010 zur Durchführung der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf organisatorische Anforderungen, Interessenkonflikte, Wohlverhalten, Risikomanagement und den Inhalt der Vereinbarung zwischen Verwahrstelle und Verwaltungsgesellschaft (ABl. L 176 vom 10.7.2010, S. 42).

<sup>(4)</sup> Siehe z. B. Artikel 40 Absatz 3 der Richtlinie 2010/43/EG.

<sup>(5)</sup> Siehe z. B. Artikel 16 Absatz 2 der Richtlinie 2011/61/EG.

<sup>(6)</sup> Siehe z. B. Artikel 16 Absatz 1 der Richtlinie 2011/61/EG.

<sup>(7)</sup> Siehe z. B. Artikel 46 bis 49 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission vom 19. Dezember 2012 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Ausnahmen, die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, Verwahrstellen, Hebelfinanzierung, Transparenz und Beaufsichtigung (ABl. L 83 vom 22.3.2013, S. 1).

**Kasten 1b: Der aktuelle Regulierungsrahmen für Hebelfinanzierungen von Investmentfonds****Richtlinie 2009/65/EG — OGAW**

Kreditaufnahme: OGAW dürfen im Rahmen der finanziellen Hebelwirkung Kredite in Höhe von nicht mehr als 10 % ihres Vermögens aufnehmen, sofern diese Kredite lediglich vorübergehend aufgenommen werden. Eine derartige Kreditaufnahme ist zulässig, wenn die Zahlungsströme eine vorübergehende Inkongruenz aufweisen, d. h., wenn Rücknahmebeträge ausgezahlt werden müssen, bevor der OGAW Geld aus dem Verkauf von Anlagen erhält.

Einsatz synthetischer Hebelfinanzierung: Was den Einsatz synthetischer Hebelfinanzierungen mithilfe von Derivatpositionen betrifft, so dürfen OGAW synthetische Risiken — ermittelt nach dem Commitment-Ansatz — bis zu einem Betrag in Höhe ihres gesamten NAV eingehen. Somit dürfen OGAW sowohl durch Kreditaufnahme als auch mithilfe von Derivaten Hebelfinanzierungen bis zum 2,1-fachen ihres NAV einsetzen. Gemäß Richtlinie 2009/65/EG können NCAs einem OGAW darüber hinaus gestatten, sein Gesamtrisiko mithilfe eines VaR-Modells oder eines anderen fortgeschrittenen Messansatzes anstelle des Commitment-Ansatzes zu ermitteln. Der Einsatz von Hebelfinanzierungen ist bei diesen Fonds nur indirekt beschränkt, und zwar durch Begrenzung des Marktrisikos dieser Fonds, wie in den Stufe-3-Leitlinien<sup>(1)</sup> des CESR erläutert. Somit darf bei Instituten, die den *absoluten* VaR-Ansatz verwenden, der absolute VaR nicht mehr als 20 % des NAV betragen (über einen Zeitraum von 20 Tagen). Bei Instituten, die den *relativen* VaR-Ansatz verwenden, darf hingegen das Verlustrisiko nicht mehr als doppelt so hoch sein wie das nach einem entsprechenden VaR-Modell für ein vergleichbares, aber nicht hebelfinanziertes Portfolio ermittelte Verlustrisiko. Diese VaR-Ansätze ermöglichen je nach Volatilität der Basiswerte potenziell eine wesentlich höhere Hebelfinanzierung, als nach dem Commitment-Ansatz zulässig wäre. Aus Erhebungen in elf EU-Mitgliedstaaten geht hervor, dass auf OGAW-Fonds, die zur Ermittlung des Gesamtrisikos VaR-Modelle anwenden, zwischen 27 % und 50 % des NAV des gesamten OGAW-Sektors der Europäischen Union entfallen könnten.

**Richtlinie 2011/61/EU — AIFMD**

Kreditaufnahme und Einsatz synthetischer Hebelfinanzierungen: AIF unterliegen keinen aufsichtsrechtlichen Beschränkungen für Hebelfinanzierungen. Diese Fonds sind nach der Richtlinie 2011/61/EU lediglich verpflichtet, ihre Nutzung von Hebelfinanzierung zu melden. Ungeachtet dessen können die zuständigen Behörden gemäß Richtlinie 2011/61/EU den Umfang der Hebelfinanzierung, die ein AIFM einsetzen darf, beschränken oder sonstige Beschränkungen verhängen, „sodass das Ausmaß begrenzt wird, in dem die Nutzung von Hebelfinanzierungen zur Entstehung von Systemrisiken im Finanzsystem oder des Risikos von Marktstörungen beiträgt“. Bislang hat noch keine Behörde davon Gebrauch gemacht. Es wurde auch noch keine EU-weite Rahmen für eine harmonisierte Umsetzung der makroprudenziellen Anforderungen für Hebelfinanzierungen entwickelt.

**II. ESRB-Empfehlung zu Liquiditäts- und Hebelfinanzierungsrisiken von Investmentfonds****II.1 Empfehlung A — Liquiditätsmanagementinstrumente für Rücknahmen****II.1.1 Wirtschaftliche Beweggründe und beabsichtigte Effekte****Empfehlung A(1) — Verfügbarkeit zusätzlicher Liquiditätsmanagementinstrumente**

**Der Regulierungsrahmen für das Liquiditätsmanagement von Investmentfonds in der EU muss erweitert werden.** Die Liquiditätsmanagementvorschriften der Richtlinien 2009/65/EG und 2011/61/EU reichten in der Vergangenheit grundsätzlich aus. Das anhaltende Wachstum des Investmentfondssektors und seine zunehmenden Aktivitäten im Bereich Liquiditätstransformation könnten zu höheren Finanzstabilitätsrisiken führen, denen es entgegenzuwirken gilt.

**Angemessene Liquiditätsmanagementinstrumente könnten Liquiditätsinkongruenzen in OGAW und offenen AIF abfedern und so bei Marktspannungen Finanzstabilitätsrisiken reduzieren.** Liquiditätsinkongruenzen sind besonders für offene Fonds relevant, die ihren Anlegern häufig die Möglichkeit bieten, Anteile zurückzugeben, aber selbst in Vermögenswerte investieren, die sich in bestimmten Fällen nicht ohne erhebliche Auswirkungen auf ihren Marktpreis schnell veräußern lassen. Viele, aber nicht alle offenen Fonds lassen tägliche Rücknahmen zu. Gemäß Richtlinien 2009/65/EG und 2011/61/EU obliegt die Festlegung der Rücknahmehäufigkeit den Fondsmanagern (siehe Kasten 1a). Es gibt eine Reihe von z-LMI, die dazu beitragen können, Liquiditätsrisiken bei offenen Fonds abzufedern, indem sie den First-Mover-Vorteil<sup>(2)</sup> bei Marktspannungen verringern (ex ante) bzw. eine Liquiditätsspirale abschwächen (ex post).

<sup>(1)</sup> Leitlinien des CESR zur Risikomessung und zur Berechnung des Gesamtrisikos und des Kontrahentenausfallrisikos für OGAW (CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS) vom 28. Juli 2010.

<sup>(2)</sup> Eine nähere Erläuterung des Konzepts findet sich in Abschnitt II.1 des Anhangs zur Empfehlung ESRB/2012/1 des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 20. Dezember 2012 zu Geldmarktfonds (ABl. C 146 vom 25.5.2013, S. 1).

**Ex-ante-Instrumente können genutzt werden, um den First-Mover-Vorteil und systemische Risiken zu verringern.** Im Grunde können diese Instrumente sowohl unter normalen als auch unter extrem schwierigen Marktbedingungen eingesetzt werden. Zweck von Ex-ante-Instrumenten wie Swing Pricing und Verwässerungsschutzgebühren ist es, die Kunden fair zu behandeln und zu gewährleisten, dass die verbleibenden Anleger nicht durch die Handlungen der zurückgebenden Anleger benachteiligt werden. Dies soll den Anreiz für Anleger beseitigen, ihre Anteile vor anderen zurückzugeben, um von geringeren Kosten zu profitieren. Gleichwohl werden Anleger, die entschlossen sind, ihre Fondspositionen aufzulösen, dies ungeachtet der damit verbundenen Kosten tun. Diese Instrumente verringern somit lediglich den First-Mover-Vorteil, jedoch nicht notwendigerweise auch den Verkaufsdruck an den Märkten der Basiswerte.

**Ex-post-Instrumente geben Fondsmanagern die Möglichkeit, die Liquidität von Investmentfonds durch Regelung oder Begrenzung der Abflüsse zu steuern.** Diese Instrumente entbinden Fondsmanager normalerweise von ihrer Verpflichtung, bei Rücknahmeanträgen von Anlegern Vermögenswerte sofort (zu Marktpreisen oder darunter) zu verkaufen. Sie dienen somit gewissermaßen als Schutzschalter und können eine Liquiditätsspirale abschwächen. Ex-post-Instrumente werden in der Regel unter extrem schwierigen Marktbedingungen eingesetzt.

**Die Verfügbarkeit und die Umsetzung von z-LMI für Investmentfonds unterscheiden sich je nach Land deutlich.** Zwar gestatten die Richtlinien 2009/65/EG und 2011/61/EU ausdrücklich die Aussetzung der Rücknahme durch den Fondsmanager oder die NCA, sie sehen aber keine weiteren z-LMI vor. Deshalb bestehen von Land zu Land Unterschiede in der Verfügbarkeit von z-LMI und in den für ihre Anwendung vorgeschriebenen Verfahren. Eine von der IOSCO durchgeführte Umfrage<sup>(1)</sup> und auch eine neuere Umfrage der ESMA unter EU-Mitgliedstaaten<sup>(2)</sup> zeigen, dass in einigen Mitgliedstaaten eine Reihe von z-LMI, darunter auch Swing Pricing und Verwässerungsschutzgebühren, zur Verfügung stehen. In den meisten Mitgliedstaaten sind jedoch weniger Instrumente verfügbar.

Die gebräuchlichsten Instrumente in EU-Mitgliedstaaten sind:

- Rückkaufgebühren
- Rücknahmesperren
- Rücknahmen gegen Sachwerte
- „Side Pockets“
- Aussetzung der Rücknahmen

Das einzige Instrument, das in allen teilnehmenden Ländern zur Verfügung steht, ist die Aussetzung von Rücknahmen. Darauf folgt die Rücknahme gegen Sachwerte, die in 17 Mitgliedstaaten eingesetzt werden kann.

**In den meisten Mitgliedstaaten obliegt die Aktivierung von Liquiditätsmanagementinstrumenten allein den Fondsmanagern, während die Aufsichtsbehörden nur eine untergeordnete Rolle in dem Prozess spielen und die Instrumente nicht aktivieren können.** Fondsmanager können die meisten z-LMI ohne Zustimmung der Aufsichtsbehörden aktivieren. Nur drei EU-Mitgliedstaaten schreiben für einige Instrumente diese Zustimmung vor und nur einer für die Aussetzung von Rücknahmen. Allerdings müssen Liquiditätsinstrumente und die Umstände, unter denen sie eingesetzt werden können, normalerweise in den Gründungsdokumenten des Investmentfonds, die in den EU-Mitgliedstaaten genehmigungspflichtig sind, aufgeführt werden. Die Aufsichtsbehörden dürfen solche Instrumente in der Regel nicht aktivieren. Eine Ausnahme bildet generell die Aussetzung von Rücknahmen, die von der Aufsichtsbehörde angeordnet werden kann, wenn dies im öffentlichen Interesse geboten scheint, was gegebenenfalls auch die Finanzstabilität einschließt. In mehreren Ländern sind die NCAs befugt, Rücknahmesperren anzuordnen.

**In einigen Fällen dürfen die Instrumente nur bei bestimmten Arten von Investmentfonds und/oder unter außergewöhnlichen Umständen eingesetzt werden.** Die Einsetzbarkeit von z-LMI unter normalen Umständen ist unterschiedlich geregelt. In einigen Mitgliedstaaten dürfen bestimmte Instrumente unter normalen Umständen eingesetzt werden, in der Regel aber nur dann, wenn in den Gründungsdokumenten auf diese Möglichkeit hingewiesen wurde. In anderen Mitgliedstaaten dürfen bestimmte Instrumente nur unter außergewöhnlichen Umständen eingesetzt werden. In allen Mitgliedstaaten ist die Aussetzung von Rücknahmen nur unter außergewöhnlichen Umständen zulässig.

<sup>(1)</sup> Die IOSCO-Umfrage richtete sich sowohl an EU-Mitgliedstaaten, als auch an Nicht-EU-Mitgliedstaaten. Der Fokus dieses Berichts liegt auf den Antworten von 11 teilnehmenden EU-Mitgliedstaaten. Siehe <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD517.pdf>.

<sup>(2)</sup> Weitere Informationen finden sich in Tabelle A1 in der Anlage.

**Die Orientierungshilfen der Aufsichtsbehörden zur Anwendung von z-LMI sind heterogen und für jedes einzelne Instrument unterschiedlich.** Für die Anwendung der Aussetzung von Rücknahmen ist nicht immer eine Frist festgelegt, und drei Mitgliedstaaten geben überhaupt keine Orientierungshilfe für den Einsatz dieses Instruments. Für die anderen z-LMI bestehen selten formale Definitionen, wenngleich die Mitgliedstaaten in der Regel über allgemeine Kenntnisse über die Instrumente verfügen. In den meisten Fällen gibt es bezüglich der Anwendung dieser Instrumente weder konkrete nationale aufsichtsrechtliche Vorschriften noch Orientierungshilfen seitens der NCAs.

**Der FSB hat Liquiditätsinkongruenzen als eine potenzielle strukturelle Schwäche von offenen Investmentfonds erkannt und vorgeschlagen, die Verfügbarkeit von Liquiditätsmanagementinstrumenten auszuweiten.** Die Verfügbarkeit eines breiten Liquiditätsmanagement-Instrumentariums (ex ante und ex post) in allen Mitgliedstaaten würde es erleichtern, auf angespannte Liquiditätssituationen zu reagieren, und somit die Risiken für die Finanzstabilität verringern. Aus den Antworten von NCAs und Investmentfondsmanagern auf eine Konsultation der Europäischen Kommission <sup>(1)</sup> geht ebenfalls hervor, dass sie eine Ausweitung der Verfügbarkeit von Liquiditätsmanagementinstrumenten begrüßen würden.

**Dass ein stärker harmonisierter Rechtsrahmen erforderlich ist, zeigt sich deutlich in den potenziellen grenzüberschreitenden Auswirkungen.** Da OGAW und AIF häufig grenzüberschreitend investieren und tätig sind, wirken sich Liquiditätsprobleme nicht nur auf diejenigen Länder aus, in denen sie ihren Sitz haben. Ansteckungseffekte könnten somit zu grenzüberschreitenden Liquiditätsspiralen beitragen. Deshalb sollte ein homogenes Liquiditätsmanagement-Instrumentarium unionsweit verfügbar sein, damit Investmentfonds auf einheitliche z-LMI zurückgreifen können, die von den Fondsmanagern beurteilt und gegebenenfalls in die Gründungsdokumente der Investmentfonds aufgenommen werden sollten, um grenzüberschreitende Liquiditätsrisiken abzuschwächen. Alle AIF und OGAW sollten die Befugnis zur Aussetzung von Rücknahmen unter extrem schwierigen Marktbedingungen routinemäßig in ihre Gründungsdokumente aufnehmen.

**Neben der Verbesserung der Verfügbarkeit von Liquiditätsmanagementinstrumenten zielt die Empfehlung darauf ab, die Aktivierung dieser Instrumente zu erleichtern.** Fondsmanager könnten aus Reputationsgründen, Furcht vor Ansteckung oder anderen Gründen zögern, bestimmte Liquiditätsmanagementinstrumente einzusetzen. Die Aktivierung eines Instruments könnte sich durch Übertragungseffekte auf andere vom gleichen Fondsmanager verwaltete Investmentfonds auswirken. In manchen Fällen könnten sogar von anderen Fondsmanagern verwaltete Investmentfonds mit vergleichbarer Portfoliokonzentration betroffen sein. Die Aufnahme von z-LMI in die Gründungsdokumente eines Investmentfonds reicht also möglicherweise nicht aus, um die mit dem Investmentfonds verbundenen Liquiditätsrisiken wirksam zu verringern, wenn der Fondsmanager zögert, die z-LMI in der Praxis anzuwenden. Fondsmanager sollten deshalb die erforderliche operationelle Kapazität und Notfallplanung für die rechtzeitige Aktivierung der z-LMI sicherstellen. Der Prospekt oder die den Anlegern mitgeteilten vorvertraglichen Informationen jedes Investmentfonds sollten daher eine Beschreibung der in den Gründungsdokumenten aufgeführten z-LMI, ihres Zwecks und ihrer Anwendung enthalten. Dies schafft Klarheit und gibt den Anlegern Gelegenheit, sich mit Instrumenten vertraut zu machen, die selten angewandt werden.

**Ziel der Empfehlung ist es, einen konsistenten Ansatz zur Anwendung von Liquiditätsmanagementinstrumenten in den Mitgliedstaaten zu fördern.** Um eine einheitliche Anwendung von z-LMI in den Mitgliedstaaten zu gewährleisten, sollte der Rechtsetzungsvorschlag die ESMA verpflichten, eine grobe Orientierungshilfe zu erarbeiten, die erläutert, wie z-LMI im Liquiditätsmanagementprozess eines Investmentfonds umzusetzen und welche Transparenz- und Meldepflichten festzulegen sind. Um ein besseres Verständnis der Auswirkungen von z-LMI auf die Finanzstabilität zu erlangen, sollte der ESRB in makroprudenziellen Fragen mit der ESMA zusammenarbeiten. Fondsmanager sollten der NCA die Umsetzung und Anwendung von z-LMI melden. Um aufwendige Meldungen bezüglich regelmäßig oder ständig angewandter z-LMI zu vermeiden, könnten die Meldepflichten auf die Anwendung von Instrumenten unter extrem schwierigen Marktbedingungen beschränkt werden.

**Ex-ante-Liquiditätsmanagementinstrumente könnten eingesetzt werden, um die Entstehung und die Auswirkungen systemischer Risiken einzudämmen, wohingegen Ex-post-Liquiditätsmanagementinstrumente unter extrem schwierigen Marktbedingungen aktiviert werden könnten, wenn Investmentfonds mit erheblichen Abflüssen konfrontiert sind.** Beide Arten von Instrumenten würden so dazu beitragen, Finanzstabilitätsrisiken zu begegnen, die sich aus Liquiditätsinkongruenzen bei Investmentfonds ergeben. Deshalb wird empfohlen, dass beide Arten von Instrumenten auf Unionsebene verfügbar sein sollten. Kasten 2 erläutert die verschiedenen Instrumente näher, wenngleich einige der Instrumente nicht immer für alle Arten von offenen Investmentfonds geeignet oder notwendig sind.

<sup>(1)</sup> „Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) — Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments“, siehe [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm).

## Kasten 2: Liquiditätsmanagementinstrumente

### Ex-ante-/Hybrid <sup>(1)</sup>-Liquiditätsmanagementinstrumente <sup>(2)</sup>

**Swing Pricing dient dazu, bestehende Anteilsinhaber von Investmentfonds vor negativen Kurseffekten durch die Handelsaktivitäten anderer Anleger zu schützen.** Swing Pricing kann benutzt werden, um den Kurs von Anteilen an einem Investmentfonds unter Berücksichtigung der aus Anlegeraktivitäten resultierenden Handelskosten des Fonds anzupassen <sup>(3)</sup>. In der Praxis wird der NAV des Investmentfonds bei hohen Abflüssen (Zuflüssen) nach unten (oben) korrigiert, sodass diejenigen Anleger, die Anteile kaufen oder verkaufen, und nicht die bestehenden Anleger die Handelskosten tragen. Wenn sich die Anleger dieser Preisänderungen bewusst sind, dürften sie ihnen einen Anreiz bieten, ihr Rückgabe- und Zeichnungsverhalten so anzupassen, dass sich die Nettozahlungsflüsse des Investmentfonds stabilisieren. Swing Pricing kann entweder auf alle Zeichnungen und Rückgaben von Anlegern angewandt werden (volles Swing Pricing) oder aber nur auf Zeichnungen und Rückgaben über einem bestimmten Schwellenwert (partielles Swing Pricing). Beim partiellen Swing Pricing wird eine Swing-Schwelle festgelegt, und immer, wenn die Nettoabflüsse diesen Schwellenwert überschreiten, wird der NAV des Investmentfonds nach unten korrigiert. Dies gilt auch umgekehrt. Die Schwellenwerte können variabel sein. Der Mechanismus kann also an die Markt- bzw. Liquiditätslage angepasst werden und so das Optimierungsverhalten der Anleger einschränken (d. h., verhindern, dass Anleger den Einsatz des Swing Pricing antizipieren und entsprechend handeln). Beim vollen Swing Pricing wird der NAV kontinuierlich angepasst, je nachdem, ob dem Fonds insgesamt Mittel zu- oder abfließen. Swing Pricing ist ein Instrument, das das Rückgabe- und Zeichnungsverhalten der Anleger wirksam beeinflussen, die Fondsrenditen stabilisieren und die Wahrscheinlichkeit verringern kann, dass Anleger sich First-Mover-Vorteile zunutze machen und es dadurch zu Notverkäufen kommt. Gleichwohl werden Anleger, die entschlossen sind auszusteigen, dies selbst dann tun, wenn ihnen durch „geschwungene“ Preise Kosten entstehen. Da es mehrere NAV geben kann, könnte sich die Anwendung des Swing Pricing als sehr komplex und kostenintensiv und für kleine Investmentfonds nicht praktikabel erweisen.

**Ähnlich funktionieren Verwässerungsschutzgebühren; hier zahlen Anleger, die Investmentfondsanteile zeichnen oder zurückgeben, einen Aufschlag an den Fonds.** Zeichnungen und Rücknahmen können den Wert eines Investmentfonds beeinflussen. Dies gilt insbesondere dann, wenn Fondsanteile nicht einfach zwischen passenden Käufern und Verkäufern übertragen werden, sondern ein Ungleichgewicht zwischen Käufern und Verkäufern den Fondsmanager zwingt, Basiswerte zu kaufen oder zu verkaufen. Dabei fallen Transaktionsgebühren, Steuern und Liquiditätskosten an, die sich auf den NAV des Investmentfonds auswirken und zu Verwässerung führen. Eine Verwässerungsschutzgebühr deckt diese Handelskosten.

**Swing Pricing und Verwässerungsschutzgebühren schrecken von prozyklischem Verhalten ab, doch nur Swing Pricing bietet einen Anreiz für antizyklisches Verhalten.** Im Gegensatz zum Swing Pricing bieten Verwässerungsschutzgebühren keinen Anreiz, antizyklisch zu handeln (also etwa in einer Rücknahmephase zu zeichnen), weil die Anleger dann nicht wie beim Swing Pricing von günstigeren Verkaufs- bzw. Rücknahmepreisen profitieren würden. Dem Investmentfonds entstehen weder durch Verwässerungsschutzgebühren noch durch Swing Pricing zusätzliche Kosten — die Instrumente verändern lediglich die Art und Weise, wie Kosten auf Anleger umgelegt werden.

### Ex-post-Liquiditätsmanagementinstrumente

**Rücknahmesperren (Zurückstellung von Rücknahmen) schieben Rücknahmen vorübergehend auf.** Bei einer Rücknahmesperre handelt es sich um die vorübergehende Aufschiebung des Rechts von Anteilsinhabern, ihre Anteile zurückzugeben. Eine solche Aufschiebung kann vollständig sein (Anleger können ihre Anteile gar nicht zurückgeben) oder partiell (Anleger können nur einen bestimmten Teil ihrer Anteile zurückgeben). Rücknahmesperren können auch so konzipiert sein, dass, wenn die Rücknahmeanträge eine bestimmte Schwelle überschreiten (etwa 10 % des NAV bei Investmentfonds, deren Anteile täglich oder wöchentlich gehandelt werden können), die Fondsverwaltungsgesellschaft

<sup>(1)</sup> Da der NAV auch im Nachhinein angepasst werden kann, können die Instrumente auch als hybrid betrachtet werden, d. h., sie werden ex ante umgesetzt, aber ex post aktiviert.

<sup>(2)</sup> Stresstests sind ein weiteres wichtiges Liquiditätsinstrument. Dabei wird das Liquiditätsmanagement anhand gravierender Stressereignisse überprüft, die Fonds potenziell vor ernsthafte Liquiditätsprobleme stellen können. Da für Stresstests eine separate Empfehlung vorliegt, wird an dieser Stelle nicht näher darauf eingegangen (siehe Empfehlung C).

<sup>(3)</sup> Swing Pricing ist der von Fonds mit einheitlichen Ausgabe- und Rücknahmepreisen (sogenannten Single-Priced-Fonds) verwendete Mechanismus. Fonds mit unterschiedlichen Ausgabe- und Rücknahmepreisen (Dual-Priced-Fonds) verfügen über einen ähnlichen Mechanismus, der es dem Fondsmanager ermöglicht, den Handelskurs so zwischen Geld- und Briefkurs der Anteile festzulegen, dass die Kosten von Fondstransaktionen von den ein- bzw. aussteigenden Anlegern getragen werden.

beschließen kann, alle über diesen Schwellenwert hinaus gestellten Rücknahmeanträge auf den nächsten Handelszeitraum zu übertragen. Unter extrem schwierigen Marktbedingungen verschaffen Rücknahmesperren dem Fondsmanager Zeit und Flexibilität, um auf Rücknahmeanträge von Anlegern reagieren und den geordneten Verkauf von Basiswerten sicherstellen zu können. Dadurch kann sich das Risiko von Notverkäufen verringern.

**Eine Rücknahme gegen Sachwerte entbindet den Fondsmanager davon, bei umfangreichen Rücknahmen Vermögenswerte in großem Umfang abstoßen zu müssen.** Ein Fondsmanager kann einen Rücknahmeantrag ausführen, indem er dem zurückgebenden Anteilsinhaber statt Barmittel Wertpapiere überträgt. Da ein umfangreicher Sofortverkauf von Vermögenswerten erhebliche Auswirkungen auf den Markt haben kann, können Rücknahmen gegen Sachwerte Anleger, die im Investmentfonds verbleiben, vor den hohen Liquidationskosten schützen, die andernfalls entstehen könnten. Dieser Mechanismus kann sich für Rücknahmeanträge von institutionellen Anlegern eignen. Grundsätzlich weniger geeignet ist er hingegen für Rücknahmeanträge von Privatanlegern, weil es unter Umständen nicht praktikabel ist, einzelne Fondsanteile gegen Sachwerte zurückzunehmen, und eine solche Rücknahme auch mit hohen Betriebs- und Reputationskosten verbunden sein kann. Obwohl Anleger in Sachwerten erhaltene Vermögenswerte genauso veräußern können wie Fondsmanager, müssten sie die mit diesen Verkäufen verbundenen Kosten internalisieren, anstatt sie auf alle Anleger des Investmentfonds zu verteilen. Die Auswirkungen auf den Markt (und damit auf die Finanzstabilität) könnten jedoch unabhängig davon, ob die Basiswerte durch den Investmentfonds selbst oder durch die Anleger veräußert wurden, dieselben sein.

**„Side Pockets“ ermöglichen eine Trennung illiquider Anlagen von den übrigen liquiden Anlagen des Investmentfonds.** Dies hat zwei Vorteile. Zum einen können Anleger, die Liquidität benötigen, nach wie vor ihre Anteile im liquiden Teil des Investmentfonds zu womöglich geringen Liquidationskosten einlösen. Zum anderen schützt der Ansatz Anleger, die im Investmentfonds verbleiben wollen, weil der Fondsmanager nicht gezwungen ist, bei einer hohen Zahl von Rücknahmeanträgen Vermögenswerte zu Marktpreisen oder darunter zu verkaufen. Side Pockets eignen sich daher insbesondere dann, wenn die Anlegerinteressen auseinandergehen, d. h., wenn einige Anleger im Fonds investiert bleiben möchten, andere hingegen ihre Anteile zurückgeben wollen. Unter welchen Umständen Side Pockets in der Praxis gebildet werden dürfen, ist in den Mitgliedstaaten unterschiedlich geregelt.

**Kündigungsfristen verschaffen dem Fondsmanager zusätzlichen Spielraum für das Liquiditätsmanagement.** Die Kündigungsfrist ist der Vorankündigungszeitraum, den Anleger gegenüber dem Fondsmanager bei der Rückgabe ihrer Fondsanteile einhalten müssen. Kündigungsfristen werden häufig bereits in den Gründungsdokumenten eines Investmentfonds festgelegt und verschaffen dem Fondsmanager mehr Zeit für die Erfüllung von Rücknahmeanträgen, ohne dass er sofort Vermögenswerte unter Wert verkaufen muss.

**Die Aussetzung von Rücknahmen ist die Ultima Ratio während einer Liquiditätskrise.** Aussetzungen dienen als Schutzschalter und verschaffen dem Fondsmanager in finanziellen Notlagen zusätzliche Zeit, um Vermögenswerte geordnet verkaufen zu können. Anstatt übereilte Entscheidungen treffen und um jeden Preis verkaufen zu müssen, kann sich der Fondsmanager Zeit nehmen, um die optimale Lösung zu finden. Zudem können Fondsmanager und Aufsichtsbehörden diese zusätzliche Zeit nutzen, um die Gründe für die Notlage gegenüber den Anlegern besser zu kommunizieren und so womöglich Panik zu vermeiden. Aussetzungen gelten deshalb gemeinhin als wichtiges Instrument für die Handhabung von umfangreichen Rücknahmen während einer Krise. Sie können jedoch mit hohen Wohlfahrtskosten für die Anleger verbunden sein, weil sie sie daran hindern, ihre Anteile zu Geld zu machen. Außerdem ist zu befürchten, dass versierte Anleger eine Aussetzung von Rücknahmen vorhersehen und versuchen könnten, ihre Anteile vor anderen zurückzugeben (entgegen dem eigentlichen Ziel des Instruments, nämlich First-Mover-Vorteile abzuschwächen), wodurch es unter Umständen sogar erst zu einem Run kommt.

### **Empfehlungen A(2) und A(3) — Weitere Vorschriften zu NCAs und zur Rolle der ESMA in Verbindung mit der von NCAs veranlassten Aussetzung von Rücknahmen mit grenzüberschreitenden Folgen für die Finanzstabilität**

**Die Aussetzung von Rücknahmen ist das einzige in allen Mitgliedstaaten verfügbare Instrument.** Im Grunde liegt die Entscheidung, Rücknahmen auszusetzen, in erster Linie in der Verantwortung und im Ermessen des Fondsmanagers (siehe Kasten 2). Jedoch kann die Aussetzung von Rücknahmen sowohl bei OGAW als auch bei AIF auch durch die NCAs angeordnet werden, wenn dies im Interesse der Anteilsinhaber oder im öffentlichen Interesse geboten scheint.

**Fondsmanager könnten auf eine Aussetzung von Rücknahmen verzichten, wenn sie den Effekt umfangreicher Rücknahmen auf die Stabilität des Finanzsystems nicht internalisieren können.** Ein Run auf einen einzelnen Investmentfonds kann schon ausreichen, um unter Anlegern eine allgemeine Panik auszulösen und umfangreiche Kündigungen bei anderen Fonds nach sich zu ziehen. Infolgedessen können Investmentfonds aufgrund von erheblichen Liquiditätsengpässen gezwungen sein, Vermögenswerte in großem Umfang zu verkaufen. Wenn der betroffene Investmentfonds im Verhältnis zu einem Markt oder Sektor groß ist, kann es zu einem starken Rückgang der Preise für die Anlagewerte kommen, der wiederum zu einer Abwärtsspirale führen kann. Deshalb ist es im Interesse der Finanzstabilität sehr wichtig, Runs und daraus resultierende massenhafte Notverkäufe zu vermeiden.

**Fondsmanager könnten von einer Aussetzung von Rücknahmen Abstand nehmen, weil sie Reputationsrisiken befürchten.** Einer der Haupthinderungsgründe für die Aussetzung von Rücknahmen sind die potenziell negativen Folgen für den Ruf des Fondsmanagers. Da es durchaus passieren kann, dass die Notwendigkeit einer Aussetzung einem schlechten Liquiditätsmanagement des Fondsmanagers zugeschrieben wird, kann ein anhaltender Vertrauensverlust in die Professionalität des Fondsmanagers die Folge sein. Daher können Fondsmanager von einer Aussetzung von Rücknahmen Abstand nehmen, selbst wenn diese im gemeinsamen Interesse aller Anleger des Investmentfonds läge. In anderen Fällen können sich Fondsmanager ebenfalls gegen eine Aussetzung von Rücknahmen entscheiden, wenn eine solche Aussetzung ihrer Ansicht nach nicht im Interesse der Anleger ihres Investmentfonds läge. In derartigen Fällen, in denen Fondsmanager Rücknahmen nicht aussetzen, obwohl dies aus makroprudenzieller Sicht geboten ist, sollten NCAs von ihrer Befugnis Gebrauch machen, die Aussetzung von Rücknahmen anzuordnen.

**Passregelungen in der Union bedeuten, dass den NCAs Aufgaben und Zuständigkeiten für die Anordnung von Aussetzungen zugewiesen werden sollten.** Passregelungen ermöglichen, dass AIFM und OGAW-Verwaltungsgesellschaften Anteile grenzüberschreitend an Anleger innerhalb des EWR vertreiben können. Sie ermöglichen außerdem eine grenzüberschreitende Verwaltungstätigkeit der Verwalter dieser Investmentfonds. Wenn ein Investmentfonds seinen Sitz in einem Mitgliedstaat hat, der AIFM oder die OGAW-Verwaltungsgesellschaft jedoch in einem anderen, so ist unter Umständen nicht klar, welche NCA für die Aussetzung von Rücknahmen zuständig ist oder wann eine Behörde von ihrer Aussetzungsbefugnis Gebrauch machen sollte. Wenn es an einer klaren Zuordnung von Zuständigkeiten mangelt, könnte dies zu unzureichenden oder verspäteten Reaktionen in Phasen angespannter oder sich rasch ändernder Marktbedingungen führen. Gemeinsame Zuständigkeiten und/oder die Zuständigkeit der weniger gut informierten Behörde könnten somit unbeabsichtigte negative Folgen haben. Um dies zu vermeiden, wird der Kommission empfohlen, vorzuschlagen, dass die Aufgaben und Zuständigkeiten der beteiligten NCAs in den einschlägigen EU-Rechtsvorschriften klargestellt werden.

**Bevor die verantwortliche Behörde im Fall grenzüberschreitender Folgen für die Finanzstabilität von ihrer Befugnis Gebrauch macht, die Aussetzung von Rücknahmen anzuordnen, sollte sie andere relevante Behörden, einschließlich der ESMA und des ESRB, unterrichten.** Da Passregelungen gestatten, dass Fonds innerhalb des EWR grenzüberschreitend vertrieben werden, kann sich die Anordnung einer Rücknahmeaussetzung direkt auf Anleger und Märkte auswirken, für die andere Behörden zuständig sind. Die für einen bestimmten Investmentfonds angeordnete Aussetzung der Rücknahme könnte somit Folgen für die Finanzmärkte und das Anlegervertrauen in anderen Ländern haben. Falls die betreffenden Behörden nicht unterrichtet sind, könnten solche Marktreaktionen überraschend kommen und angemessene aufsichtliche Maßnahmen verzögern. Der Kommission wird empfohlen, vorzuschlagen, dass die Pflicht zur vorherigen Unterrichtung der betreffenden Behörden in die einschlägigen EU-Rechtsvorschriften aufgenommen wird, um potenzielle Risiken für die Finanzstabilität abzuschwächen. Diese Verpflichtung sollte jedoch so formuliert sein, dass sie die NCAs im Fall einer Krise nicht daran hindert, unverzüglich zu handeln.

**Die ESMA sollte eine beratende Rolle anstreben und im Fall grenzüberschreitender Folgen für die Finanzstabilität die Ausübung der Befugnisse zur Aussetzung von Rücknahmen seitens der NCAs unterstützen und koordinieren.** Die ESMA sollte unter Berücksichtigung nationaler Besonderheiten eine koordinierende und beratende Funktion übernehmen, um für die NCAs gleiche Bedingungen bei der Ausübung ihrer Befugnisse zur Aussetzung von Rücknahmen mit dem Ziel zu schaffen, die Risiken für die Finanzstabilität abzuschwächen. Diese Koordinierungsfunktion sollte auch mit einer Führungsrolle bezüglich der praktischen Einzelheiten einhergehen, die von den NCAs zu berücksichtigen sind, wenn sie von ihren Befugnissen zur Aussetzung von Rücknahmen Gebrauch machen. Überdies ist der Begriff „öffentliches Interesse“ derzeit nicht einheitlich und präzise definiert. Die ESMA sollte darauf hinwirken, dass die NCAs ein gemeinsames Verständnis dafür entwickeln, inwieweit sich die einschlägigen Bestimmungen der Richtlinien 2009/65/EG und 2011/61/EU auf die Finanzstabilität und die systemischen Risiken beziehen, ohne die Aufsichtsbehörden berechenbar zu machen und Fehlanreize (Moral Hazard) zu schaffen. Diese Maßnahmen werden nicht nur eine Harmonisierung der Aussetzung von Rücknahmen erleichtern, sondern auch dazu beitragen, dass sich die Rücknahmeaussetzung zu einem praktischen Instrument zur Begrenzung von Risiken für die Finanzstabilität entwickelt.

### II.1.2 Unbeabsichtigte Effekte

**Es besteht das Risiko, dass sachkundige institutionelle Anleger die Aktivierung eines bestimmten Instruments vorhersehen könnten.** Dies könnte die Wirksamkeit des betreffenden Instruments schmälern oder neutralisieren, weil die Anleger versuchen würden, noch vor der eigentlichen Aktivierung des Instruments zu handeln. Unter bestimmten Umständen könnte die Erwartung, dass ein Instrument aktiviert wird, sogar zu Runs führen und so eine Liquiditätsspirale auslösen. Deshalb sollte eine Orientierungshilfe jede Art von Automatismus und Normativität vermeiden.

**Liquiditätsmanagementinstrumente können nützlich sein, wenn extrem schwierige Marktbedingungen andauern.** Je nach den vorherrschenden Marktbedingungen zögern Ex-post-Instrumente das Liquiditätsproblem möglicherweise lediglich hinaus, weil die Rücknahmen (etwa bei Rücknahmesperren) nur für begrenzte Zeit aufgeschoben werden. Wenn extrem schwierige Marktbedingungen andauern, beseitigen sie das Problem nicht und können deshalb strukturelle Maßnahmen, etwa zur Bekämpfung übermäßiger Liquiditätsinkongruenzen, nicht ersetzen.

## II.2 Empfehlung B — Zusätzliche Vorschriften zur Reduzierung der Wahrscheinlichkeit übermäßiger Liquiditätsinkongruenzen

### II.2.1 Wirtschaftliche Beweggründe und beabsichtigte Effekte

**Investmentfonds, die Aktiva verwalten, die naturgemäß weniger liquide sind, verursachen nicht notwendigerweise Gefahren für die Finanzstabilität.** Der Zugang zu vielfältigen Anlageformen steigert die Markteffizienz, weil

sich mehr Anlagemöglichkeiten ergeben und die Emittenten der Vermögenswerte besseren Zugang zu Finanzmitteln erhalten. Aus wirtschaftspolitischer Sicht ist es sinnvoll, Investmentfonds Anlagen in weniger aktiv gehandelten Anlageformen wie Private Equity, unbewertete Unternehmensanleihen oder Kredite zu gestatten, weil dies auch zur Diversifizierung der Finanzierungsquellen in der Wirtschaft beiträgt. Dies fällt zusammen mit der steigenden Nachfrage der Anleger nach mehr Anlagemöglichkeiten vor dem Hintergrund eines anhaltenden Niedrigzinsumfelds.

**Risiken für die Finanzstabilität entstehen, wenn ein grobes Missverhältnis zwischen der Liquidität dieser Aktiva und der den Anlegern durch die Rücknahmebestimmungen des Fonds gewährten Liquidität besteht.** Anders als bei Investmentfonds, die in liquide Anlageformen investieren und daher nur im Fall umfangreicher Rücknahmen Einfluss auf die Marktpreise haben, könnte bereits die Verpflichtung zum Verkauf einer geringen Menge an weniger liquiden Aktiva (sofern andernfalls eine Aussetzung des Fonds droht) schnell zu einer erheblichen Verschärfung der Kursrückgänge führen. Besonders problematisch ist es, wenn häufig die Möglichkeit besteht, Anteile zurückzugeben, falls dies Investoren verleitet, die Liquidität der Aktiva ihrer Investmentfonds zu überschätzen. Dies könnte zu Zwangsverkäufen führen, etwa durch Anleger, die Hebelfinanzierungen einsetzen.

**Wenn die Rücknahmegrundsätze eines offenen Investmentfonds strukturell auf das Liquiditätsprofil seiner Vermögenswerte abgestimmt sind, dürften die mit Notverkäufen verbundenen Risiken sinken.** Fondsmanager haben verschiedene Optionen, wenn sie in großem Umfang in weniger liquide Aktiva investieren. Mit Blick auf die Aktivseite können sie beispielsweise Limite für den Anteil weniger liquider Aktiva am Gesamtvermögen festlegen. Dies würde die Rücknahmekapazität des Fondsmanagers selbst unter extrem schwierigen Marktbedingungen steigern. Wenn sichergestellt ist, dass liquide Aktiva in ausreichendem Umfang vorhanden sind, würden sich der First-Mover-Vorteil und das Risiko eines Runs verringern. Zudem würde so übermäßigen Liquiditätsinkongruenzen bei einzelnen Fonds entgegengewirkt und außerdem das Ausmaß kollektiver Verkäufe und das Risiko von Notverkäufen reduziert werden. Schließlich würden sich auch die Wahrscheinlichkeit und die Schwere eines systemischen Ereignisses verringern.

**Wenn ein Investmentfonds besser imstande ist, Anteile unter extrem schwierigen Marktbedingungen zurückzunehmen, sinkt auch die Wahrscheinlichkeit einer Aussetzung von Rücknahmen.** Durch eine Verbesserung der strukturellen Widerstandsfähigkeit von Investmentfonds ließe sich eine übermäßige Abhängigkeit von z-LMI vermeiden, denn in den Medien wurde gelegentlich auf einen potenziell unbeabsichtigten Effekt des Aussetzungsinstruments selbst besonders hingewiesen. <sup>(1)</sup>

**Mit Blick auf die Verbindlichkeiten könnten Fondsmanager Rücknahmegrundsätze aufstellen, die Rücknahmefrequenz des Fonds erhöhen und/oder Kündigungsfristen für Anleger, die Anteile an den Fonds zurückgeben wollen, festlegen.** Bei außergewöhnlich hohen Abflüssen würde die Beschränkung von Rücknahmen dem Fondsmanager mehr Zeit verschaffen, um Vermögenswerte mit dem Ziel zu verkaufen, Rücknahmeanträge zu erfüllen. Sie würde auch dem Markt mehr Zeit geben, eine Lösung für die zugrunde liegenden Probleme zu finden, falls sich diese nicht mit der Zeit von selbst lösen (wie im Fall britischer Immobilienfonds). In einigen Fällen könnten Rücknahmebeschränkungen ein umfassendes behördliches Eingreifen ermöglichen, das dazu beitragen könnte, die unmittelbar zugrunde liegenden Spannungen zu entschärfen. Im Fall von Kündigungsfristen könnten die Anleger ihre eigenen Liquiditätspositionen planen, da ihnen der Kündigungstermin im Voraus bekannt ist. Bei einer Aussetzung von Rücknahmen wäre dies nicht möglich.

**Immobilienfonds sind ein Beispiel für Fonds, bei denen hohe Liquiditätsinkongruenzen auftreten können.** Immobilienfonds investieren in der Regel in weniger liquide Basiswerte und sind im Fall von offenen Strukturen anfällig für erhebliche Liquiditätsinkongruenzen. Aus einer Kombination von Liquiditätsinkongruenzen und dem Einsatz von Hebelfinanzierungen könnten systemische Risiken entstehen. Anleger, die ihre Anteile frühzeitig zurückgeben, können vom First-Mover-Vorteil profitieren und so einen Run auslösen, weil diese Investmentfonds nur wenige liquide Vermögenswerte vorhalten, um Rücknahmeanträgen nachkommen zu können. Aufgrund der Hebelfinanzierung könnten diese Rücknahmeanträge den Fondsmanager zwingen, einen größeren Teil des Portfolios zu veräußern, was sich entsprechend auf die Preise der Vermögenswerte auswirken könnte. Letztendlich könnten diese Investmentfonds Risiken so verstärken, dass sie sich über das restliche Finanzsystem ausbreiten <sup>(2)</sup>. Im Fall britischer Immobilienfonds halfen Rücknahmeaussetzungen, umfangreiche kurzfristige Verkäufe von Gewerbeimmobilien (CRE) nach dem Referendum zur Mitgliedschaft des Vereinigten Königreichs in der Europäischen Union zu vermeiden (siehe Kasten 3). Dennoch besteht, wie die Bank of England betont hat, nach wie vor eine grundlegende Anfälligkeit aufgrund der Liquiditätsinkongruenzen zwischen den Vermögenswerten und Verbindlichkeiten der Investmentfonds. Künftige Schocks des CRE-Marktes könnten Zyklen von Rücknahmen, Rücknahmeaussetzungen und Verkäufen zu reduzierten Preisen auslösen.

<sup>(1)</sup> Beispiele für potenziell unbeabsichtigte Folgen der jüngsten Entwicklungen bei britischen Immobilienfonds finden sich auf folgenden Websites: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brex-it-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds> oder <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>, Stand November 2017.

<sup>(2)</sup> Bank of England, „Financial Stability Report — November 2016“.

### Kasten 3: Immobilienfonds — am Beispiel der britischen Immobilienfonds

**Immobilienfonds der Union weisen andere Merkmale auf.** Immobilienfonds investieren in der Regel in weniger liquide Aktiva wie Grundstücke, Eigentumsrechte und Beteiligungen an Immobiliengesellschaften. In einigen Ländern sind nur geschlossene Immobilienfonds zugelassen, bei denen die Anleger Anteile nur zu im Voraus festgelegten Terminen, normalerweise zum Ende der Laufzeit des Investmentfonds, zurückgeben können. In anderen Ländern verleihen Investmentfondsvorschriften und Angebotsunterlagen von offenen Fonds den Anlegern das Recht, ihre Fondsanteile häufiger zurückzugeben. Dies kann zu einer umfangreichen Liquiditätstransformation führen, vor allem dann, wenn diese Investmentfonds wöchentliche oder tägliche Rücknahmen anbieten.

**Welche Probleme Immobilienfonds mit sich bringen können, zeigte sich im Vereinigten Königreich nach dem EU-Referendum vom 23. Juni 2016.** Zwischen Juli und Dezember 2016 wandten mehrere der 19 im Vereinigten Königreich zugelassenen CIS <sup>(1)</sup>, die in Direktimmobilien investiert sind, spezielle Liquiditätsmaßnahmen der einen oder anderen Form an. Der britische Immobilienmarkt hatte bereits rund acht Monate vor dem Referendum rückläufige Werte und Rücknahmen bei Investmentfonds verzeichnet, und nach dem Ausstiegs-Votum nahmen die Rücknahmeanträge der Anleger noch einmal zu. Rund 15 Investmentfonds, die täglichen Anteilshandel anboten, verzeichneten zusammen Rücknahmen in Höhe von 4,1 % des NAV, einer von ihnen sogar in Höhe von 8 % des NAV. Gleichzeitig nahmen zehn Investmentfonds Anpassungen der Fair-Value-Bewertung in einer Größenordnung zwischen 4 % und 15 % vor.

**Die betroffenen Investmentfonds setzten die Liquiditätsmanagementinstrumente auf unterschiedliche Weise ein.** In der ersten Juliwoche setzten sechs täglich gehandelte Investmentfonds mit einem Volumen von rund 14,6 Mrd. GBP die Rücknahme aus (drei von ihnen hatten auch Anpassungen der Fair-Value-Bewertung vorgenommen). Ein Fonds nahm den Handel wieder auf und wandte eine Verwässerungsschutz-Anpassung an, um dem Preisabschlag Rechnung zu tragen, den er für den schnellen Verkauf einer Reihe von Immobilien hinnehmen musste. Die übrigen Fondsmanager hielten die Aussetzung ihrer Fonds aufrecht, bis nach ihrer Auffassung genügend Klarheit hinsichtlich der Vermögensbewertungen herrschte. Nach den Vorschriften der britischen Financial Conduct Authority (FCA) muss ein Fondsmanager alle 28 Tage überprüfen, ob eine Aussetzung noch gerechtfertigt ist. Eine Höchstdauer der Aussetzung ist jedoch nicht festgelegt.

**Ab Mitte Juli normalisierte sich die Zahl der Rücknahmeanträge langsam wieder. Diejenigen Investmentfonds, die die Rücknahmen ausgesetzt hatten, nahmen den Handel allmählich wieder auf, der letzte von ihnen Mitte Dezember.** Investmentfonds, die monatliche oder vierteljährliche Rücknahmen anboten, verzeichneten entweder keinen außergewöhnlichen Anstieg der Zahl der Rücknahmeanträge oder waren imstande, genügend Barmittel oder andere liquide Aktiva vorzuhalten, um den Anträgen nachzukommen.

**Diese Episode wirkte sich auf einige anteilsgebundene Investmentfonds aus, jedoch kam es nicht zu Ansteckungseffekten bei anderen Anlageformen.** Die Aussetzung des Handels traf einige anteilsgebundene Investmentfonds, die in CIS investiert waren, um in die Anlageform Immobilien anlegen zu können. 59 dieser Investmentfonds mit einem verwalteten Vermögen (AuM) von insgesamt 2 Mrd. GBP waren in CIS investiert, die den Handel ausgesetzt hatten. In einigen Fällen konnten sie ihren außervertraglichen Verpflichtungen — darunter auch Herausgaben oder Übertragungen — nicht mehr in vollem Umfang nachkommen, wenngleich Auszahlungen nach Ablauf der Laufzeit oder im Fall des Todes von versicherten Personen nicht beeinträchtigt waren.

**Die Bank of England wies in ihrem Financial Stability Report vom Juli 2016 <sup>(2)</sup> auf Ansteckungsrisiken hin.** Durch die Art des Marktereignisses verringerte sich jedoch die Gefahr systemweiter Folgen. Bei dem Schock handelte es sich nicht um ein weitreichendes Kreditereignis, sondern primär um ein auf das Vereinigte Königreich beschränktes Ereignis mit Folgen für die Immobilienpreise. Zudem konnten die Auswirkungen der Rücknahmen bei täglich gehandelten Investmentfonds durch den Einsatz der bereits verfügbaren Instrumente gut begrenzt werden. Darüber hinaus war der Wert der betroffenen Investmentfonds relativ niedrig: Auf zugelassene Immobilien-CIS entfielen etwa 2,7 % des AuM aller britischen offenen Investmentfonds (949,7 Mrd. GBP). Alle offenen Investmentfonds halten zusammen Gewerbeimmobilien im Wert von rund 35 Mrd. GBP, d. h. weniger als 10 % des Marktes (683 Mrd. GBP).

<sup>(1)</sup> Diese Fonds sind AIF im Sinne der Richtlinie 2011/61/EU, unterliegen jedoch der Zulassung und Regulierung nach dem Recht des Vereinigten Königreichs.

<sup>(2)</sup> Bank of England, „Financial Stability Report — Juli 2016“.

Ein weiteres Beispiel sind Rentenfonds, die in spekulative oder unbewertete Wertpapiere investieren, was zu erheblichen Liquiditätsinkongruenzen führen kann. Im Dezember 2015 kündigte ein großer, auf hochverzinsliche Anleihen spezialisierter US-amerikanischer Fonds an, sein Portfolio zu veräußern und Rücknahmen auszusetzen. Der Fondsmanager war der Auffassung, dass es aufgrund des allgemeinen Rückgangs der Liquidität in den Anleihemärkten praktisch nicht möglich sei, genügend Barmittel zu beschaffen, um den Rücknahmeanträgen der Anleger nachzukommen, ohne Vermögenswerte zu reduzierten Preisen zu verkaufen und so die verbleibenden Anleger zu benachteiligen. Dies war eine Folge der geringen Liquidität der Werte, in die der Fonds investiert war — Unternehmensanleihen, die mit CCC oder niedriger bewertet waren (sogenannte ausfallgefährdete Wertpapiere oder Distressed Securities) —, und des gleichzeitig niedrigen Bestands an Barmitteln und anderen liquiden Vermögenswerten.

Die meisten Investmentfonds der EU weisen keine größeren Liquiditätsinkongruenzen auf. So gilt etwa die Liquiditätstransformation bei Aktienfonds als begrenzt<sup>(1)</sup>, weil die meisten börsennotierten Aktien selbst unter Stressbedingungen als liquide erachtet werden. Ebenso scheinen Rentenfonds auf einen Kompromiss zwischen Liquiditäts- und Fristentransformation zu setzen<sup>(1)</sup>. Investmentfonds, die auf weniger liquide Unternehmensanleihen fokussiert sind, investieren in der Regel in Wertpapiere mit unterdurchschnittlichen Laufzeiten, während Investmentfonds, die in liquideren Staatsanleihen investiert sind, eher zu Anlagen in längerfristige Vermögenswerte neigen. Ein Investmentfonds, der in liquide Vermögenswerte mit langer Laufzeit investiert, ist grundsätzlich imstande, diese jederzeit zu veräußern, während ein in weniger liquide Vermögenswerte mit kurzer Laufzeit investierter Fonds in der Lage sein dürfte, sein Portfolio häufig zu verlängern und so seine Liquiditätstransformation zu begrenzen<sup>(2)</sup>.

Andererseits weisen offene AIF, die in naturgemäß weniger liquide Aktiva investieren, die größten Fristenkongruenzen auf. Im Einzelnen sind 5 % der Investmentfonds in Europa Immobilienfonds (658 Mrd. EUR) — die meisten davon offene Fonds, die anfällig für Liquiditätsinkongruenzen sind, wie der Shadow Banking Monitor des ESRB zeigt (Tabellen 1 und 2). Die Bedeutung des Immobilienfondssektors ist in den vergangenen Jahren gestiegen. So wuchs das AuM innerhalb von zwei Jahren (bis zum vierten Quartal 2016) um 34 %, verglichen mit 19 % im übrigen Fondssektor. Der Shadow Banking Monitor des ESRB zeigt auch, dass Hedgefonds (436 Mrd. EUR) je nach Strategie Liquiditätstransformation betreiben. Im Vergleich dazu sind Kreditfonds noch ein neuer Sektor (26 Mrd. EUR).

Tabelle 1

## Liquiditätstransformation durch Investmentfonds

Fondstyp	Rentenfonds	Hedgefonds	Immobilienfonds	Börsengehandelte Fonds	Private-Equity-Fonds
	●	●	●	●	○

Farbkodierung: ● = stark; ● = mittelstark; ● = gering; ○ = unwahrscheinlich oder unbedeutend

Tabelle 2

## Vermögen von Investmentfonds im Euroraum (Bio EUR)

	Dez. 14	Juni 15	Dez. 15	Juni 16	Dez. 16	März 17	Apr. 17
<b>Rentenfonds</b>	3,06	3,31	3,19	3,32	3,36	3,51	3,54
<b>Aktienfonds</b>	2,55	2,89	2,82	2,70	2,95	3,15	3,17
<b>Hedgefonds</b>	0,42	0,48	0,47	0,49	0,42	0,43	0,44
<b>Gemischte Fonds</b>	2,24	2,57	2,64	2,71	2,81	2,93	2,97

<sup>(1)</sup> Siehe ESRB, „EU Shadow Banking Monitor“, Nr. 2, 2017.

<sup>(2)</sup> Siehe ESRB, „EU Shadow Banking Monitor“, Nr. 1, 2016.

	Dez. 14	Juni 15	Dez. 15	Juni 16	Dez. 16	März 17	Apr. 17
<b>Immobilienfonds</b>	0,48	0,50	0,57	0,61	0,64	0,66	0,66
<b>Insgesamt</b>	9,30	10,37	10,38	10,62	11,12	11,64	11,77

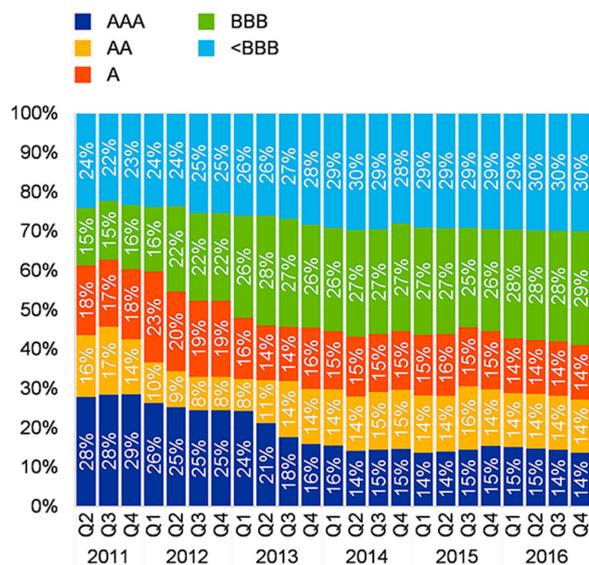
In den letzten Jahren war zu beobachten, dass einige EU-Rentenfonds, darunter auch OGAW, ihre Portfolios umschichteten, und zwar von höher zu niedriger bewerteten Anleihen, woraus längere Laufzeiten und höhere Kreditrisiken resultierten. So entfallen 19 % des Vermögens von Rentenfonds auf hochverzinsliche Investmentfonds, und je nach den oben erwähnten strukturellen und zyklischen Einflussfaktoren der Marktliquidität ist nicht auszuschließen, dass Investmentfonds letzten Endes zumindest zeitweise Liquiditätsinkongruenzen ausgesetzt sind. Da jedoch auf Unionsebene keine harmonisierten Daten vorliegen, lässt sich kaum ermitteln, wie schwerwiegend dieses Problem tatsächlich ist und welchen Anteil OGAW an Finanzstabilitätsrisiken haben (siehe Kasten 4).

#### Kasten 4: Potenzielle Liquiditätsinkongruenzen bei OGAW

Die Richtlinie 2007/16/EG sieht vor, dass OGAW vorwiegend in liquide Anlageformen investieren. Allerdings könnte die Liquidität einiger infrage kommender Vermögenswerte unter extrem schwierigen Marktbedingungen sinken, was zu vorübergehenden Liquiditätsinkongruenzen führen könnte. Besonders gefährdet sind hochverzinsliche Rentenfonds. Als Reaktion darauf hat die IOSCO kürzlich eine Konsultation eingeleitet, die sich damit befasst, ob Fonds einschließlich OGAW über zusätzliche Liquiditätsmanagementmechanismen verfügen sollten <sup>(1)</sup>.

#### Rentenfonds der Union: durchschnittliches Rating der Anlagebestände von Fonds

(prozentualer Anteil am Gesamtvermögen; letzter Beobachtungswert: 4. Quartal 2016)



Quellen: Thomson Reuters Lipper, ESMA und Standard & Poor's.

Seit 2009 ist zu beobachten, dass einige EU-Rentenfonds ihre Portfolios von höher in niedriger bewertete Anleihen umschichten und gleichzeitig die Duration ihrer Portfolios erhöhen. Wenngleich sich diese Verschiebung des Anlageverhaltens in den letzten Jahren etwas verlangsamt hat, bedeutet sie nach wie vor, dass diese Fonds jetzt anfälliger für Änderungen der Anleiherenditen sind. Weniger liquide Portfolios und geringere Barmittelbestände könnten es Rentenfonds erschweren, ihre Portfolios bei umfangreichen Rücknahmeanträgen ohne Übertragungseffekte auf die Anleihemärkte umzuschichten.

Trotz der Hinweise auf eine erhöhte Risikoübernahme vor dem Hintergrund einer gesunkenen Liquidität in den Anleihemärkten <sup>(2)</sup> lassen sich die Risiken für die Finanzstabilität mangels detaillierter Informationen über die Aktiva (z. B. Liquidität) und Passiva von OGAW nicht umfassend bewerten. Um beurteilen zu können, wie schwerwiegend dieses Risiko ist, müssten die in Empfehlung D vorgesehenen Berichtspflichten für OGAW-Verwaltungsgesellschaften bestehen. Damit einher gehen die Erhebung und der Austausch von granularen und harmonisierten Daten. Sollte sich jedoch durch Analysen erweisen, dass Teile des OGAW-Fondssektors erheblichen Liquiditätsinkongruenzen ausgesetzt sind, so müssten womöglich einige spezifische OGAW-Produkte in Empfehlung B einbezogen werden.

<sup>(1)</sup> „IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management — Good Practices and Issues for Consideration“, Konsultationsbericht, Juli 2017.

<sup>(2)</sup> „Shifting tides — market liquidity and market-making in fixed income instruments“ (Im Wechsel der Gezeiten: Marktliquidität und Marktgeschäft bei Festzinsinstrumenten), BIZ, 2015.

**Laut FSB-Empfehlung<sup>(1)</sup> sollten die Vermögenswerte und Anlagestrategien von Investmentfonds im Einklang stehen mit den für die Rücknahme von Investmentfondsanteilen geltenden Bedingungen**, und war zum Zeitpunkt der Auflegung des Investmentfonds sowie auch fortlaufend während seiner Dauer (im Fall von neuen und bestehenden Investmentfonds). Hierbei sollten die voraussichtliche Liquidität der Aktiva und das Anlegerverhalten sowohl in einem normalen als auch in einem extrem schwierigen Marktumfeld berücksichtigt werden.

**Zusätzliche Vorschriften in diesem Bereich sollten auch im Einklang stehen mit dem bestehenden Regelwerk der Richtlinie 2011/61/EU**, das den Gleichklang von Anlagestrategie, Liquiditätsprofil und Rücknahmegrundsätzen des Investmentfonds bereits vorschreibt und angemessene Liquiditätsmanagement-Limite und Stresstests festlegt. Nach den aktuellen Regulierungsvorschriften sollten AIFM gegenüber ihrer NCA vor allem nachweisen können, dass sie über geeignete Liquiditätsmanagementsysteme und wirksame Verfahren verfügen. An den jüngsten Entwicklungen konnte der ESRB beobachten, dass einige AIF immer noch in hohem Maße Liquiditätstransformation betreiben<sup>(2)</sup>. Daher könnte es zur Erreichung der Ziele der Richtlinie 2011/61/EU beitragen, wenn dieser Nachweis für Investmentfonds, die in weniger liquide Vermögenswerte investieren, zwingend vorgeschrieben würde, da hierdurch eine kohärentere Umsetzung der Richtlinie sichergestellt werden könnte. Außerdem würde dies im Hinblick auf Investmentfonds, die in weniger liquide Vermögenswerte investieren, den Einsatz spezifischer Maßnahmen fördern, wie beispielsweise die Verwendung interner Limite für weniger liquide Vermögenswerte.

**Eine signifikante Liquiditätstransformation sollte vermieden werden.** Einige Mitgliedstaaten haben die besagten Systeme bereits in ihren nationalen Rechtsrahmen übernommen und so ein Umfeld geschaffen, in dem AIF Vermögenswerte verwalten können, die als weniger liquide gelten, wie Immobilien oder Kredite. In ihrer Stellungnahme gegenüber dem Europäischen Parlament, dem Rat und der Kommission<sup>(3)</sup> vertrat die ESMA die Auffassung, dass in der Kreditvergabe tätige AIFs als geschlossene Vehikel zu errichten seien, deren Anteile nicht regelmäßig zurückgegeben werden können. Andere Länder sind die Risiken von Notverkäufen infolge massiver Rücknahmeanträge durch strukturelle Maßnahmen angegangen. Beispielsweise ist in Fällen, in denen ein nicht unwesentlicher Teil des Portfolios illiquide ist, die geschlossene Form vorgeschrieben. Grund hierfür ist der intrinsische Charakter der von CIS gehaltenen Positionen. Der Fondsmanager sollte Anlegern während der Dauer des AIF nur unter bestimmten Voraussetzungen die Möglichkeit einräumen, Rückzahlungen zu verlangen. Hierfür sollten feste Zeitabstände vorgesehen werden, z. B. wie in Verordnung (EU) 2015/760 des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>(4)</sup> geregelt.

**In dieser Empfehlung wird angeregt, dass die ESMA eine Liste der naturgemäß weniger liquiden Vermögenswerte erstellt.** Die Rechtsvorschriften enthalten bisher noch keine Definition der Begriffe „liquide“ oder „weniger liquide“ Vermögenswerte (siehe Kasten 5). Ziel ist es auch nicht, eine solche Definition vorzuschlagen — vielmehr soll ein kohärenter Ansatz für die Umsetzung der vorstehend genannten Vorschriften der Richtlinie 2011/61/EU gefördert werden. Der Begriff „weniger liquide“ beinhaltet bereits den Umstand, dass Vermögenswerte selten — oder niemals vollständig — illiquide sind.

**Angesichts der Notwendigkeit sektorübergreifender Kohärenz sollte sich die ESMA bei der Erstellung der Liste mit der EBA und dem Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Versicherungswesen (EIOPA) beraten.** Die Kennzeichnung von Vermögenswerten als liquide oder weniger liquide durch eine Aufsichtsbehörde sendet ein Signal an die Marktteilnehmer. Unabhängig davon, wer den Vermögenswert verkauft (regulierte oder unregulierte Marktteilnehmer, Banken oder Nichtbanken), ist die Käufergruppe unter extrem schwierigen Marktbedingungen grundsätzlich die gleiche. Daher ist die Einheitlichkeit der aufsichtlichen Ansätze wünschenswert<sup>(5)</sup>.

**Die Liste der naturgemäß weniger liquiden Vermögenswerte sollte Vermögenswerte angeben, die unter extrem schwierigen Marktbedingungen nicht einfach und schnell und mit nur geringem Wertverlust in Geld umgewandelt werden können.** Bei der Analyse der Liquidität von Vermögenswerten sollte unter anderem berücksichtigt werden, wie viel Zeit benötigt wird, um diese Vermögenswerte unter extrem schwierigen Marktbedingungen ohne hohe Abschläge zu liquidieren. Bei der Erstellung dieser Liste sollte die ESMA vor allem Immobilien, nicht börsennotierte Wertpapiere (einschließlich privater Beteiligungen), Kredite und andere alternative Vermögenswerte berücksichtigen. Die Liste sollte keine Vermögenswerte enthalten, die unter normalen Marktbedingungen ohne hohe Abschläge verkauft werden können, da diese Empfehlung auf die Behebung struktureller Probleme gerichtet ist, die durch weniger liquide Vermögenswerte verursacht werden.

<sup>(1)</sup> FSB, „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities“, Januar 2017.

<sup>(2)</sup> ESRB, „EU Shadow Banking Monitor“, Nr. 2, 2017.

<sup>(3)</sup> ESMA, „Key principles for a European framework on loan origination by funds“, April 2016.

<sup>(4)</sup> Verordnung (EU) Nr. 2015/760 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 29. April 2015 über europäische langfristige Investmentfonds (ABl. L 123 vom 30.6.2017, S. 98).

<sup>(5)</sup> Die Notwendigkeit der Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden in diesen Angelegenheiten gilt als weithin anerkannt (z. B. Artikel 46 Absatz 3 und Artikel 11 Absatz 15 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (ABl. L 201 vom 27.7.2012, S. 1), worin Risikominderungstechniken für OTC-Derivatekontrakte behandelt werden, die nicht von einem Clearinghaus mit zentraler Gegenpartei geclart werden.

**Bietet ein Investmentfonds ein Engagement in weniger liquiden Vermögenswerten, kann der Fondsmanager möglicherweise auf Vorkehrungen zur Beseitigung des Liquiditätsrisikos zurückgreifen** <sup>(1)</sup>. In diesem Fall müssten die Manager den jeweiligen NCAs sowohl bei Auflegung des Investmentfonds als auch während seiner Dauer kontinuierlich nachweisen (d. h. während des Zulassungsverfahrens und nach der Zulassung im Fall von Investmentfonds, die eine Zulassung benötigen), dass sie ihre Anlagestrategie unter allen vorhersehbaren Marktbedingungen befolgen können. Die Fondsmanager können die Übereinstimmung der Anlagestrategie und des Rücknahmeprofils des Investmentfonds sowohl während der Entwicklungsphase als auch danach kontinuierlich über unterschiedliche Wege sicherstellen und dabei allen für den Investmentfonds anwendbaren Vorschriften nachkommen und ihre Anlagepolitik befolgen <sup>(1)</sup>. Hierzu zählen:

- die Art des Vehikels (z. B. geschlossener Investmentfonds, ELTIF);
- Rücknahmebestimmungen;
- Anlagepolitik (darunter auch interne Limite für auf der Liste aufgeführte Vermögenswerte), Puffer an liquiden Vermögenswerten, Diversifikation (Risikopositionen oder Gegenparteien) und Größenbegrenzungen für den Investmentfonds im Verhältnis zum Markt der zugrunde liegenden Werte;
- Einführung von z-LMI;
- Verfahren zur Liquiditätsrisikosteuerung, darunter beispielsweise die Festlegung maßgeblicher Grenzwerte, die Einteilung von Vermögenswerten in Liquiditätsbänder, die Überwachung der Konzentration von Anlegern und die erwarteten Rücknahmemuster.

Vor allem sollte den NCAs bei Auflegung der jeweiligen Investmentfonds die Verwendung interner Limite mitgeteilt werden. Danach sollte bei jeder Änderung dieser Limite und auf Anfrage der Aufsichtsbehörden eine Mitteilung erfolgen. Die Bekanntgabe gegenüber Anlegern sollte ebenfalls auf der Grundlage der von der ESMA zu entwickelnden Orientierungshilfe erfolgen.

**Vereinzelt könnte der Nachweis der Fähigkeit zur Befolgung der Anlagestrategien der Investmentfonds für die Verwalter kleiner Fonds einen unverhältnismäßig großen Aufwand darstellen.** Daher sollten NCAs über einen gewissen Ermessensspielraum bei der Entwicklung eines Mechanismus verfügen, mit dem AIFM ihre Fähigkeit zur Befolgung der Anlagestrategien der Investmentfonds darlegen können. Die NCA-Beurteilung könnte beispielsweise die Ergebnisse von Stresstests einbeziehen.

**Die Rechtsvorschriften der Union enthalten keine einheitliche Definition der Markt-„Liquidität“, die bei der Erstellung der Liste weniger liquider Vermögenswerte zugrunde gelegt werden könnte.** Jeder Rechtsakt verfolgt einen anderen, zweckorientierten Ansatz beim Thema Liquidität (siehe Kasten 5). Das FCA-Konsultationspapier zu illiquiden Vermögenswerten und offenen Investmentfonds <sup>(2)</sup> veranschaulicht die auf nationaler Ebene verfolgten Ansätze und nennt einige Merkmale, die allen illiquiden Vermögenswerten gemein sind:

- sie werden nicht an einem organisierten Markt gehandelt;
- es kann erhebliche Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage geben;
- wahrscheinlich dauert es einige Zeit, bis Käufer und Verkäufer den Preis und die anderen Bedingungen der Transaktion ausgehandelt haben;
- die Bewertung der Vermögenswerte ist komplex;
- physische Vermögenswerte werden üblicherweise in ihrer Gesamtheit ge- und verkauft;
- aufgrund dieser Faktoren und weiterer möglicher Komplikationen — wie Beschränkungen des freien Eigentumsübergangs — zieht sich der Abschluss von Transaktionen häufig lange hin.

#### **Kasten 5: Liquidität in den EU-Rechtsvorschriften**

**Gemäß Richtlinie 2007/16/EU müssen OGAW im Hinblick auf infrage kommende Vermögenswerte vorwiegend in liquide Vermögenswerte investieren. Die Richtlinie enthält spezifische Vorschriften dazu, ob Wertpapiere, Geldmarktinstrumente und Derivate infrage kommen.** Grundsätzlich sind Wertpapiere und Geldmarktinstrumente als liquide anzusehen, wenn sie an einem regulierten Markt notiert oder gehandelt werden. Weniger liquide Vermögenswerte werden nicht ausdrücklich definiert, gelten jedoch gemäß Richtlinie 2009/65/EG als nicht infrage kommende Anlagen. Dies gilt vor allem für physische Waren und Immobilienvermögen.

<sup>(1)</sup> „IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management — Good Practices and Issues for Consideration“, Konsultationsbericht, Juli 2017.

<sup>(2)</sup> FCA, „Illiquid assets and open-ended investment funds“ Diskussionspapier (DP 17/1), Februar 2017.

Das Konzept der Liquidität wird in diversen anderen EU-Rechtsakten thematisiert, die nachstehend aufgeführt sind.

- Verordnung (EU) Nr. 909/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates <sup>(1)</sup> sieht vor, dass ein Zentralverwahrer Anlagen in Geld oder hochliquiden Finanzinstrumenten mit minimalem Markt- und Kreditrisiko tätigen muss. Dennoch enthält Verordnung (EU) Nr. 909/2014 keine ausdrückliche Definition des Begriffs „Liquidität“. Vielmehr enthält sie die Empfehlung, dass die ESMA, die EBA und der ESZB Entwürfe technischer Regulierungsstandards entwickeln sollten, aus denen hervorgeht, welche Finanzinstrumente als hochliquide angesehen werden können.
- Verordnung (EU) 2017/1131 des Europäischen Parlaments und des Rates <sup>(2)</sup> über Geldmarktfonds legt Liquiditätsschwellen fest, ab denen Vermögenswerte als mit täglicher oder wöchentlicher Liquidität verbunden eingestuft werden können — jedoch ohne Liquidität explizit zu definieren. Verordnung (EU) 2017/1131 liegt die Begründung zugrunde, dass eher sichergestellt ist, dass Anleger ihr Geld zurückerhalten, wenn die Vermögenswerte kurze Laufzeiten haben.
- Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates <sup>(3)</sup> behandelt die Methode, die für die Berechnung von Liquidität von Nichteigenkapitalinstrumenten wie Anleihen verwendet wird. Die ESMA hält zwei alternative Methoden zur Berechnung der Liquidität für möglich: den instrumentenbasierten Ansatz (instrument-by-instrument approach — IBIA) und den Ansatz auf Basis von Kategorien von Finanzinstrumenten (categories of financial instruments — COFIA). Letztendlich hat sich die ESMA in ihrem RTS für den IBIA zur Berechnung der Liquidität von Anleihen entschieden.
- Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates <sup>(4)</sup> definiert liquide Aktiva in Verbindung mit Liquiditätspuffern von Kreditinstituten als die einzigen frei übertragbaren Vermögenswerte, die in privaten Märkten schnell und ohne wesentlichen Wertverlust zu Bargeld gemacht werden können. Diese Verordnung unterscheidet zwischen Aktiva von äußerst hoher Liquidität (Aktiva der Stufe 1) und Aktiva von hoher Liquidität und Kreditqualität (Aktiva der Stufe 2). Zu Aktiva der Stufe 1 gehören Barmittel, Zentralbankeinlagen, Anleihen, die von Mitgliedstaaten der EU ausgegeben wurden oder staatlich garantiert sind, sowie gedeckte Schuldverschreibungen, die bestimmte Bedingungen erfüllen. Zu Aktiva der Stufe 2 gehören Staatsanleihen eines Drittlandes und von öffentlich-rechtlichen Einrichtungen ausgegebene Anleihen sowie gedeckte Anleihen und Unternehmensanleihen je nach ihrer Kreditqualität. Ferner gehören erstklassige Verbriefungen und Aktien dazu, die in einem wichtigen Aktienindex vertreten sind.

**Der von der SEC in den USA verfolgte Ansatz könnte sich als geeignete Grundlage für die Entwicklung einer Methode zur Beurteilung der Liquidität und Erstellung einer Liste weniger liquider Vermögenswerte erweisen.**

Der SEC-Ansatz definiert die „Illiquidität“ von Bestandspositionen nicht als absoluten Wert, sondern unter Berücksichtigung der Positionsgröße (z. B. die Bestandspositionen des Investmentfonds). Siehe nachstehenden Kasten 6.

**Kasten 6: SEC-Scorewert für die Gesamtliquidität**

Die SEC hat vor kurzem eine Entscheidung <sup>(5)</sup> in der Liquiditätsfrage getroffen und die für offene Investmentfonds geltenden Offenlegungspflichten für Liquiditätsrisiken geändert. Mit der Entscheidung wird ein neues Liquiditätsklassifikationssystem eingeführt, bei dem sich die Liquidität einer Anlage nach der Anzahl der Tage bestimmt, die benötigt werden, um eine Anlage ohne erhebliche Änderung ihres Marktwertes in Bargeld umzuwandeln. Genauer gesagt schlägt die SEC vor, dass die Einstufung einer Anlage als illiquide ein Zeichen dafür ist, dass der Investmentfonds nicht billigerweise davon ausgehen kann, dass er die Anlage innerhalb von sieben Kalendertagen ohne erhebliche Auswirkungen auf ihren Marktwert verkaufen kann. Ferner verlangt die SEC von einem Investmentfonds, dass er die Größe seiner Position sowie auch die Tiefe des Marktes, in dem die Anlage gehandelt wird, bei der Bestimmung der Liquidität oder Illiquidität einer Anlage berücksichtigt.

Nach der SEC-Entscheidung müssen Fondsmanager ihr Liquiditätsrisiko mindestens jährlich anhand unterschiedlicher Faktoren bewerten und überprüfen: Strategie, Cashflows, Kassenbestände und ETF-Erwägungen. Der Grund für dieses Überprüfungsverfahren liegt in den Bedenken der SEC, dass eine Liquiditätsbeurteilung mit Hilfe einer Standard-Lösung kein wahres Bild dessen reflektieren würde, inwieweit der Fonds sein Portfolio im Fall von Rücknahmeanträgen vollständig (oder teilweise) verkaufen kann, ohne den Markt zu beeinträchtigen.

<sup>(1)</sup> Verordnung (EU) Nr. 909/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer sowie zur Änderung der Richtlinien 98/26/EG und 2014/65/EU und der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 (ABl. L 257 vom 28.8.2014, S. 1).

<sup>(2)</sup> Verordnung (EU) Nr. 2017/1131 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über Geldmarktfonds (ABl. L 169 vom 30.6.2017, S. 8).

<sup>(3)</sup> Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 349).

<sup>(4)</sup> Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 (ABl. L 176 vom 27.6.2013, S. 1).

<sup>(5)</sup> <https://www.sec.gov/rules/final/2016/33-10233.pdf>

Ferner verlangt die SEC, dass ein Fonds bei der Einstufung der Liquidität seiner Portfolioanlagen „markt-, handels- und anlagespezifische Erwägungen“ berücksichtigen muss, ohne hierzu jedoch ins Detail zu gehen.

Bei bestimmten festverzinslichen Wertpapieren ist die Handelsfrequenz beispielsweise tendenziell gering. Dies muss jedoch nicht zwingend ein Hinweis für die Illiquidität eines Wertpapiers sein. Ein Investmentfonds ist möglicherweise immer noch in der Lage, einen ausreichend schnellen Verkauf durchzuführen. Zuverlässigere Schätzungen liefert die Auswertung der von der SEC vorgeschlagenen Parameter<sup>(1)</sup>. Derartige Gesamt-Scorewerte für die Liquidität könnten Faktoren berücksichtigen, die auf den nachstehend genannten wertpapierspezifischen Asset-, Markt- und Portfolio-Eigenschaften basieren.

- Asset-Faktoren richten sich nach der Struktur eines Vermögenswerts. Es ist davon auszugehen, dass ein Wertpapier umso illiquider ist, je schwieriger es bewertet werden kann und je weniger es den gängigen Standards entspricht. Darüber hinaus können bei festverzinslichen Produkten bestimmte Merkmale wie Laufzeit, Bewertung und Emissionsdatum Einfluss auf die Liquidität haben.
- Markt-Faktoren stehen in Zusammenhang mit der Emission und dem Sekundärmarkt eines Vermögenswerts. Die Grundregel lautet, dass die Illiquidität eines Wertpapiers mit der Zahl der Märkte, an denen es gehandelt wird, abnimmt. Zu den Marktqualität-bestimmenden Faktoren gehören darüber hinaus die Anzahl, die Diversität und die Qualität der Teilnehmer an diesen Märkten. Sie können sich auch auf die Kosten des Handels in diesen Märkten beziehen und von Liquidationskosten abhängen, die möglicherweise mit der Tätigkeit in einem anderen Land und einer anderen Währung verbunden sind.
- Handelsfaktoren sind Messgrößen in Verbindung mit dem Preis und dem Handelsvolumen eines Wertpapiers. Zur Messung der potenziellen Illiquidität können die Spannen zwischen Geld- und Briefkursen sowie das Handelsvolumen und die Handelsfrequenz herangezogen werden. Empirische volumenbezogene Informationen können beispielsweise herangezogen werden, um das größtmögliche Volumen zu schätzen. Diese Schätzung wiederum kann zur Bewertung der Auswirkungen eines Geschäfts auf den Markt verwendet werden.
- Portfolio-Faktoren sind portfoliospezifische Größen. Investmentfonds sollten die Größe ihrer Position im Verhältnis zum täglichen Handelsvolumen und den in Umlauf befindlichen Beträgen berücksichtigen. Darüber hinaus sollten sie die Beziehungen zwischen den Vermögenswerten und anderen Portfolio-Vermögenswerten (z. B. Derivate) berücksichtigen. Schließlich kann Illiquidität auch aus der Bündelung von Portfolio-Positionen resultieren: Weisen die vom Investmentfonds gehaltenen Vermögenswerte eine große Ähnlichkeit auf und werden sie im selben Markt gehandelt, könnte eine derartige Bündelung eine Quelle der Illiquidität sein.

Da der SEC-Ansatz ein solides Fundament für eine künftige europäische Definition von Illiquidität darstellen könnte, ist es möglicherweise wünschenswert, dass der EU-Ansatz eng darauf abgestimmt wird. Aus politischer Sicht würde die Abstimmung einen zusätzlichen Nutzen bieten, da durch eine weitgehende Ähnlichkeit der Konzepte in der Union und den USA effektiv ein globaler Standard für die Bewertung von Illiquidität in Investmentfonds entstehen würde.

## II.2.2 Unbeabsichtigte Effekte

**Auf der Aktivseite würden Verwalter den First-Mover-Vorteil durch die Einführung interner Limits nicht vollständig beseitigen.** Es dürfte weiterhin frühzeitige Aussteiger geben, die sich liquide Aktiva sichern wollen, um nicht in einem illiquiden Investmentfonds festzustecken. Dennoch dürfte das Risiko eines Runs der Anleger insgesamt in dem Maße sinken, wie die Verfügbarkeit liquider Vermögenswerte das Vertrauen in die Rücknahmekapazitäten des Investmentfonds steigert.

**Die Einführung eines internen Limits könnte den Fondsmanager unnötigerweise daran hindern, verfügbare liquide Vermögenswerte für die Erfüllung von Rücknahmeanträgen zu verwenden.** Und zwar beispielsweise dann, wenn ein Verwalter liquide Vermögenswerte nicht verwenden kann, ohne das interne Limit zu verletzen. Die Bedeutung dieses Problems lässt sich jedoch relativieren. Die Überschreitung eines Limits löst für sich genommen nicht unbedingt ein Tätigwerden des AIFM im Rahmen der Richtlinie 2011/61/EU aus, da ein solches Tätigwerden des AIFM vom Sachverhalt, den Umständen sowie den vom AIFM festgelegten Toleranzen abhängt und diese je nach den Umständen eine weitere Überwachung oder die Einleitung von Abhilfemaßnahmen auslösen.

<sup>(1)</sup> Das SEC-Dokument nennt neun Attribute für die Einstufung von Portfoliobeständen in einem bestimmten Vermögenswert.

**Im ungünstigsten Fall könnte die Aufnahme eines Vermögenswerts in die Liste prozyklische Folgen haben, den Verkauf des Vermögenswerts auslösen und einen Preisverfall nach sich ziehen.** Möglicherweise muss der Verwalter den Vermögenswert verkaufen, um neue interne Limite einzuhalten. Er könnte auch eine nachteilige Reaktion von Anlegern vorwegnehmen wollen und so das Problem, das durch die Liste beseitigt werden soll, erst auslösen. Entsprechend könnte die Stigmatisierung eines Vermögenswertes aufgrund mangelnder Liquidität einige Investmentfonds vollständig davon abhalten, Anlagen in diesen Vermögenswert vorzunehmen. Dies könnte Auswirkungen auf die Funktionsweise der Finanzmärkte haben. Aus den genannten Gründen sollte die Liste nur Vermögenswerte enthalten, die „inhärent“ weniger liquide sind, denn dieses Merkmal dürften die Marktteilnehmer bereits identifiziert haben. Darüber hinaus würden Anleger, die in „inhärent“ weniger liquide Vermögenswerte investieren, bereits von den Verwaltern erwarten, dass sie ihre Anlagepolitik an die Rücknahmepolitik angepasst haben, so wie dies in Richtlinie 2011/61/EU vorgesehen ist. Zudem sind für den Fall, dass ein Vermögenswert in die Liste aufgenommen wird, Übergangsregelungen zu treffen, damit der Verwalter Zeit hat, den neuen Vorschriften nachzukommen und Zwangsverkäufe zu vermeiden.

**Auf der Passivseite dürfte eine geringere Rücknahmehäufigkeit dazu führen, dass sich das Volumen einzelner Geschäfte erhöht, was sich unter extrem schwierigen Marktbedingungen auf die Preise auswirken könnte.** Anstatt regelmäßiger Abflüsse würde der Fonds zahlreiche Aufträge kumulieren und gleichzeitig ausführen. Eine Möglichkeit wäre die Einführung von Kündigungsfristen<sup>(1)</sup>, um der Zeit Rechnung zu tragen, die erwartungsgemäß für den Verkauf der zugrunde liegenden Vermögenswerte benötigt wird. Eine andere Möglichkeit wäre die Einführung eines Warteschlangensystems, bei dem Rücknahmeanträge nach der Annahme durch den Fondsmanager nicht zum nächsten Bewertungszeitpunkt ausgeführt werden müssen. Der Verwalter wäre dann sogar in der Lage, die für die Erfüllung der Rücknahmeanträge benötigte Liquidität noch früher zu berechnen und könnte mit dem bedarfsgerechten Verkauf der Anlagen beginnen. Dies könnte das Risiko der Ausführung von Transaktionen zu Notverkaufspreisen mindern.

**Schließlich sollte noch dem Risiko der Aufsichtsarbitrage Rechnung getragen werden.** Ein Risiko besteht (1) für unregulierte AIF, auf die sich die Empfehlung nicht erstreckt und (2) falls ein Manager einen Investmentfonds als OGAW registriert, mit dem Ziel, eine nennenswerte Anlage in einen als inhärent weniger liquide aufgeführten Vermögenswert vorzunehmen, vorausgesetzt, dieser Vermögenswert wird als für den OGAW infrage kommend eingestuft. Im letztgenannten Fall wären dann jedoch für den Investmentfonds die Vorschriften der Richtlinie 2009/65/EG anwendbar, die in mancherlei Hinsicht strengere Anforderungen stellen, als die der Richtlinie 2011/61/EU. Hierdurch verliert eine auf Umgehung der für AIF geltenden Beschränkungen gerichtete Registrierung als OGAW ihren Reiz.

## II.3 Empfehlung C — Stresstests

### II.3.1 Wirtschaftliche Beweggründe und beabsichtigte Effekte

**Mit mikroprudenziellen Stresstests sollen Risiko- und Portfoliomanagement auf Ebene des einzelnen Investmentfonds und auf Ebene des Fondsmanagers verbessert werden.** Diese Tests simulieren ein extremes oder ungünstiges, wenngleich plausibles, Wirtschafts- und Finanzumfeld, um zu untersuchen, wie diese sich auf die Entwicklung eines Investmentfonds und auf seine Fähigkeit, Rücknahmeanträgen auch bei einem reduzierten NAV nachzukommen, auswirken. Die so erhaltenen Szenarioanalysen liefern einen besseren Einblick in das Risikopotenzial möglicher Veränderungen der Marktbedingungen, die die verwalteten Portfolios belasten könnten. Unter normalen Marktbedingungen stellen Stresstests mögliche Schwachstellen von Anlageprodukten/-strategien fest und unterstützen die Fondsverwaltungsgesellschaften dabei, ihr Portfolio-Risikomanagement anzupassen und operative Vorbereitungen für eine Krise zu treffen. In Krisenzeiten unterstützen Stresstests die Anpassung an die Besonderheiten der Krise, das Krisenmanagement und die Offenlegungen gegenüber der Abwicklungsbehörde. Unter diesem Gesichtspunkt sind Stresstests Risikomanagement- und Entscheidungsfindungsinstrumente.

**Investmentfonds sind mit unterschiedlichen Merkmalen ausgestattet, die jeweils das Liquiditätsrisiko eines bestimmten Investmentfonds und somit auch die Konzeption eines aussagekräftigen Stresstests auf Investmentfondsebene beeinflussen.** Merkmale der Aktivseite sind beispielsweise die Hauptmärkte und -instrumente, die Anlagestrategie, der Zeithorizont, der geografische Fokus, die Portfoliokonzentrationen, der Portfolioumschlag und typische Transaktionsvolumina. Die Passivseite ist durch die Anlegerbasis des Investmentfonds charakterisiert. Dies können entweder Kleinanleger oder institutionelle Anleger oder eine Kombination aus beiden sein, die allesamt individuelle Anforderungen an die Portfoliostruktur und unterschiedliche Liquiditätsanforderungen haben (Banken, Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds) und daher ein eigenes Anlegerverhalten aufweisen. Die Konzentration der Anlegertypen eines Investmentfonds spielt eine wichtige Rolle, da im Fall einer hohen Konzentration zu erwarten ist, dass in hohem Umfang gleichzeitige Rücknahmeanträge gestellt werden.

<sup>(1)</sup> Dabei gilt es zu beachten, dass die Verwendung einer Kündigungsfrist aufgrund des zeitlichen Abstandes zwischen einem Auftrag und seiner Ausführung praktische Herausforderungen darstellt. Vor allem für Fonds, die Benchmarks nachbilden, würde dies einen Anreiz darstellen, erst möglichst spät gegen Ende der Kündigungsfrist zu handeln, um so ihre Performance zu maximieren — selbst wenn sich dies negativ auf den Markt auswirken würde.

**Angesichts der Heterogenität von Investmentfonds gibt es keine zwingenden Spezifikationen für Stresstestszenarien.** Daher herrscht in der Branche Uneinheitlichkeit mit Blick auf die Parameter, den Umfang, die Häufigkeit und die Differenziertheit von Stresstests. Es bestehen einige bedeutende und bewährte Ansätze, die beide Seiten der Bilanz abdecken. Bei Stresstests, die für die Passivseite eines Investmentfonds entwickelt wurden, handelt es sich um Simulationen von Rücknahmen. Diese Simulationen werden üblicherweise auf Basis einer Stabilitätsanalyse der Verbindlichkeiten kalibriert, die wiederum vom Anlegertyp und der Konzentration der Verbindlichkeiten beeinflusst wird. Simulationen könnten historische oder hypothetische Rücknahmeszenarien, Rücknahmeanträge der größten Anleger, Rücknahmen in Höhe der größten jemals erlebten Rücknahmen und eine Analyse der Markttrends und Vergleichsunternehmen berücksichtigen. Stresstests sollten darüber hinaus auch die Aktivseite eines Investments abdecken, d. h. eine Simulation der Liquidität der Aktiva des Investmentfonds unter unterschiedlichen Marktbedingungen. Diese Simulation berücksichtigt die Fähigkeit des Investmentfonds, Vermögenswerte ohne wesentliche Preiseffekte zu verkaufen. In diese Szenarien könnte eine Reduzierung des Handelsvolumens in bestimmten Instrumenten oder Marktsegmenten (Verluste infolge einer Ausweitung der Geld-Brief-Spannen) ebenso aufgenommen werden wie Schätzungen der größtmöglichen Liquidation an einem Tag oder der Liquidationszeit auf der Basis von nach bestimmten Kriterien unterteilten Vermögenswerten des Investmentfonds (z. B. nach Liquiditätsbändern). Darüber hinaus sollten auch die Wechselwirkungen von Markt- und Liquiditätsrisiken der betreffenden Vermögenswerte in die Szenarien einfließen.

**Es wird damit gerechnet, dass eine Orientierungshilfe für individuelle Stresstestpraktiken das Liquiditätsrisiko sowohl auf Ebene des Investmentfonds als auch auf Systemebene reduziert und Fonds darin stärkt, ihre Liquidität im Interesse der Anleger zu steuern, wozu auch die Reduzierung von Phasen mit unerwarteten Rücknahmen gehört.** Stresstests sind Instrumente, die dazu zu beitragen, die Stärken der bereits umgesetzten Strategien zu analysieren. Die Tests sollen die Schwachstellen einer Anlagestrategie offenlegen und einen Fonds auf eine Krise vorbereiten. Werden sie korrekt als Risikomanagement- und Entscheidungsinstrument eingesetzt, sollten Stresstests das Liquiditätsrisiko auf Ebene des Investmentfonds reduzieren und dadurch zu einem geringeren Liquiditätsrisiko auf Systemebene beitragen.

**Orientierungshilfen sollten die bei der ESRB-Untersuchung der Stresstest-Praktiken zutage getretenen Unzulänglichkeiten von Stresstestverfahren beseitigen.** Gemäß der Orientierungshilfe der ESMA sollten Fonds ein Verständnis der Mindest-Stresstestanforderungen haben und Unzulänglichkeiten beseitigen, die sich in Verbindung mit zu geringen Sicherheitsabschlägen, den Stresstestintervallen und dem Szenario-Design sowie einer unkritischen Verwendung historischer Daten ergeben. Die Orientierungshilfe enthält Hinweise darauf, dass die Häufigkeit und die Konzeption des Stresstests anhand von investmentfonds- und unternehmensspezifischen Merkmalen erfolgen sollte. Eine weitere beabsichtigte Wirkung der Orientierungshilfe ist es, Unternehmen dazu verpflichten, Stressszenarien von einer Schwere zu entwickeln, die wahrscheinlich im Markt anzutreffen sein wird. Schließlich sollte die Komplexität der Stresstests aufgrund der Heterogenität des Investmentfondssektors auf die besonderen Risiken und das Rücknahmeprofil des Investmentfonds abgestimmt werden, ohne eine zu große Konformität der Stresstestszenarien anzustreben. Die Orientierungshilfe sollte dazu beitragen, dass genauere und besser geeignete Stresstests auf Investmentfondsebene durchgeführt werden und eine größere Klarheit hinsichtlich des Risikoniveaus auf Systemebene entsteht.

**Empfehlung C entspricht der Verpflichtung der ESMA, eine Orientierungshilfe für Stresstests für Geldmarktfonds gemäß Verordnung (EU) 2017/1131 zur Verfügung zu stellen.** Gemäß der Verordnung muss die ESMA Leitlinien zur Festlegung der gemeinsamen Referenzparameter für die den Stresstests zugrunde zu legenden Szenarien vorgeben.

**Fondsmanager müssen für von ihnen verwaltete Investmentfonds regelmäßig Stresstests durchführen.** Stresstests sind für OGAW und AIF verpflichtend, es sei denn, es handelt sich bei dem AIF um einen nicht hebefinanzierten AIF des geschlossenen Typs oder sie werden für OGAW für ungeeignet gehalten (Artikel 40 Absatz 3 der Richtlinie 2010/43/EU, Artikel 16 Absatz 1 der Richtlinie 2011/61/EU und Artikel 48 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013). Bei beiden Investmentfondstypen können Fondsmanager die Liquiditätsrisiken anhand von Stresstests sowohl unter normalen als auch unter außerordentlichen Liquiditätsbedingungen beurteilen. Im Rahmen der Berichterstattung gemäß Richtlinie 2011/61/EU müssen die Stresstestergebnisse der NCA gemeldet und der EMSA und dem ESRB zur Verfügung gestellt werden. Verordnung (EU) Nr. 2017/1131 enthält für Geldmarktfonds detaillierte Stresstestverpflichtungen, die auch für andere Investmentfondstypen interessant sein könnten.

**Für OGAW bestehen weniger detaillierte Stresstestpflichten als für AIF.** Dies ergibt sich aus den unterschiedlichen Merkmalen, die auf der Aktiv- und Passivseite für OGAW kennzeichnend sind (d. h. die Definitionen der infrage kommenden Aktiva, die liquide sein sollten, und eine Anlegerbasis, die vorwiegend aus Kleinanlegern besteht), und den unterschiedlichen regulatorischen Anforderungen.

Für AIF bestehen demgegenüber gemäß Delegierter Verordnung (EU) Nr. 231/2013 detailliertere Stresstest-Vorschriften.

- a) Stresstests sollten knappe Liquidität und atypische Rücknahmeanträge simulieren. Der Stresstest sollte mindestens die letzten und die erwarteten künftigen Rücknahmeanträge berücksichtigen und analysieren, wie viel Zeit für die Erfüllung dieser Rücknahmeanträge benötigt wird. Der Stresstest sollte darüber hinaus auch Marktfaktoren auf den Prüfstand stellen, z. B. den Wechselkurs, der Einfluss auf das Kreditprofil des AIFM oder des AIF haben könnte. Ferner sollten Bewertungssensitivitäten unter Stressbedingungen Berücksichtigung finden.
- b) Das Risikoprofil des AIF ist eine Funktion der Anlagestrategie, des Liquiditätsprofils, des Anlegertyps und der Rücknahmepolitik und bestimmt die Intervalle, in denen Stresstests durchzuführen sind auf Basis einer jährlichen Mindesthäufigkeit. Wenn Stresstests Hinweise auf ein Liquiditätsrisiko liefern, das erheblich höher ist als erwartet, sollte der AIFM im Hinblick auf die Konzeption des AIF und die Adäquatheit der Liquiditätsmanagements-Grundsätze und -Verfahren im Interesse aller AIF-Anleger handeln.

**Eine ESRB-Umfrage hinsichtlich Stresstest-Praktiken von Fondsmanagern ergab, dass die meisten Fondsmanager in der EU regelmäßig Stresstests durchführen.** Rund 93 % der in der ESRB-Umfrage<sup>(1)</sup> befragten Fondsmanager unterziehen alle verwalteten Investmentfonds regelmäßigen Stresstests und führen im Fall wesentlicher Änderungen weitere Stresstests durch (oder sind hierzu in der Lage). Angesichts der unterschiedlichen Fondsmanager-Typen und behandelten Fonds ergab die Umfrage auch beträchtliche Unterschiede im Hinblick auf Stresstest-Intervalle, auf die von den Fondsmanagern verwendeten Arten von Stressszenarien und auf das Komplexitätsniveau der Stresstests (vergleiche hierzu die nachstehenden Aufzählungspunkte):

- **Obwohl vorgesehen ist, dass Stresstest-Intervalle anhand von investmentfondsspezifischen Merkmalen festgelegt werden, verwenden nur wenige Fondsmanager investmentfondsspezifische Intervalle.** Stattdessen verwenden sie für alle verwalteten Investmentfonds unternehmensspezifische Intervalle. Dies ist selbst bei großen Investmentgesellschaften der Fall, die viele unterschiedliche Arten von Investmentfonds verwalten. Ein großer Teil der Fondsmanager, die investmentfondsspezifische Stresstest-Intervalle verwenden, unterscheiden zwischen OGAW und AIF, statt unterschiedliche Intervalle für Investmentfonds mit unterschiedlichen Portfoliostrukturen zu verwenden.
- **Viele Fondsmanager verwenden mehrere Liquiditätsszenarien, die üblicherweise unterschiedliche Marktbedingungen widerspiegeln.** Allen Stresstests liegt ein Szenario zugrunde, das von einem erheblichen Maß an extrem schwierigen Marktbedingungen gekennzeichnet ist. Die Schwere der verwendeten Stressszenarien ist jedoch bei den einzelnen Fondsmanagern sehr unterschiedlich. Bei einigen Szenarien ist es sehr fraglich, ob sie überhaupt extrem schwierige Marktbedingungen darstellen. Auf der Aktivseite wurden zum Teil recht geringe Bewertungsabschläge verwendet, die kaum geeignet sind, erhebliche Veränderungen der Marktliquidität darzustellen. Auf der Passivseite sollten Investmentfonds, die bisher noch keinem Rücknahmedruck ausgesetzt waren, ihre Rücknahmeszenarien nicht ausschließlich auf historische Daten gründen.
- **Die erheblichen Unterschiede, die bei den verschiedenen Fondsmanagertypen und Investmentfondsarten zu beobachten sind, spiegeln sich auch in der unterschiedlichen Komplexität der zugrunde gelegten Stresstestszenarien wider.** Während einige Fondsmanager einfache hypothetische Szenarien verwenden, die nicht mit Daten unterlegt sind, entwerfen andere Manager investmentfondsspezifische Szenarien anhand hochentwickelter statistischer Methoden. Die Definition sensibler Liquiditätsszenarien ist naturgemäß schwierig. Im Vergleich zum Marktrisiko, für das zahlreiche Informationen zur Verfügung stehen, ist die Modellierung von Liquiditätsstresstests deutlich komplizierter. In Bezug auf die Aktivseite kann sich die Modellierung des Liquiditätsprofils unter Stressbedingungen extrem schwierig gestalten — vor allem bei Vermögenswerten, für die Transaktionsdaten nicht problemlos verfügbar sind (z. B. festverzinsliche Instrumente). Auf der Passivseite ist die Vorhersage des Anlegerverhaltens unter extrem schwierigen Marktbedingungen eine komplexe Angelegenheit, die von vielen Faktoren abhängt, z. B. vom Verhältnis institutioneller Investoren zu Kleinanlegern oder vom Anteil der „langsamen“ Kunden. Bei OGAW spielt dieses Problem eine noch größere Rolle, da Fondsmanager üblicherweise wenig Informationen über die Anleger des OGAW haben. Bei der Modellierung der Szenarien scheinen aufsichtliche Aspekte nur eine untergeordnete Rolle zu spielen. Daher stellen Stressszenarien auf die Risikoposition in der Anlageform und auf den für den Investmentfonds geltenden Rücknahmeplan ab.

<sup>(1)</sup> Hauptziel der ESRB-Umfrage war es, einen Überblick über die Stresstestpraktiken europäischer Vermögensverwalter zu erhalten, mit dem vor allem analysiert werden kann, in welchem Umfang die Stresstests einzelner Fonds einen Liquiditätsstress abdecken (d. h. die Fähigkeit eines Investmentfonds, Rücknahmeanträgen in großem Umfang nachkommen zu können). Die ESRB-Umfrage richtete sich an 274 EU-Fondsmanager und umfasste Fragen zu aktuellen Maßnahmen zur Liquiditätsrisikosteuerung und zu Stresstest-Praktiken der Vermögensverwalter.

**Der Stresstest sollte unter verschiedenen Bedingungen durchgeführt werden, z. B. für atypische Rücknahmeanträge und unnormale Entwicklungen der Preise von Vermögenswerten,** und könnte auch Ereignisse wie den Ausfall von Gegenparteien und andere Risikofaktoren (z. B. politische Risiken) berücksichtigen. Die ESMA sollte Orientierungshilfen im Hinblick auf die Art der Szenarien geben, die ein Investmentfonds bei der Konzeption von Stresstests berücksichtigen sollte. Diese Szenarien sollten unter anderem auch vergangene Preisentwicklungen und hypothetische Szenarien berücksichtigen. Bei historischen Szenarien werden die Stresstest-Parameter auf eine frühere Krise angewendet und die Auswirkungen ermittelt, die sie auf den Investmentfonds gehabt hätte. Da sich künftige Krisen von früheren Krisen unterscheiden dürften und da es schwierig ist, eine vergangene Krise genau zu replizieren, sollten sich Stresstests nicht ausschließlich auf historische Szenarien stützen. Hypothetische Szenarien können wirtschaftliche Schocks oder Verhaltensmerkmale von Anlegern oder Fondsmanagern zugrunde legen. Die Konzeption dieser hypothetischen Szenarien sollte den spezifischen Sensitivitäten des Fondstyps und der Fondsstrategie entsprechen.

**Insgesamt könnten Stresstests durch umgekehrte Stresstests ergänzt werden.** Umgekehrte Stresstests könnten nützliche Einblicke in das Verhalten des Investmentfonds bis zu seinem Ausfall verschaffen. Sie relativieren den Einsatz historischer Szenarien und schränken die Möglichkeiten ein, hypothetische Szenarien zu entwerfen. Durch umgekehrte Stresstests könnte der Fondsmanager etwaige Anfälligkeiten vollumfänglich untersuchen und verstehen und diese Risiken beseitigen.

**Stresstests sollten idealerweise in allen Phasen der Laufzeit eines Fonds durchgeführt werden — von seiner Auflegung bis hin zur Liquidation und in Bezug auf alle dazwischen getroffenen Anlageentscheidungen.** Bei der Einrichtung eines Fonds sollten Stresstests verwendet werden, um die Parameter des Investmentfonds (z. B. Risikoprofil und Risikotoleranz) zu erarbeiten und zu definieren. Dies gilt vor allem für das Verhältnis zwischen Liquidität der zugrunde liegenden Vermögenswerte und der Häufigkeit möglicher Rücknahmen — auch unter extrem schwierigen Marktbedingungen. Stresstests könnten darüber hinaus verwendet werden, wenn Anpassungen im Hinblick auf die Strategie des Investmentfonds, die Bedingungen und die Anlageentscheidungen anstehen. Bei der Formulierung eines Notfallplans für den Investmentfonds unter extrem schwierigen Bedingungen könnten Stresstests verwendet werden, um den Einsatz unterschiedlicher Instrumente zur Steuerung des Liquiditätsrisikos zu analysieren.

**Zeitplan und Häufigkeit der Stresstests sollten die Merkmale des Investmentfonds — wie Größe, Anlagestrategie, zugrunde liegende Vermögenswerte, Anlegerprofil und Häufigkeit möglicher Rücknahmen — widerspiegeln.** Bei einem Portfolio mit hohen Umschlagzahlen oder einer sich schnell ändernden Anlegerbasis dürften Liquiditätsprofil und Risiko eine höhere Volatilität aufweisen. Stresstests sollten unter solchen Umständen häufiger eingesetzt werden als bei einem Investmentfonds mit einer stabileren Anlegerbasis und langen Rücknahme-Abwicklungsfristen.

**Die Häufigkeit von Stresstests bestimmt sich in Abhängigkeit von der Art der verwendeten Szenarien.** Werden historische Szenarien verwendet, können die für den Entwurf der Szenarien verwendeten statistischen Methoden anhand von neuen Daten und Stresstestparametern problemlos aktualisiert werden. Da es sich hierbei häufig um ein mechanisches Verfahren handelt, könnte es häufiger eingesetzt werden. Bei hypothetischen Szenarien müssen dagegen die relevanten Faktoren, die Einfluss auf den Investmentfonds haben, investmentfondsspezifisch und passgenau für den Fonds beurteilt werden. Da hierfür umfassendere Analysen erforderlich sind, ist diese Art von Stresstest möglicherweise mit einer geringeren Häufigkeit durchzuführen.

**Diese Empfehlung soll keine makroprudenziellen Stresstests behandeln.** Der Bereich makroprudenzielle Stresstests ist noch nicht abschließend entwickelt. Noch verhindern Daten- und Modellierungsbeschränkungen, dass solche Modelle als wirksame Aufsichtsinstrumente eingesetzt werden können. Gegenwärtig untersucht der ESRB die Rolle, die makroprudenzielle Stresstests bei der Bewertung der von Investmentfonds ausgehenden Finanzstabilitätsrisiken spielen.

### II.3.2 Unbeabsichtigte Effekte

**Konkrete Leitlinien für Stresstests könnten ein gleichgerichtetes/harmonisiertes Verhalten der Fondsmanagern verstärken** und letztendlich eine einheitliche Positionierung der Vermögenswerte von Investmentfonds (einseitige Positionierung) zur Folge haben. Dies könnte das Risiko eines künftigen Herdenverhaltens wie auch systemische Finanzrisiken begünstigen. Darüber hinaus könnten verstärkte Vorgaben insbesondere für kleinere Fondsmanager zusätzliche Stresstests und damit höhere Kosten nach sich ziehen.

## II.4 Empfehlung D — OGAW-Berichtspflichten

### II.4.1 Wirtschaftliche Beweggründe und beabsichtigte Effekte

#### Empfehlung D(1) — Berichtspflichten für OAGW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften

**Das Fehlen harmonisierter Berichtsvorschriften in den Mitgliedstaaten verhindert zurzeit eine umfassende Beurteilung und Überwachung des potenziellen Beitrags von OGAW zu Risiken für die Finanzstabilität.** In vielen EU-Ländern bestehen zwar Berichtspflichten für OGAW, jedoch ergeben die Umfrageergebnisse, dass die Meldeverfahren im Hinblick auf die Meldefrequenz, den Umfang der OGAW-Meldungen und die gemeldeten Daten <sup>(1)</sup> erhebliche Unterschiede aufweisen. Infolgedessen ist weder die Aggregation nationaler Daten möglich, noch können Entwicklungen — wie beispielsweise im Hinblick auf Liquiditäts- und Hebelfinanzierungsrisiken für OGAW auf EU-Ebene — überwacht werden.

**Die EZB-Statistiken zu Investmentfonds reichen nicht aus zur Sicherstellung einer umfassenden Beurteilung und Überwachung der Liquiditäts- und Hebelfinanzierungsrisiken für OGAW.** Mit EZB-Statistiken können die Aufsichtsbehörden Entwicklungen im Investmentfondsbereich des Euroraums anhand von weit gefassten bilanziellen Aktiva- und Passiva-Kategorien, einschließlich Laufzeitenbändern, überwachen. Für eine angemessene Risikobeurteilung reichen die Informationen jedoch nicht. Vor allem enthalten sie keine granularen Daten zu gehandelten Instrumenten und individuellen Risikopositionen. Diese Daten sind jedoch erforderlich, um die Entwicklungen der Portfolioliquidität von OGAW angemessen beurteilen zu können. Auch Trends bei Hebelfinanzierungen können nicht angemessen überwacht werden, da die verfügbaren Daten ausschließlich die Berechnung des Einsatzes finanzieller Hebelwirkungen (d. h. durch Kreditaufnahmen) ermöglichen. Eine umfassendere Messgröße der Hebelwirkung, die auch Hebelwirkungen durch den Einsatz von Derivaten berücksichtigt (d. h. synthetische Hebelwirkungen) steht nicht zur Verfügung. Darüber hinaus unterscheiden die EZB-Statistiken derzeit nicht zwischen OGAW und AIF, was für die angemessene Überwachung der Risiken wichtig ist, da sich die Aufsichtsvorschriften für diese Fonds stark unterscheiden.

**Die Errichtung eines harmonisierten OGAW-Berichtsrahmens auf EU-Ebene könnte eine wirksame Überwachung ermöglichen und bestehende Berichtseffizienzen sowie die Berichtskosten der zuständigen Behörden und der Branche mindern.** Seit Inkrafttreten der Richtlinie 2011/61/EU haben sowohl NCAs als auch AIFM ihre technischen Kapazitäten verbessert und Erfahrungen mit dem umfassende Berichtsrahmen der Richtlinie 2011/61/EU gesammelt. Soweit neue OGAW-Berichtsvorschriften auf den bestehenden technischen Berichtssystemen aufbauen würden, könnten von den besseren Berichtssynergien sowohl die zuständigen Behörden profitieren als auch die Verwalter von AIF und OGAW oder auch die Verwalter von OGAW, für die diverse Berichtspflichten in mehreren Ländern gelten.

**Bei der Erarbeitung von OGAW-Berichtsvorschriften sollte die Kommission berücksichtigen, dass OGAW unter ein strengeres Aufsichtssystem fallen als AIF.** Für die angemessene Überwachung von Risiken, die von OGAW für die Finanzstabilität ausgehen, wären weniger umfassende Berichtsvorschriften ausreichend.

**Die Kommission sollte auch andere laufende Initiativen im Blick haben, die sich auf eine derartig harmonisierte Berichterstattung auswirken könnten.** Die Kommission sollte die Beiträge der ESMA und der NCAs zu dieser Berichterstattung ebenso berücksichtigen wie neue, alternative/geänderte Messgrößen der Hebelfinanzierung, die derzeit von der IOSCO entwickelt werden. Darüber hinaus sollten auch die in Verordnung (EU) 2017/1131 enthaltenen Berichtspflichten für Geldmarktfonds Berücksichtigung finden.

**Mit detaillierten Berichtspflichten im Hinblick auf Liquiditätsmerkmale könnte das mögliche Systemrisiko überwacht werden, dass sich aus Liquiditätstransformationen und Inkongruenzen von OGAW ergibt.** Für OGAW gelten detaillierte Vorschriften im Hinblick auf die infrage kommenden Vermögenswerte. Daher legen sie üblicherweise in liquidere Vermögenswerte an, auch wenn bestimmte OGAW auch in weniger liquide Anlageformen investieren können, z. B. bestimmte Arten von Rentenfonds (Schwellenmärkte oder hochverzinsliche Anleihen). Da für OGAW darüber hinaus Mindestanforderungen hinsichtlich der Rücknahmeintervalle bestehen, stellen sie möglicherweise auch ein größeres Liquiditätsrisiko dar. Für diese OGAW besteht nach dem derzeitigen Rechtsrahmen eine mögliche Datenlücke, da für sie keine vergleichbaren Berichtspflichten gegenüber den NCAs bestehen wie für AIF. Folglich sind die aktuellen Berichtsvorschriften nicht vollumfassend (Richtlinie 2011/61/EU gegenüber Richtlinie 2009/65/EG) und enthalten keine aussagekräftigen harmonisierten Liquiditätsrisiko-Indikatoren, die leicht verständlich sind und problemlos ausgelegt werden können. Dies wäre jedoch für die Überwachung der Entwicklungen aus makroprudenzieller Sicht und für die Aggregation einzelner Kennzahlen der Branche über mehrere Länder hinweg von besonderer Bedeutung.

<sup>(1)</sup> Beispielsweise führte die luxemburgische Finanzaufsicht (Commission de Surveillance du Secteur Financier, CSSF) Anfang 2016 Risiko-Berichtspflichten ein und gibt seinen OGAW die halbjährliche Meldung von Daten zu unterschiedliche Risikofaktoren — wie Hebelfinanzierungen, Gegenparteiisiko, Kreditrisiko und Liquiditätsrisiko — auf. Weitere Informationen hierzu sind zu finden unter <http://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/legal-reporting/>.

**Damit Liquiditätsinkongruenzen innerhalb von OGAW überwacht werden können, sollte OGAW die Meldung von Informationen sowohl über ihre Vermögenswerte als auch über ihre Verbindlichkeiten aufgeben werden.**

AIFM müssen Meldungen zum Liquiditätsprofil ihres AIF vornehmen, worüber nützliche Informationen hinsichtlich der (durch den AIFM vorgenommenen) Beurteilung der Liquidität der investierten Vermögenswerte eines AIF und der Struktur seiner Anleger erhalten werden. Diese Vorgehensweise sollte auch für entsprechende OGAW-Meldungen die Grundlage bilden und ergänzt werden durch Meldungen zur Verfügbarkeit und Nutzung unterschiedlicher Liquiditätsmanagementinstrumente, die dem OGAW zur Verfügung stehen. Zu den weiteren berichtspflichtigen Datenpunkten könnten beispielsweise Informationen über den Umfang bisheriger Rücknahmen gehören.

**Durch die Erhebung anderer Daten wird eine umfassende Beurteilung des Beitrags, den diese OGAW zum finanziellen/systemischen Risiko leisten, möglich.** Von besonderer Bedeutung für eine angemessene Beurteilung der Risiken, die beispielsweise vom Einsatz von Hebelfinanzierungen durch den OGAW ausgehen, ist die Quelle der Hebelfinanzierung. OGAW sollten darüber hinaus auch Informationen über die Anlagestrategie, die gehandelten Instrumente und individuellen Risikopositionen, das Marktrisikoprofil, das Gegenpartei- und Kreditrisikoprofil sowie zum Liquiditätsrisikoprofil zur Verfügung stellen. Diese Informationen können einen Hinweis auf das Risiko von Zwangsverkäufen, GegenparteiKonzentration und Verflechtung mit dem gesamten Finanzsystem liefern. Dies sollte auch Kategorien der Derivatepositionen, Techniken und Instrumente — wie Pensionsvereinbarungen oder Wertpapierleihegeschäfte — beinhalten. Sehr ähnliche Pflichten enthalten die Berichtspflichten der Richtlinie 2011/61/EU, die durch OGAW-spezifische Aspekte, wie beispielsweise ein effizientes Portfoliomanagement, ergänzt werden könnten. Der AIFM muss Informationen zum Risikoprofil und den wichtigsten Kategorien von Vermögenswerten, in die der AIF investiert — einschließlich entsprechender Brutto-, Long- und Short-Positionen in Derivaten — zur Verfügung stellen. AIFM müssen jedoch auch Informationen zur Quelle von Barkrediten zur Verfügung stellen<sup>(1)</sup>.

**Ein wirtschaftlich bedeutender Teil des OGAW-Sektors verwendet Strategien, die Hebelfinanzierungen — einschließlich synthetischer Hebelwirkungen — lediglich indirekt einschränken.** Im Hinblick auf die finanzielle Hebelwirkung durch Wertpapierfinanzierungsgeschäfte oder die synthetische Hebelwirkung durch Derivatepositionen dürfen OGAW Risikopositionen — die nach dem Commitment-Ansatz berechnet werden — lediglich bis zur Obergrenze in Höhe ihres gesamten NAV eingehen (siehe Kasten 1b). Gemäß Richtlinie 2009/65/EG können Mitgliedstaaten OGAW jedoch auch gestatten, ihr Gesamtrisiko mithilfe eines VaR-Modells oder eines anderen fortgeschrittenen Messansatzes anstelle des Commitment-Ansatzes zu ermitteln<sup>(2)</sup>. Der Einsatz von Hebelfinanzierungen ist bei diesen Investmentfonds nur indirekt beschränkt, und zwar durch Begrenzung des Marktrisikos dieser Investmentfonds<sup>(3)</sup>. Das bedeutet, dass bei Fonds, die den *absoluten* VaR-Ansatz verwenden, der absolute VaR nicht mehr als 20 % des NAV betragen darf. Bei Investmentfonds, die den *relativen* VaR-Ansatz verwenden, darf hingegen das Verlustrisiko nicht mehr als doppelt so hoch sein wie das nach einem entsprechenden VaR-Modell für ein vergleichbares, aber nicht hebelfinanziertes Portfolio ermittelte Verlustrisiko. Diese VaR-Ansätze ermöglichen je nach Volatilität der zugrunde liegenden Vermögenswerte potenziell eine höhere Hebelfinanzierung als der Commitment-Ansatz. Aus einer in elf EU-Mitgliedstaaten durchgeführten Umfrage geht hervor, dass auf OGAW-Fonds, die zur Ermittlung des Gesamtrisikos VaR-Modelle anwenden, zwischen 27 % und 50 % des NAV des gesamten OGAW-Sektors der Europäischen Union entfallen könnten.

**Eine kohärente Meldung von Hebelfinanzierungen aller OGAW und AIF sollte angestrebt werden und die Überwachung von Investmentfonds, die im EU-Investmentfondssektor keinen Beschränkungen für Hebelfinanzierungen unterliegen, begünstigen.** Der FSB empfiehlt den Behörden die Erhebung von Daten zu Hebelfinanzierungen in Investmentfonds sowie die Überwachung des Einsatzes von Hebelfinanzierungen durch Investmentfonds, die keinen Beschränkungen für Hebelfinanzierungen unterliegen oder die für das Finanzsystem erhebliche Risiken in Verbindung mit Hebelfinanzierungen darstellen können. Ferner wird empfohlen, bei Bedarf Maßnahmen zu ergreifen. Gleichzeitig wurde die IOSCO gebeten, einheitliche Messgrößen für Hebelfinanzierungen von Investmentfonds festzustellen und/oder zu entwickeln, um mit Blick auf die Finanzstabilität eine wirkungsvollere Überwachung der Hebelfinanzierung zu erreichen und dazu beizutragen, dass bis Ende 2018 direkte Vergleiche zwischen Investmentfonds auf globaler Ebene möglich werden<sup>(4)</sup>. Daher sollte das Endziel eine harmonisierte Meldung von Hebelfinanzierungen sein, die im Einklang mit den von der IOSCO zu entwickelnden/festzustellenden kohärenten Messgrößen für Hebelfinanzierungen steht. Die Harmonisierung des Berichtsrahmens für OGAW und die Meldung von durch AIF genutzte Hebelfinanzierungen gemäß Richtlinie 2011/61/EU sollte sich ebenfalls in diese Richtung entwickeln und die Überwachung von hebelfinanzierten Investmentfonds im Investmentfondssektor der Union insgesamt ermöglichen. Die Kommission sollte daher einen harmonisierten Rahmen für die gesamte Union sowie für alle OGAW und AIF entwickeln und dabei die internationale Dimension ebenso berücksichtigen wie das Ziel, einheitliche Ansätze für unterschiedliche Berechnungsmethoden der Hebelfinanzierung (Nominalwert-, Brutto- und Commitment-Methode) zu entwickeln. Dies würde auch bei OGAW, für deren Tätigkeit lediglich indirekte Beschränkungen der Hebelfinanzierung gelten, die Überwachung der Hebelfinanzierung ermöglichen.

<sup>(1)</sup> Siehe beispielsweise Anhang IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013.

<sup>(2)</sup> Siehe z. B. Artikel 41 Absatz 3 der Richtlinie 2010/43/EG.

<sup>(3)</sup> Siehe Leitlinien des CESR (Level 3) zur Risikomessung und zur Berechnung des Gesamtrisikos und des Kontrahentenausfallrisikos für OGAW (CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS) vom 28. Juli 2010.

<sup>(4)</sup> Siehe Empfehlungen 10 und 11 der FSB-Empfehlungen „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities“, Januar 2017.

**Im Fall der Meldung von Hebelfinanzierungen gemäß der Commitment-Methode nach Richtlinie 2011/61/EU müssten OGAW ihren NAV zu der nach der OGAW-Commitment-Methode bewerteten Risikoposition hinzurechnen.** Derzeit bestehen geringfügige Unterschiede zwischen den Richtlinien 2009/65/EG und 2011/61/EU bei den Berechnungsmethoden für die Risikoposition nach der Commitment-Methode. Während Richtlinie 2011/61/EU AIF aufgibt, das Commitment-Risiko als Summe der absoluten Werte aller Positionen zu berechnen, müssen OGAW lediglich das zusätzliche Risiko ermitteln, dass sich aus dem Einsatz von Hebelfinanzierungen ergibt (siehe Tabelle 3). Da OGAW keine unbesicherten Barkredite zu Anlagezwecken aufnehmen dürfen und die Vorschriften für die Berechnung der Risikopositionen aus Wertpapierfinanzierungsgeschäften und Derivaten vergleichbar sind mit den Vorschriften der Richtlinie 2011/61/EU, kann die OGAW-Commitment-Methode an Richtlinie 2011/61/EU angepasst werden, indem OGAW die Hinzurechnung des NAV zu ihrer Risikoposition aufgegeben wird.

**In diesem Zusammenhang sollte die neue Risikoberichterstattung von OGAW auch Stresstestberichte durch OGAW abdecken.** Diese sollten die Meldung der Ergebnisse von standardisierten univariaten Stresstest beinhalten und darüber hinaus Informationen zu internen Stresstestszenarien der Fondsmanager sowie zu deren relevanten Ergebnissen liefern.

Tabelle 3

**Berechnung der Risikoposition von Investmentfonds nach den Commitment-Methoden**

	AIFMD	OGAW	
	Aktuelle Berechnung		Empfohlene Änderungen
<b>Definition des Risikos</b>	Summe der absoluten Werte aller Positionen	Durch den Einsatz von Finanzderivaten begründete zusätzliche Risikopositionen und Hebelfinanzierungen	Hinzurechnung des Nettoinventarwerts
<b>Finanzielle Hebelwirkungen</b>	<b>Wiederverwendung von Barkrediten</b>		
	Der höhere der folgenden Werte: Marktwert des realisierten Investments oder Gesamtbetrag der aufgenommenen Mittel	Unbesicherte Barkredite sind zu Investmentzwecken nicht zulässig	Keine
	<b>Wertpapierfinanzierungsgeschäfte</b>		
	Marktwert der erhaltenen Sicherheiten (einschließlich Barmittel) bei Wiederanlage	Marktwert der erhaltenen Sicherheiten (einschließlich Barmittel) bei Wiederanlage	Keine
<b>Nettobetrag der synthetischen Hebelwirkungen</b>	<b>Derivate</b>		
	Gesamter Marktwert der gleichwertigen Position des Basiswerts nach Berücksichtigung von Netting- und Hedgingvereinbarungen	Gesamter Marktwert der gleichwertigen Position des Basiswerts nach Berücksichtigung von Netting- und Hedgingvereinbarungen	Keine

### **Empfehlung D(2) — Häufigkeit und Umfang der Berichtspflichten für OGAW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften**

**Die in Empfehlung D1 genannten Daten sollten vierteljährlich von einer ausreichenden und — aus Finanzstabilitätssicht — relevanten Teilmenge aller OGAW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften gemeldet werden.** Die Zusammensetzung der Investmentfonds, die Portfolioliquidität und der Einsatz von Hebelfinanzierungen (insbesondere durch Derivate) können erheblichen kurzfristigen Änderungen unterliegen. Daher müssen die Meldungen mindestens vierteljährlich erfolgen, um die Entwicklungen, die zum Aufbau von Finanzstabilitätsrisiken beitragen können, überwachen und erforderlichenfalls darauf reagieren zu können. Angesichts der unterschiedlichen Anlagestrategien und Größen von OGAW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften können einzelne oder Gruppen von Investmentfonds jeweils in unterschiedlichem Ausmaß zum systemischen Risiko beitragen. Aus Sicht der Finanzstabilität wären vierteljährliche Meldungen durch eine ausreichende Teilmenge von OGAW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften für die Überwachung angemessen und würden gleichzeitig den gesamten Berichtsaufwand der Branche begrenzen.

**In der Teilmenge der OGAW, die vierteljährlich berichten sollten, sollten zumindest die OGAW enthalten sein, die zur Messung ihrer gesamten Risikopositionen den VaR-Ansatz verwenden.** Durch den Abschluss von Derivate-Transaktionen verwenden diese OGAW grundsätzlich komplexere Anlagestrategien, was dazu führen kann, dass sie ein erhebliches Maß an Hebelfinanzierungen einsetzen. Neben dieser OGAW-Teilmenge sollte die Kommission weitere Merkmale, wie das Volumen des verwalteten Vermögens und möglicherweise die Anlagestrategie und das Liquiditätsprofil, einbeziehen, damit die vierteljährliche Berichterstattung von einem aussagekräftigen Teil aller OGAW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften vorgenommen wird.

**Ganz allgemein wäre es für eine wirksame Überwachung der Entwicklungen und der möglichen Bildung von Finanzstabilitätsrisiken im OGAW-Segment erforderlich, dass eine ausreichende Teilmenge aller OGAW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften mindestens jährlich eine hinreichende Datenmenge meldet.** Durch die Einführung jährlicher Meldungen für einen hinreichend großen Teil des OGAW-Sektors wäre — insbesondere zusammen mit den für AIF verfügbaren Daten — die Überwachung allgemeiner Entwicklungen im gesamten Investmentfondssektor der Union möglich. Es wird darauf hingewiesen, dass jährliche Meldungen der durch Richtlinie 2011/61/EU vorgegebenen Mindestberichtshäufigkeit entsprechen würden. Hierdurch würde sichergestellt werden, dass das mit dem Investmentfondsektor verbundene Finanzstabilitätsrisiko sowohl für OGAW als auch für AIF zumindest jährlich überwacht werden kann. Dies würde auch dazu beitragen, dass im Zeitverlauf aussagekräftige Vergleiche zwischen Entwicklungen von OGAW und AIF vorgenommen werden können und dass mögliche strukturelle Veränderungen, die zum Aufbau systemischer Risiken beitragen könnten, identifiziert werden können.

**Der Kommission wird empfohlen, das gesamte verwaltete Vermögen von OGAW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften bei der Festlegung, für welche Einheiten eine jährliche Berichtspflicht eingeführt werden sollte, zu berücksichtigen.** Die Verwendung des verwalteten Vermögens bei der Festlegung von Berichtspflichten entspricht den aktuellen entsprechenden Gepflogenheiten in Bezug auf AIFM. Die Kommission könnte darüber hinaus bei der Festlegung der Einheiten, für die jährliche Berichtspflichten eingeführt werden sollten, auch andere Merkmale berücksichtigen. Hierzu zählen beispielsweise der Einsatz von Hebelfinanzierungen bei einem OGAW, der bei der Berechnung des Gesamtrisikos verwendete Ansatz und die Anlagestrategie des OGAW.

**Gemäß Richtlinie 2011/61/EU könnten die für AIFM geltenden Berichtsintervalle als Maßstab für die Festlegung der Berichtsintervalle für OGAW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften verwendet werden, wobei den drei Berichtskategorien (vierteljährlich, jährlich oder keine Berichtspflicht) Rechnung zu tragen ist.** Die derzeitigen Berichtsintervalle<sup>(1)</sup> für zugelassene AIFM, die EU-AIF verwalten, lassen sich (entsprechend denjenigen für OGAW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften, für die jeweils eine Zulassungspflicht besteht und die ihren Sitz in der EU haben) wie folgt zusammenfassen:

- AIFM, die AIF mit einem insgesamt verwalteten Vermögen unterhalb des Schwellenwerts von 100 Mio. EUR verwalten, können sich für eine Zulassung und jährliche Meldung von Informationen auf Ebene des Verwalters sowie auf Ebene des AIF entscheiden;
- übersteigt das insgesamt verwaltete Vermögen eines AIFM den Schwellenwert von 100 Mio. EUR ohne den Schwellenwert von 1 Mrd. EUR zu erreichen, so besteht für den AIFM eine halbjährliche Berichtspflicht sowohl auf Ebene des Managers als auch auf Ebene des AIF — außer für Fonds mit einem verwalteten Vermögen von über 500 Mio. EUR;
- übersteigt das gesamte verwaltete Vermögen eines AIFM den Schwellenwert von 1 Mrd. EUR, so besteht für den AIFM eine vierteljährliche Berichtspflicht sowohl auf Ebene des Verwalters als auch auf Ebene des AIF.

<sup>(1)</sup> „Leitlinien zu den Berichtspflichten gemäß Artikeln 3(3)(d) und 24(1), (2) und (4) AIFMD“ (ESMA/2014/869DE). Es wird darauf hingewiesen, dass die vorstehende Zusammenfassung nicht die Berichtsintervalle für AIF berücksichtigt, die in nicht börsennotierte Unternehmen und Emittenten anlegen, um die Kontrolle zu darüber erlangen — hierbei handelt es sich um eine Anlagestrategie, die OGAW nicht verfolgen können.

**Die Kommission könnte mit der ESMA und den NCAs in einen Dialog treten, um einen angemessenen Ansatz für die Festlegung einer Teilmenge von OGAW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften in den maßgeblichen Berichtskategorien zu entwickeln.** Der Dialog mit der ESMA und den NCAs bietet die Möglichkeit, im Rahmen der Entwicklung des Berichtsrahmens für OGAW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften von den aktuellen Erfahrungen mit Berichtspflichten gemäß Richtlinie 2011/61/EU zu lernen. Es wird darauf hingewiesen, dass die Kommission hierbei — in Zusammenarbeit mit der ESMA und den NCAs — zusätzlich zur Überwachung der Finanzstabilitätsrisiken auch andere Ziele berücksichtigen könnte (z. B. den Anlegerschutz), die kürzere Berichtsintervalle erfordern könnten. Die Berichtsvorschriften für OGAW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften sollten nach ihrer Einführung zu einem bestimmten Zeitpunkt erneut geprüft werden, um die Angemessenheit von Umfang und Intervallen der Berichte zu bewerten.

**Die Kommission sollte versuchen, ein ausgewogenes Verhältnis zwischen der Maximierung der Vorteile einer verbesserten Risikoüberwachung und der Minimierung der durch die neuen Berichtsanforderungen entstehenden Kosten zu erreichen.** Längerfristig dürften alle Länder davon profitieren, wenn die Berichtsvorschriften für OGAW mit den technischen Berichtssystemen/-einrichtungen vergleichbar sind, die bereits nach Richtlinie 2011/61/EU bestehen. Kurzfristig würde der Übergang zu neuen Berichtspflichten für OGAW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften jedoch sowohl für den Investmentfondsektor als auch für die Aufsichtsbehörden mit Kosten verbunden sein. Die kurzfristigen Kosten dürften für die unterschiedlichen zuständigen Behörden unterschiedlich ausfallen, wobei die Länder, in denen derzeit keine Berichtspflichten bestehen, voraussichtlich die größte Last tragen dürften. Auf der Seite des Fondssektors dürften die Kosten neuer, harmonisierter OGAW-Vorschriften für die einzelnen OGAW-Verwaltungsgesellschaften sehr unterschiedlich sein. So werden Fondsmanagern, die Fonds in unterschiedlichen Ländern verwalten, anfangs zusätzliche Berichtskosten entstehen. Dennoch werden sie eine Verbesserung der Berichtseffizienz insgesamt beobachten können und die Kosten werden gegenüber der aktuellen Situation, die von unterschiedlichen Berichtsvorschriften und -pflichten in diversen Ländern gekennzeichnet ist, sinken. Entsprechend werden Verwaltungsgesellschaften, die sowohl OGAW als auch AIF verwalten, nur geringe Einmalkosten entstehen, und sie werden die Berichterstattung in Bezug auf ihre OGAW anhand der für ihre AIF bestehenden Berichtssysteme/-einrichtungen vornehmen. Kleinen OGAW-Verwaltungsgesellschaften, die OGAW in nur einem Land verwalten, dürften in Verbindung mit neuen OGAW-Berichtsvorschriften die höchsten kurzfristigen Kosten entstehen, da die Effizienzsteigerungen im Vergleich zur bestehenden Berichtssituation bestenfalls gering sein werden. Neue Risikoberichte werden zusätzliche Verwaltungs- und Compliance-Kosten für die Einrichtung des Berichtssystems sowie periodische Kosten in Verbindung mit der Erstellung der Berichte nach sich ziehen. Andererseits könnten aus diesen Zusatzkosten Mengenvorteile entstehen und sie könnten Auswirkungen auf die Struktur des Sektors haben.

#### **Empfehlung D(3) — Harmonisierte Meldungen und Informationsaustausch**

**NCAs sollte aufgegeben werden, die von OGAW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften berichteten Daten an andere Behörden in der EU, die ESMA und den ESRB weiterzugeben.** Der zwingende Informationsaustausch ermöglicht die gemeinsame Analyse des Anteils, den OGAW möglicherweise an der Entstehung von systemischen Risiken haben, und löst gemeinsame Maßnahmen aus. Ferner könnten ein oder mehrere OGAW zu einem bestimmten Zeitpunkt eine bedeutende Quelle des Gegenparteirisikos eines Kreditinstituts oder eines anderen systemrelevanten Instituts in einem oder mehreren Mitgliedstaaten darstellen. Dies unterstreicht nochmals die Bedeutung eines angemessenen Rahmens für den Austausch von Berichtsdaten mit anderen Behörden.

**Der Kommission wird nahegelegt, die geltenden Vorschriften und Gepflogenheiten in Verbindung mit dem Informationsaustausch gemäß Richtlinie 2011/61/EU auf die neuen OGAW-Berichtsvorschriften anzuwenden** <sup>(1)</sup>. Gemäß Richtlinie 2011/61/EU sind NCAs verpflichtet, die über AIFM und AIF erhobenen Informationen mit anderen Behörden, der ESMA und dem ESRB auszutauschen. Für den Austausch von gemäß Richtlinie 2011/61/EU erhobenen Informationen zwischen der ESMA und dem ESRB bildet hingegen ein Memorandum of Understanding (MoU) die Grundlage. NCAs von Herkunftsmitgliedstaaten können darüber hinaus entweder regelmäßig oder zu bestimmten Zeitpunkten über die Berichtsvorschriften hinaus zusätzliche Informationen verlangen, falls dies im Hinblick auf eine wirkungsvolle Überwachung des systemischen Risikos für erforderlich erachtet wird. Schließlich wird der harmonisierte Informationsaustausch gemäß Richtlinie 2011/61/EU noch durch von der ESMA ausgearbeitete technische Durchführungsstandards unterstützt, die die Modalitäten der Verfahren des Informationsaustauschs zwischen NCAs untereinander und zwischen NCAs und der ESMA festlegen.

#### **II.4.2 Unbeabsichtigte Effekte**

**Durch neue OGAW-Berichtsvorschriften entstehen Kosten in Verbindung mit der Datenerhebung und den durch Verwaltungsgesellschaften und NCAs umzusetzenden Austauschverfahren.** Jeder Versuch, die Berichterstattung von OGAW und OGAW-Verwaltungsgesellschaften zu verbessern, sollte daher dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit Rechnung tragen und auf eine Minimierung der damit verbundenen Kosten gerichtet sein. Eine bessere OGAW-Berichterstattung könnte vor allem für kleinere Akteure eine unnötige Belastung darstellen. Daher sollten die OGAW-Berichtsvorschriften bei der Festlegung der Berichtspflichten berücksichtigen, welchen Beitrag die einzelnen Investmentfonds überhaupt zur Entstehung von systemischen Risiken leisten können. Die OGAW-Berichtsvorschriften sollten andere Möglichkeiten, die damit verbundenen Kosten zu senken, in Betracht ziehen und bestehende Berichtsvorschriften berücksichtigen, für die die Fondsindustrie und die zuständigen Behörden bereits technische Standards entwickelt haben.

<sup>(1)</sup> Siehe z. B. Artikel 50, 52 und 54 der Richtlinie 2011/61/EU.

Da eine Reihe von OGAW-Verwaltungsgesellschaften gleichzeitig als AIFM zugelassen sind und sich viele Berichtsbereiche für OGAW und AIF überschneiden, wäre es sinnvoll, das Format der OGAW-Berichtsvorschriften den bestehenden Berichtsvorschriften der Richtlinie 2011/61/EU anzupassen. Die OGAW-Berichtsvorschriften sollten darüber hinaus so weit wie möglich die bestehenden Berichtspflichten berücksichtigen, die diese Investmentfonds bereits erfüllen müssen. Vor allem die EZB-Datenerhebung im Hinblick auf die Bilanz von Investmentfonds beinhaltet bereits detaillierte Informationen zu den Aktiva und Passiva von Investmentfonds (siehe Verordnung (EU) Nr. 1073/2013 der Europäischen Zentralbank<sup>(1)</sup>). Diese Daten sind jedoch nicht für die gesamte Union verfügbar und stehen grundsätzlich nicht in ausreichender Granularität zur Verfügung, um nützliche Einblicke in mit Investmentfonds verbundene Liquiditätsrisiken und Hebelfinanzierungen zu erlangen.

## II.5 Empfehlung E — Orientierungshilfe für Artikel 25 der Richtlinie 2011/61/EU

### II.5.1 Wirtschaftliche Beweggründe und beabsichtigte Effekte

#### Empfehlung E(1) — Beurteilung des mit Hebelfinanzierungen verbundenen systemischen Risikos

**Investmentfondsmanager sind verpflichtet, granulare Daten für jeden von ihnen verwalteten hebelfinanzierten AIF an die NCAs zu berichten.** Die Daten, die bis zu 301 Positionen umfassen können, enthalten detaillierte Informationen zum Einsatz von Hebelfinanzierungen durch einen Investmentfonds, seine Größe, die Anlagestrategien, die Hauptrisiken, den geografischen Schwerpunkt, die Eigentumsrechte und Konzentration der Anleger, die gehandelten Instrumente, das Marktrisiko, das Gegenpartei-Risikoprofil, das Liquiditätsprofil (einschließlich Rücknahmeprofil) und operationelle sowie sonstige Risikogesichtspunkte. Es wird darauf hingewiesen, dass ein AIF mit einer Hebelwirkung von mehr als dem Dreifachen seines nach der Commitment-Methode ermittelten NAV als Fonds eingestuft wird, der erhebliche Hebelfinanzierungen einsetzt. Manager solcher Investmentfonds müssen darüber hinaus die fünf größten Quellen geliehener Barmittel oder Wertpapiere berichten.

**Die den NCAs zur Verfügung stehenden granularen Daten unterstützen die Beurteilungen des Systemrisikos aus Hebelfinanzierungen, wobei jedoch reichlich Raum für abweichende nationale Ansätze besteht.** Beispielsweise beinhalten die gemeldeten Daten zwei Messgrößen in Verbindung mit Hebelfinanzierungen — eine Brutto-Messgröße und eine Netto-Messgröße, die hebelfinanzierte Positionen berücksichtigt, die für Netting- oder Hedgingzwecke verwendet werden. Darüber hinaus können die Behörden im Hinblick auf die Verwendung und die Auslegung dieser Messgrößen unterschiedliche Ansichten vertreten. Ferner können aufgrund der umfassenden Datenmeldungen nationale Unterschiede im Hinblick darauf entstehen, ob über die Verwendung von Hebelfinanzierungen hinaus weitere Informationen in eine Beurteilung einfließen müssen. Möglicherweise bestehen auch Unterschiede im Hinblick auf die Notwendigkeit der Bewertung des Beitrags, den von AIF eingesetzte Hebelfinanzierungen zur Entstehung von Systemrisiken leisten.

**Die Internationalität des AIF-Sektors erfordert eine bessere Koordinierung der Herangehensweise an die Beurteilung von Systemrisiken, die aus Hebelfinanzierungen resultieren, und möglicher risikomindernder Maßnahmen.** Grundsätzlich haben die Anlagen und Verbindungen von AIF zu Finanzinstituten grenzüberschreitenden Charakter. Daher sind die möglichen wirtschaftlichen Folgen des Abbaus von Hebelfinanzierungen durch Investmentfonds oder des Ausfalls von Investmentfonds nicht auf Rechtsordnungen beschränkt, in denen AIF ihren Sitz haben. Es ist darüber hinaus recht unproblematisch für Fondsmanager und/oder ihre Investmentfonds, ihren Sitz in andere Länder zu verlegen, was die Bedeutung einer besseren Koordination der Herangehensweise an Beurteilungen und mögliche risikomindernde Maßnahmen zusätzlich unterstreicht.

**Um sicherzustellen, dass NCAs bei der Beurteilung, ob die Bedingungen für die Verhängung von mit Hebelfinanzierungen verbundenen Maßnahmen erfüllt sind, eine einheitliche Herangehensweise verfolgen, sollte die ESMA in einem ersten Schritt eine Orientierungshilfe für gemeinsame Indikatoren zur Verfügung stellen.** Diese Orientierungshilfe würde es ermöglichen, dass die umfassenden Informationen, die den NCAs gemäß Richtlinie 2011/61/EU zur Verfügung stehen, wirksam genutzt werden und sie würde für die NCAs Anreize schaffen, das Ausmaß zu beurteilen, in dem der Einsatz von Hebelfinanzierungen im AIF-Sektor zur Entstehung von Systemrisiken beiträgt. Für die Präzisierung der in Artikel 25 der Richtlinie 2011/61/EU genannten Maßnahmen — einschließlich makroprudenzieller Beschränkungen für Hebelfinanzierungen und anderer Beschränkungen in Bezug auf die Verwaltung von AIF — sind Vorschriften erforderlich, anhand derer beurteilt werden kann, ob die Maßnahmen, die letztendlich auf Investmentfondsebene angewendet werden, den Beitrag der Hebelfinanzierungen zur Entstehung von Systemrisiken im AIF-Sektor wirksam begrenzen.

**Der ESMA wird darüber hinaus nahegelegt, Orientierungshilfen zur Auslegung der Indikatoren zu geben, um ihre einheitliche Anwendung zu ermöglichen.** Derzeit erstellt die ESMA eine Datensammlung auf EU-Ebene, die alle Daten umfasst, die gemäß Richtlinie 2011/61/EU auf nationaler Ebene an die NCAs gemeldet werden. Sobald diese Datensammlung zur Verfügung steht, sollte die ESMA auf dieser Grundlage quantitative Ausblicke zur Auslegung der Indikatoren im Rahmen des Beurteilungsrahmens entwickeln können, z. B. durch Untersuchung grundlegender zusammenfassender Statistiken oder einzelner Indikatoren wie gemeldete Mittelwerte, Mediane, Mindest- oder Höchstwerte und die Verteilung der gemeldeten Werte.

<sup>(1)</sup> Verordnung (EU) Nr. 1073/2013 der Europäischen Zentralbank vom 18. Oktober 2013 über die Statistik über Aktiva und Passiva von Investmentfonds (EZB/2013/38) (ABl. L 297 vom 7.11.2013, S. 73).

**Der Beurteilungsrahmen sollte Indikatoren berücksichtigen, die das Niveau, die Herkunft und die unterschiedlichen Verwendungen von Hebelfinanzierungen erfassen.** Finanzielle Hebelwirkungen, die durch Kreditaufnahmen oder Wertpapierfinanzierungsgeschäfte erzielt werden, erhöhen das Liquiditätsrisiko eines Investmentfonds, da die Kreditkosten oder Einschussforderungen steigen können. Umgekehrt erhöht der Einsatz synthetischer Hebelwirkungen die Anfälligkeit eines Fonds für Schocks in den Derivatmärkten und das Risiko von Notverkäufen, zu denen er aufgrund von Einschussforderungen infolge geringfügiger Preisrückgänge gezwungen sein kann.

**Die Vorschriften sollten soweit wie möglich die nachstehend erläuterten Auslöser von Systemrisiken berücksichtigen.**

- a) **Der mögliche Beitrag einzelner Fonds und des AIF-Sektors insgesamt zum Risiko von Notverkäufen.** Ein Aspekt, der sich auf das Notverkaufsrisiko auswirkt, ist das Rücknahmeprofil eines Investmentfonds. Durch kurzfristig (vor allem täglich) einlösbare Forderungen und kurze Kündigungsfristen sind Investmentfonds anfällig für Anlegerruns, die Notverkäufe auslösen könnten. Darüber hinaus spielt die Anlegerbasis eine Rolle beim Rücknahmeprofil eines Investmentfonds: Eine höhere Konzentration von Anlegertypen — vor allem in Verbindung mit kurzen Rücknahmeintervallen — erhöht das Risiko von Notverkäufen, die bereits dadurch ausgelöst werden können, dass sich nur einer oder wenige Anleger zur Rückgabe ihrer Anteile entschließen. Ein zweiter Aspekt, der im Rahmen des Notverkaufsrisikos eine Rolle spielt, ist das Liquiditätsprofil eines Investmentfonds. Die Liquidität eines Investmentfondsportfolios ist von zentraler Bedeutung für die Fähigkeit des Fonds, ohne Notverkäufe Rücknahmeanträge erfüllen und/oder Einschussforderungen nachkommen zu können. Inwieweit Teile des Portfolios liquidiert werden können, hängt überwiegend von den Portfoliomerkmalen des Fonds ab. Bestimmte Aspekte, wie eine starke Konzentration der Gegenpartei-Kreditrisiken oder einzelner Instrumente erhöhen die Wahrscheinlichkeit, dass ein Investmentfonds im Fall eines Gegenpartei-Ausfalls Notverkäufe vornehmen muss. Diese Effekte könnten sich bei komplexen Portfolios (d. h. solche, die zum großen Teil OTC-Instrumente handeln oder in hohem Maße Sicherheiten wiederverwerten) noch verstärken.
- b) **Die direkte Verflechtung von Investmentfonds und dem gesamten AIF-Sektor mit Finanzinstituten.** Der Einsatz von Hebelwirkungen kann das Risiko der Insolvenzgefahr für einen Investmentfonds erhöhen. Dies könnte dann auf die Gegenparteien des Investmentfonds und auf das weitere Finanzsystem übertragen werden („Gegenparteien als Auslöser“). Gegenparteien können Banken oder Broker mit direkten Handelsverbindungen oder umfassenden Finanzierungen für einen Investmentfonds sein, der Hebelwirkungen einsetzt. Von einem hebelfinanzierten Investmentfonds können darüber hinaus über seine Verflechtung mit seinen Anlegern und durch die Finanzierung anderer Finanzintermediäre und Geschäfte Risiken für das globale Finanzsystem ausgehen („Verflechtung als Auslöser“). Direkte Verflechtungen mit Finanzinstituten können unter anderem durch Messung der Konzentration von Gegenpartei-Risiken gegenüber einem Investmentfonds erfasst werden. Darüber hinaus können Investmentfonds auch über ihre Anlegerbasis und Portfolio-Anlagen direkte Verbindungen zu Finanzinstituten haben.
- c) **Mittelbare oder unmittelbare Kreditmittlertätigkeiten einzelner Investmentfonds und des AIF-Sektors insgesamt.** Hebelfinanzierte Investmentfonds können zu einer übermäßigen Kreditvermittlung beitragen und das Risiko erhöhen, dass Kreditvermittlungsprozesse an Wendepunkten des Kreditzyklus abgebrochen werden. Durch den Einsatz von Hebelwirkungen können Investmentfonds unmittelbar mehr Kredite an die Realwirtschaft ausreichen oder umfangreichere Kreditvermittlertätigkeiten der Banken ermöglichen. In Verbindung mit dem Letztgenannten können Investmentfonds dem Bankensektor unmittelbare Finanzierungen zur Verfügung stellen sowie in strukturierte Kredite investieren und durch Derivate das Kreditrisiko übernehmen. Systemrisiken können sich aus einer plötzlichen Unterbrechung der Liquiditätsbereitstellung und kurzfristigen Finanzierung für Finanzinstitute ergeben sowie auch aus einer plötzlichen Reduzierung der Marktliquidität von Finanzinstrumenten, die für die Kreditvermittlung von Bedeutung sind, oder aus einer unzureichenden Risikotrennung<sup>(1)</sup>.

**Die ESMA sollte eine Orientierungshilfe oder einen funktionsfähigen Beurteilungsrahmen zur Verfügung stellen.** In der Theorie lässt sich eine grobe Einteilung der möglichen Auslöser des Systemrisikos vornehmen. In der Praxis sind diese Auslöser jedoch eng verflochten und dürften sich gegenseitig verstärken. Die den Auslösern von Systemrisiken zugrunde liegenden Mechanismen sind unter Umständen komplex und können sich ändern. Daher ist es nicht einfach, den Beitrag von Investmentfonds zum Systemrisiko durch individuelle Indikatoren zu erfassen. Es ist eine Abwägung zwischen der Entwicklung eines einfachen und durchführbaren Rahmens und eines Rahmens, der komplexer und schwieriger umzusetzen ist, vorzunehmen. Das Leitprinzip sollte hierbei sein, dass Indikatoren nur aufgenommen werden, wenn sie die Bewertung des Beitrags, den Investmentfonds und der gesamte AIF-Sektor zu mit Hebelwirkungen verbundenen Systemrisiken leisten, erheblich erleichtern.

<sup>(1)</sup> Bengtsson, E., „Investment funds, shadow banking and systemic risk.“ Journal of Financial Regulation and Compliance, Band 24(1), S. 60-73.

Darüber hinaus sollte die von der ESMA abgefasste Orientierungshilfe zum Beurteilungsrahmen für NCAs eine ausreichende Grundlage für die Begründung ihrer Entscheidung zur Einleitung von makroprudenziellen Maßnahmen bilden. Die NCAs des Herkunftsmitgliedstaats des AIFM sollten der ESMA, dem ESRB und den NCAs des AIF die Gründe für die Auslösung der makroprudenziellen Maßnahme darlegen, die getroffen wurde, um das Ausmaß zu begrenzen, in dem der Einsatz von Hebelwirkungen zur Entstehung von Systemrisiken im Finanzsystem oder zum Risiko ungeordneter Märkte beiträgt <sup>(1)</sup>. Anschließend sollte die ESMA eine Empfehlung im Hinblick auf die Maßnahme aussprechen und auch darauf eingehen, ob die Bedingungen für das Ergreifen der Maßnahme erfüllt wurden <sup>(2)</sup>. Wenn NCAs einen detaillierten Beurteilungsrahmen befolgen können, besteht eine größere Wahrscheinlichkeit, dass NCAs und die ESMA Einigkeit über die Notwendigkeit einer Maßnahme erzielen.

**Tabelle 4 enthält Beispiele gemeinsamer Indikatoren, die in den empfohlenen Beurteilungsrahmen aufgenommen werden könnten.** Die Indikatoren entstammen den Analysen, die die EZB zusammen mit der Nederlandsche Bank (DNB) <sup>(3)</sup>, der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) <sup>(4)</sup> und der britischen FCA <sup>(5)</sup> durchgeführt hat. Sie ermöglichen eine Beurteilung der Höhe, der Quelle und der unterschiedlichen Einsatzgebiete von Hebelfinanzierungen und sind darauf gerichtet, die Auslöser für das Systemrisiko so umfassend wie möglich zu erfassen. Alle Indikatoren lassen sich aus den Informationen ableiten, die den NCAs gemäß Artikel 24 der Richtlinie 2011/61/EU gemeldet wurden.

Tabelle 4

**Mögliche Indikatoren für einen Beurteilungsrahmen für von Investmentfonds ausgehenden Finanzstabilitätsrisiken**

		INDIKATOR		BESCHREIBUNG	ID-Datenfelder AIFMD-Meldevorlage
		Nr.	BEZEICHNUNG		
1. RISIKO VON MARKT-WIRKUNGEN	Größe	1.1	Netto-Risikoposition	Nettoinventarwert (NAV) * Hebelfinanzierungen nach der Commitment-Methode	53, 295
		1.2	Nettovermögenswert	NAV	53
2. RISIKO AUS NOTVERKÄUFEN	Hebelfinanzierung	2.1	Netto-Hebelfinanzierung	Hebelfinanzierung nach der Commitment-Methode	295
		2.2	Brutto-zu-Netto-Hebelfinanzierung	Brutto-Hebelfinanzierung / Commitment-Hebelfinanzierung als Messgröße für die Verwendung von Netting- und Hedging-Vereinbarungen	294, 295
	Rücknahmeprofil	2.3	Rücknahmedauer	Mindestzeit in Tagen, die Anleger bis zur Entnahme ihrer Anlagen warten müssen	194, 195, 196

<sup>(1)</sup> Siehe z. B. Artikel 25 der Richtlinie 2011/61/EU.

<sup>(2)</sup> Siehe z. B. Artikel 25 Absatz 6 der Richtlinie 2011/61/EG.

<sup>(3)</sup> Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. und de Sousa van Stralen, R. (2017) „Developing macroprudential policy for alternative investment funds. Towards a framework for macroprudential leverage limits in Europe: an application for the Netherlands“, gemeinsames Occasional Paper der EZB und der DNB.

<sup>(4)</sup> Lehecka, G. und Ubl, E., „Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer“, Finanzmarktstabilitätsbericht 30 der OeNB, Dezember 2015.

<sup>(5)</sup> Financial Conduct Authority, „Hedge Fund Survey“, Juni 2015.

		INDIKATOR		BESCHREIBUNG	ID-Datenfelder AIFMD-Meldevorlage
		Nr.	BEZEICHNUNG		
	<b>Liquiditätsinkongruenz</b>	2.4	Rücknahmedauer abzüglich wahrgenommener Portfolioliquidität in Tagen	Mindestzeit in Tagen, die Anleger bis die Entnahme ihrer Anlagen warten müssen, abzüglich vom Vermögensverwalter gemeldeter Portfolioliquidität	194, 195, 196, 178-184
		2.5	Verhältnis Nettoinventarwert zu hochliquiden Vermögenswerten	Zu hochliquiden Vermögenswerten gehören Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente (Einlagen, Geldmarktpapiere und sonstige), börsennotierte Aktien, von Finanzinstituten ausgegebene Wertpapiere mit Investment-Grade-Rating, EU-Staatsanleihen und Nicht-EU-Staatsanleihen der G10 sowie Anteile von Investmentfonds	53, 123
		2.6	Anteil illiquider Vermögenswerte (in % des NAV)	Zu illiquiden Vermögenswerten gehören physische Vermögenswerte, nicht börsennotierte Aktien, Unternehmensanleihen und Wandelanleihen ohne Investment-Grade-Rating sowie Kredite.	53, 123
	<b>Anleger- und Gegenpartei-konzentration</b>	2.7	Anlegerkonzentration	Anteil des von den fünf größten Anlegern gehaltenen Nettoinventarwerts	118
		2.8	Gegenparteikon-zentration	Nettokreditrisiko gegenüber den fünf größten Gegenparteien (in % des NAV)	165
	<b>3. RISIKO DIREKTER ANSTEC-KUNG VON FINANZ-INSTITUTEN</b>	<b>Verflechtungen über Anlagen</b>	3.1	Anlagen in Finanzinstitute	Wert einer Long-Position von Anlagen in börsennotierten Aktien und von Finanzinstituten ausgegebenen Unternehmensanleihen in % des NAV
3.2			Anlagen in strukturierte und verbriefte Produkte (in % des NAV)	Summe der Long-Positionen ABS, RMBS, CMBS, AMBS, ABCP, CDO, CLO, strukturierten Zertifikaten, ETP und anderen Instrumenten in % des NAV	53, 123

		INDIKATOR		BESCHREIBUNG	ID-Datenfelder AIFMD- Meldevorlage
		Nr.	BEZEICHNUNG		
	<b>Verflechtungen über die Anlegerbasis</b>	3.3	Banken in der Anlegerbasis (in % des NAV)	Direkte Verbindungen mit Finanz- instituten als Anleger	209
		3.4	Versicherer in der Anlegerbasis (in % des NAV)		
		3.5	Pensionsfonds in der Anlegerbasis (in % des NAV)		
		3.6	Investmentfonds in der Anlegerba- sis (in % des NAV)		
		3.7	Sonstige Finanz- institute in der Anlegerbasis (in % des NAV)		
<b>4. RISIKO DER UNTERBRECHUNG DER DIREKTEN KREDITVERMITTLERTÄTIGKEIT</b>		4.1	Anlagen in Unternehmens- anleihen (in % des NAV)	Summe der Long-Positionen in Unternehmensanleihen, nicht von Finanzinstituten ausgegebenen Wandelanleihen (IG und Nicht-IG) in % des NAV	53, 123
		4.2	Anlagen in Unternehmens- kredite (in % des NAV)	Hebelfinanzierungen & sonstige Kredite in % des NAV	53, 123

## Empfehlung E(2) — Makroprudenzielle Beschränkungen für Hebelfinanzierungen

Die ESMA kann die NCAs bei der Präzisierung von Beschränkungen für Hebelfinanzierungen unterstützen, indem sie eine Orientierungshilfe zu den Gestaltungsmöglichkeiten bereitstellt, die auch eine Beurteilung der Wirksamkeit und Effizienz der Gestaltungsmöglichkeiten enthält. Gemäß Richtlinie 2011/61/61 kann die Nutzung von Hebelfinanzierungen begrenzt werden, wenn diese zur „Entstehung von Systemrisiken“ beitragen. Weitere Orientierungshilfen für die Entwicklung von Grenzen sind jedoch nicht zu finden. NCAs könnten von einer Orientierungshilfe der ESMA für die Entwicklung von Beschränkungen für Hebelfinanzierungen profitieren und die ESMA könnte hierfür die Empfehlung ESRB/2013/2 des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken <sup>(1)</sup> zugrunde legen. Der ESRB empfiehlt den Behörden die Entwicklung makroprudenzieller Instrumente, die für die Erreichung ihrer politischen Ziele wirksam und effizient sind.

Für AIF geltende Beschränkungen für Hebelfinanzierungen könnten als wirksam angesehen werden, wenn sie die folgenden Risiken reduzieren: (i) Notverkäufe, (ii) Ansteckungsgefahren für finanzielle Gegenparteien und (iii) Störungen der Kreditvermittlungstätigkeiten. Durch Beseitigung dieser Arten des Marktversagens unterstützen Beschränkungen für Hebelfinanzierungen die finanzielle Stabilität. Im Hinblick auf die Zwischenziele des ESRB dienen Beschränkungen für Hebelfinanzierungen der Beseitigung des „Risikos einer übermäßigen Verschuldung“ <sup>(2)</sup>. Systemweite Hebelfinanzierungen sind dann übermäßig, wenn sie in bestimmten Volkswirtschaften die Gefahr kostspieliger Finanzkrisen entstehen lassen.

Damit Beschränkungen für Hebelfinanzierungen Wirkung zeigen, sollte das Instrument einfach sein und keine unbeabsichtigten Folgen haben. Die Behörden sollten Grenzen wählen, die leicht kalibrierbar und umsetzbar sind, Transparenz fördern und Inaktivität vermeiden. Darüber hinaus sollten sie keine unbeabsichtigten Folgen haben und Gaming und Arbitrage der Marktteilnehmer standhalten können. Außerdem sollten solche Grenzen in einem angemessenen Verhältnis zu dem Systemrisiko stehen, das durch den Einsatz von Hebelfinanzierungen durch Investmentfonds entsteht. Nur so kann sichergestellt werden, dass der Sektor weiter in der Lage ist, einen ökonomisch wertvollen Beitrag zu leisten. Beispielsweise sollten Investmentfonds weiterhin in der Lage sein, diversifizierte und aktive Strategien einzusetzen, die in einem extrem schwierigen Marktumfeld eine Pufferfunktion haben können. Zur Beurteilung der Erforderlichkeit von Beschränkungen für Hebelfinanzierungen bzw. der Art von Begrenzungen, die für die Systemrisiken verhältnismäßig wären, sollten die Behörden eine Risikoanalyse durchführen, die die gemäß Richtlinie 2011/61/EU erhobenen Daten und die Risikoindikatoren eines gemeinsamen Risikobeurteilungsrahmens (dessen Entwicklung durch die ESMA in Empfehlung E1 angeregt wurde) zugrunde legt.

Tabelle 5 enthält informationshalber für die ESMA einen beispielhaften Rahmen zur Bewertung der Wirksamkeit und Effizienz unterschiedlicher Gestaltungsmöglichkeiten für Beschränkungen für Hebelfinanzierungen. Die Tabelle bewertet beispielsweise drei Gestaltungsmöglichkeiten für konstante Beschränkungen für Hebelfinanzierungen und betrachtet auch zyklische Limite. Diese Beispiele stellen keine abschließende Auflistung aller Möglichkeiten dar und die nachstehende Bewertung sollte als Beispiel verstanden werden, wie der Rahmen für die Bewertung unterschiedlicher Gestaltungsmöglichkeiten verwendet werden kann.

Eine „Einheitsgrenze“ wäre möglicherweise unproblematisch umzusetzen, könnte jedoch wesentliche unbeabsichtigte Folgen haben. Eine solche Grenze könnte zur Begrenzung des mit Hebelfinanzierungen verbundenen Systemrisikos wirksam sein, wenn sie für einen großen Teil des Investmentfondssektors verbindliche Geltung entfalten würde. Sie könnte jedoch die unerwünschte Nebenwirkung haben, dass einige Geschäftsmodelle nicht mehr tragfähig sind, was sich wiederum erheblich negativ auf die Liquidität diverser Produkte im globalen Finanzmarkt auswirken könnte. Ferner könnte eine „Einheitsgrenze“ den Sektor erheblich in seiner Fähigkeit zur Abfederung von Marktschocks einschränken, insoweit als Fondsmanager aktiv und entgegen die Richtung der Märkte investieren. Da derartige Beschränkungen für Hebelfinanzierungen die Aktivitäten des Investmentfondssektors erheblich begrenzen können, besteht darüber hinaus noch das Risiko, dass diese Aktivitäten in andere, weniger regulierte Teile des Finanzsektors abwandern könnten.

Kurz- bis mittelfristig können Beschränkungen für Hebelfinanzierungen, die sich nach Art und/oder Profil des Investmentfonds richten, ein nützliches Instrument für NCAs sein. Durch unterschiedliche Beschränkungen für Hebelfinanzierungen in Abhängigkeit von der Art und/oder dem Profil von Investmentfonds könnten die Behörden eine wirksame Konzentration auf diejenigen Investmentfonds erreichen, die den größten Beitrag zum Systemrisiko leisten und damit die strukturellen Anfälligkeiten des Sektors angehen. Für die Differenzierung nach dem Investmentfondsprofil können mehrere Optionen in Betracht gezogen werden. So könnten Behörden in dem Bestreben, dem Risiko von Notverkäufen entgegenzuwirken, beispielsweise die Einrichtung von Grenzen für Investmentfonds in Erwägung ziehen, die kurzfristige Rücknahmen anbieten oder in weniger liquide Vermögenswerte investieren. Als weiteres Beispiel können Behörden, die Ansteckungsgefahren befürchten, die Einrichtung von Beschränkungen für Hebelfinanzierungen für Investmentfonds erwägen, die große oder stark konzentrierte Risikopositionen in anderen Finanzinstituten halten. Die ESMA

<sup>(1)</sup> Empfehlung ESRB/2013/1 des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 4. April 2013 zu Zwischenzielen und Instrumenten für makroprudenzielle Maßnahmen (ABl. C 170 vom 15.6.2013, S. 1).

<sup>(2)</sup> Siehe beispielsweise Empfehlung ESRB/2013/1, die eine Übersicht über die Zwischenziele und einen Abgleich von bestehenden und möglichen makroprudenziellen Instrumenten enthält.

könnte die Behörden dadurch unterstützen, dass sie eine Orientierungshilfe für die Erstellung von Investmentfonds-Profilen zur Verfügung stellt, anhand derer die Risiken in Verbindung mit Hebelfinanzierungen bewertet werden können und durch die makroprudenzielle Beschränkungen für Hebelfinanzierungen eingerichtet werden können. Die Behörden könnten darüber hinaus Unterschiede beim Gesamtumfang der Hebelfinanzierungen zulassen, indem sie unterschiedliche Grenzen für die einzelnen Arten von Investmentfonds einführen. Ein Nachteil dieser Möglichkeit ist es, dass Investmentfonds diese Grenzen dadurch umgehen könnten, dass sie die Einstufung in eine vorteilhaftere Investmentfondskategorie anstreben<sup>(1)</sup>. Daher ist es möglicherweise gerechtfertigt, Kriterien für die Klassifizierung von AIFs zu entwickeln, damit sie den Investmentfondsarten zugeteilt werden können.

Tabelle 5

**Möglicher Rahmen für die Bewertung der Wirksamkeit und Effizienz unterschiedlicher Gestaltungsmöglichkeiten für Beschränkungen für Hebelfinanzierungen**

	Gestaltungsmöglichkeiten für Beschränkungen für Hebelfinanzierungen	Konstante Beschränkungen für Hebelfinanzierungen			Zyklische Beschränkungen
		1	2	3	
		Einheitsgrenze	Beschränkungen nach Fondstyp	Beschränkungen nach Fondsprofil	
<b>Wirksamkeit</b>	<b>Notverkäufe</b>	Wirksam zur Begrenzung aller Fehlentwicklungen am Markt, wenn die Grenze für einen großen Teil der hebelfinanzierten Fonds verbindlich gilt	Wirksam zur Begrenzung aller Fehlentwicklungen am Markt, falls die Grenzen für einen großen Teil der hebelfinanzierten Fonds verbindlich gelten	Wirksam, wenn hebelfinanzierte Fonds mit relativ illiquiden Portfolios und/oder kurzen Rücknahmefristen das Ziel sind	Gestaltungsmöglichkeiten 1 bis 3 könnten zeitvariabel eingesetzt werden. Die Gestaltungen hätten dieselbe Wirkung, aber zyklische Beschränkungen für Hebelfinanzierungen wären besser geeignet, die Entstehung von Risiken in der Aufschwungphase und den Eintritt von Risiken in der Abwärtsphase des Finanzzyklus zu begrenzen
	<b>Gegenpartei- &amp; Verflechtungsexternalität</b>			Wirksam zur Beeinflussung hebelfinanzierter Fonds mit engen direkten Verbindungen zu Finanzinstituten	
	<b>Übermäßige Kreditvermittlung</b>			Wirksam zur Beeinflussung hebelfinanzierter Fonds, die in Unternehmensanleihen und Kredite investieren	
<b>Effizienz</b>	<b>Verhältnismäßigkeit</b>	Während eine geringe Grenze dazu führen kann, dass Fondstypen (z. B. Hedgefonds) nicht mehr lebensfähig sind, kann eine hohe Grenze den allgemeinen Aufbau von Hebelfinanzierungen nicht verhindern	Grenzen beeinflussen Fondstypen, die in relativ hohem Umfang Hebelfinanzierungen einsetzen (z. B. Hedgefonds), ohne jedoch zwischen Risikoprofilen innerhalb eines Fondstyps zu unterscheiden	Grenzen beeinflussen Risikoprofile von allgemeinen Fonds über alle Fondstypen hinweg	Die Verhältnismäßigkeit hängt von der gewählten Gestaltungsmöglichkeit ab

<sup>(1)</sup> Gemäß Richtlinie 2011/61/EU können Fondsmanager den Fondstyp wählen.

	Gestaltungsmöglichkeiten für Beschränkungen für Hebelfinanzierungen	Konstante Beschränkungen für Hebelfinanzierungen			Zyklische Beschränkungen
		1	2	3	
		Einheitsgrenze	Beschränkungen nach Fondstyp	Beschränkungen nach Fondsprofil	
	<b>Widerstandsfähig gegenüber Gaming und Arbitrage</b>	Kein Raum für Gaming und Arbitrage	Etwas Raum für Gaming und Arbitrage, da gemischte Fonds die Einstufung in eine günstigere Klasse anstreben könnten	Gaming- und Arbitrage-Möglichkeiten unwahrscheinlich aufgrund der geringen Zahl eng definierter Profile	Das Ausmaß von Gaming und Arbitrage hängen von der gewählten Gestaltungsmöglichkeit ab
	<b>Komplexität der Kalibrierung</b>	Einfachste Gestaltungsmöglichkeit	Relativ einfach mit geringer Zahl eng definierter Fondstypen	Relativ einfach mit geringer Zahl streng definierter Fondsprofile	Erfordert einen Indikator zur Anzeige des Hebelfinanzierungszyklus und eine Messgröße für den Beitrag des Fonds, was die Komplexität der Kalibrierung erhöht.

Quelle: Tabelle 4.1 in Van der Veer et al. (2017).

**Längerfristig könnte auch die zyklische Hebelfinanzierung in Betracht kommen.** Möglicherweise möchten die Behörden auch die Anwendung einer auf eine bestimmte Art zyklisch ausgestalteten Beschränkung der Hebelfinanzierung (z. B. eine „Einheitsgrenze“, eine Grenze nach Fondstyp oder nach Fondsprofil) in Erwägung ziehen. Im Vergleich zu konstanten Beschränkungen für Hebelfinanzierungen würden sich zyklische Grenzen besser für die Eindämmung der Entstehung und des Eintritts von Risiken in Auf- bzw. Abschwungphasen des Finanzzyklus eignen. Kurz- bis mittelfristig kann ein zyklischer Ansatz jedoch nicht umgesetzt werden, da hierfür eine Messgröße für den Finanzzyklus und ein Indikator für den Beitrag eines Fonds erforderlich wären, was die Komplexität dieser Maßnahme steigern würde. Verfolgt man denselben Ansatz wie den für Beschränkungen für Hebelfinanzierungen nach Basel III, sollte der Fokus kurzfristig auf konstanten Grenzen liegen. Zyklische Grenzen könnten untersucht werden, wenn die Behörden mehr Erfahrungen mit konstanten Grenzen gesammelt haben.

**Beschränkungen für Hebelfinanzierungen sollten auf den Hebelfinanzierungsmessgrößen der Richtlinie 2011/61/EU basieren, damit eine einheitliche Anwendung und die Transparenz verbessert und die Aufsichtsarbitrage vermieden werden können.** Die Verwendung allgemeiner Hebelfinanzierungsmessgrößen unterstützt die Behörden in der europaweit einheitlichen Verwendung von Beschränkungen für Hebelfinanzierungen. Sie verbessert auch die Transparenz der Maßnahmen und erleichtert die Umsetzung. Darüber hinaus trägt die Verwendung allgemeiner Hebelfinanzierungsmessgrößen zu einer Beschränkung der Aufsichtsarbitrage durch Fondsmanager bei. In Anbetracht der Komplexität der Messung von Hebelfinanzierungen sollten die Behörden idealerweise auf bestehenden Konzepten und Messgrößen für die Meldung von Hebelfinanzierungen gemäß Richtlinie 2011/61/EU aufbauen.

**Durch eine periodische Überprüfung der Beschränkungen für Hebelfinanzierungen werden (i) Verbesserungen aufgrund von Erfahrungswerten und (ii) eine Anpassung an internationale Standards erreicht.** Man könnte argumentieren, dass die Messgrößen für Hebelfinanzierungen in Richtlinie 2011/61/EU derzeit nicht perfekt definiert sind oder dass die Messgrößen letztendlich nicht mit internationalen Standards (wie die von der IOSCO entwickelten) übereinstimmen. Ein wesentlicher Vorteil der Verwendung der Hebelfinanzierungsmesszahlen der Richtlinie 2011/61/EU ist es jedoch, dass im Rahmen von regelmäßigen Überprüfungsprozessen mögliche künftige Verbesserungen der Messung der Hebelfinanzierung automatisch und konsequent berücksichtigt werden. Ein regelmäßiger Überprüfungsprozess würde auch Einheitlichkeit mit internationalen Standards (FSB, IOSCO) herstellen. Eine periodische Revision der Beschränkung der Hebelfinanzierung würde der Empfehlung ESRB/2013/1 entsprechen<sup>(1)</sup>.

**Eine Orientierungshilfe zu den Kriterien für die Anwendung von Leverage-Grenzen unterstützt NCAs bei der Präzisierung von Beschränkungen für Hebelfinanzierungen.** Klare Orientierungshilfen verbessern die kohärente Anwendung in Europa und wirken der Untätigkeit entgegen.

<sup>(1)</sup> Siehe beispielsweise Empfehlung D ESRB/2013/1.

**Die ESMA könnte die Behörden bei der Präzisierung von Beschränkungen für Hebelfinanzierungen unterstützen, indem sie Orientierungshilfen dazu zur Verfügung stellt, wie Behörden ein ausgewogenes Verhältnis zwischen regelbasierten Maßnahmen und der freiwilligen Umsetzung herstellen sollten.** Es sollte ein ausgewogenes Verhältnis zwischen problemlos umzusetzenden regelbasierten Messgrößen und flexiblen Ermessensfreiheiten herrschen.

#### **Empfehlung E(3) — Unterrichtsverfahren**

**Die ESMA sollte ein klares Unterrichtsverfahren für NCA-Entscheidungen gemäß Artikel 25 der AIFMD entwickeln.** Durch ein solches harmonisiertes Unterrichtsverfahren können die NCAs auf effiziente Weise Informationen an die ESMA übermitteln. Im Gegenzug können die ESMA und der ESRB derartige Unterrichtsverfahren auf wirksame und effiziente Art analysieren.

#### **Empfehlung E(4) — Benchmarking**

**Um ein stabiles, wirksames und kohärentes Regulierungs- und Aufsichtsniveau zu erreichen, empfiehlt es sich, dass die ESMA ein Benchmarking hinsichtlich der Ausübung der Befugnisse der NCAs gemäß Artikel 25 Absatz 3 der Richtlinie 2011/61/EU durchführt.** Ein derartiges Benchmarking könnte beispielsweise einen Hinweis auf die Umstände liefern, unter denen die Befugnisse ausgeübt wurden, sowie auf die Anforderungen, die eingeführt wurden, um auf unterschiedliche Situationen zu reagieren. Dies kann zur Feststellung von bewährten Verfahren beitragen. Die ESMA sollte darüber hinaus die Ergebnisse dieser Vergleiche im Kreis ihrer Mitglieder besprechen und die Kenntnisse über NCA-Maßnahmen an die nationalen makroprudenziellen Behörden und den ESRB weitergeben.

**Die Ergebnisse der Benchmarking-Maßnahmen sind zwar nicht verbindlich, können jedoch von den NCAs so verwendet werden, dass sie in ihre eigenen Verfahren einfließen.** So wurden Benchmarking-Maßnahmen in Verbindung mit der von NCAs vorgenommenen Beurteilung von internen Ansätzen zur Berechnung von Eigenmittelanforderungen durch Banken <sup>(1)</sup> und Sanierungsplan-Szenarien gemäß Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates <sup>(2)</sup>, <sup>(3)</sup> durchgeführt. Diese Maßnahmen verdeutlichen den Nutzen des Benchmarkings beim Vergleich der Aufsichtspraktiken — wodurch deren Konvergenz gefördert wird — sowie bei der Verbesserung der Entscheidungsfindung der NCAs unter Beibehaltung der aufsichtlichen Ermessensfreiheit. Dieses Benchmarking könnte auch als Informationsquelle im Rahmen von delegierten Rechtsakten der Kommission gemäß Artikel 25 Absatz 9 der Richtlinie 2011/61/EU dienen (Grundsätze, die die Umstände festlegen, unter denen NCAs die Befugnisse nach Artikel 25 Absatz 3 unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Strategien der AIF, der unterschiedlichen Marktbedingungen, unter denen AIF tätig sind, sowie der möglichen prozyklischen Effekte der Anwendung der Vorschriften anwenden).

#### **II.5.2 Unbeabsichtigte Effekte**

**Das Niveau der Harmonisierung und die Ermessensbefugnisse der national zuständigen Behörden sind gegeneinander abzuwägen.** Der mit dieser Empfehlung verfolgte harmonisierte Ansatz für die Präzisierung von Artikel 25 impliziert, dass die Ermessensbefugnisse der NCAs bis zu einem gewissen Grad begrenzt werden müssen. Mit der Befugnis der ESMA, Orientierungshilfen herauszugeben, soll die aufsichtliche Konvergenz gefördert werden. Eine extreme und unbeabsichtigte Folge könnte jedoch sein, dass eine von der ESMA abgefasste Orientierungshilfe für einen Risikobeurteilungsrahmen und die Ausgestaltung, Kalibrierung und Einführung von makroprudenziellen Beschränkungen für Hebelfinanzierungen die NCAs daran hindern könnte, für die von Fondsmanagern in ihrem Zuständigkeitsbereich verwalteten AIF nach eigenem Ermessen makroprudenzielle Beschränkungen der Hebelfinanzierungen einzurichten.

<sup>(1)</sup> <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>.

<sup>(2)</sup> Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinie 82/891/EWG des Rates, der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU und 2013/36/EU sowie der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates (ABl. L 173 vom 12.6.2014 S. 190).

<sup>(3)</sup> Siehe Bericht unter <https://www.eba.europa.eu/-/eba-benchmarks-approaches-on-scenarios-in-recovery-plans>.

### Literaturhinweise

Bank of England, *Financial Stability Report*, Ausgabe 38, Dezember 2015.

Bank of England, *Financial Stability Report*, Ausgabe 39, Juli 2016, S. 8.

Bank of England, *Financial Stability Report*, Ausgabe 40, November 2016.

E. Bengtsson, „Investment funds, shadow banking and systemic risk“, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Band 24 Ausgabe 1, 2016, S. 60-73.

L. Clerc, A. Giovannini, S. Langfield, T. Peltonen, R. Portes und M. Scheicher, „Indirect contagion: the policy problem“, in *Occasional Paper Series des ESRB*, Nr. 9, Januar 2016.

C. Cohn., D. Milliken, und S. Jessop, *Number of UK property funds suspended since Brexit vote doubles*, August 2016, siehe <http://uk.reuters.com/article/uk-britain-eu-property/number-of-uk-property-funds-suspended-since-brexit-vote-doubles-idUKKCN0ZL13H>.

Ausschuss der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden, „CESR’s Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS“, in *Feedback-Statement*, Juli 2010.

Delegierte Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission vom 19. Dezember 2012 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Ausnahmen, die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, Verwahrstellen, Hebelfinanzierung, Transparenz und Beaufsichtigung (ABl. L 83 vom 22.3.2013, S. 1).

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 gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Erläuterung gewisser Definitionen (ABl. L 79 vom 20.3.2007, S. 11).

Richtlinie 2010/43/EU der Kommission vom 1. Juli 2010 zur Durchführung der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf organisatorische Anforderungen, Interessenkonflikte, Wohlverhalten, Risikomanagement und den Inhalt der Vereinbarung zwischen Verwahrstelle und Verwaltungsgesellschaft (ABl. L 176 vom 10.7.2010, S. 42),

Vítor Constâncio, *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*, Rede anlässlich der gemeinsamen Konferenz der Europäischen Kommission und der Europäischen Zentralbank über die europäische Finanzmarktintegration und -stabilität, Frankfurt am Main, Deutschland, April 2016.

Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (ABl. L 302 vom 17.11.2009, S. 32).

Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010 (ABl. L 174 vom 1.7.2011, S. 1).

Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinie 82/891/EWG des Rates, der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU und 2013/36/EU sowie der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 190).

Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 349).

Europäische Bankenaufsichtsbehörde, „Counterparty credit risk (internal model method and credit valuation adjustment) benchmarking exercise“, Bericht, 2014, siehe <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>.

Europäische Bankenaufsichtsbehörde, „Recovery planning. Comparative report on the approach taken on recovery plan scenarios“, Bericht von Dezember, 2015, siehe <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/Report+on+benchmarking+scenarios+in+recovery+plans.pdf>.

Europäische Zentralbank, *Financial Stability Review*, Mai 2016.

Europäische Kommission, *Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) — Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments*, 2012, siehe [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm).

European Fund and Asset Management Association, *Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017*, Dezember 2017.

Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, *Leitlinien zu den Berichtspflichten gemäß Artikeln 3(3)(d) und 24(1), (2) und (4) AIFMD (ESMA/2014/869DE)*, August 2014.

Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (2015), *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, Nr. 2.

Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, „Key principles for a European framework on loan origination by funds“, ESMA/2016/596, Stellungnahme aus April 2016, siehe [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596\\_opinion\\_on\\_loan\\_origination.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596_opinion_on_loan_origination.pdf).

Europäischer Ausschuss für Systemrisiken, *EU Shadow Banking Monitor*, Nr. 1, Juli 2016.

Europäischer Ausschuss für Systemrisiken, *EU Shadow Banking Monitor*, Nr. 2, Mai 2017.

Financial Conduct Authority, *Hedge Fund Survey*, Juni 2015.

Financial Conduct Authority, *Illiquid assets and open-ended investment funds, Diskussionspapier (DP 17/1)*, Februar 2017.

Finanzstabilitätsrat, *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, Januar 2017.

Financial Stability Oversight Council, *Update on Review of Asset Management Products and Activities*, April 2016.

International Organization of Securities Commissions, „Liquidity Management Tools in Collective Investment Schemes: Results from an IOSCO Committee 5 survey to members“, Final Report, FR28/2015, Dezember 2015.

International Organization of Securities Commissions, „Open-ended Fund Liquidity and Risk Management — Good Practices and Issues for Consideration“, Konsultationsbericht, CR05/2017, Juli 2017.

S. Jones, *The Week Brexit Got Real for Investors in Property Funds*, Juli 2016, siehe <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brexit-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds>.

G. Lehecka und E. Ubl, „Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer“, Finanzmarktstabilitätsbericht Nr. 30 der OeNB, Dezember 2015.

Steven Maijoor, *Measuring and assessing stability risks in financial markets*, Rede anlässlich des ESRB Shadow Banking Workshops, Frankfurt am Main, Deutschland, Mai 2015.

M. Marriage, *Contagion worries rise over property fund suspension*, Juli 2016, siehe <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>.

B. Moshinsky, *Bear Stearns, the sequel: Property fund suspensions are on the cusp of triggering the next financial crisis*, Juli 2016, siehe <http://uk.businessinsider.com/guide-why-uk-property-fund-suspensions-trigger-financial-crisis-risks-analysis-2016-7>.

Empfehlung ESRB/2012/1 des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 20. Dezember 2012 über Geldmarktfonds (ABL C 146 vom 25.5.2013, S. 1).

Empfehlung ESRB/2013/1 des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 4. April 2013 zu Zwischenzielen und Instrumenten für makroprudenzielle Maßnahmen (ABL C 170 vom 15.6.2013, S. 1).

Empfehlung ESRB/2014/1 des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 18. Juni 2014 zu Zwischenzielen und Instrumenten für makroprudenzielle Maßnahmen (ABl. C 293 vom 2.9.2014, S. 1).

Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (ABl. L 201 vom 27.7.2012, S. 1).

Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 (ABl. L 176 vom 27.6.2013, S. 1).

Verordnung (EU) Nr. 1073/2013 der Europäischen Zentralbank vom 18. Oktober 2013 über die Statistik über Aktiva und Passiva von Investmentfonds (EZB/2013/38) (ABl. L 297 vom 7.11.2013, S. 73).

Verordnung (EU) Nr. 909/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer sowie zur Änderung der Richtlinie 98/26/EG und 2014/65/EU und der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 (ABl. L 257 vom 28.8.2014, S. 1).

Verordnung (EU) 2015/760 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 29. April 2015 über europäische langfristige Investmentfonds (ABl. L 123 vom 19.5.2015, S. 98).

Verordnung (EU) Nr. 2017/1131 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über Geldmarktfonds (ABl. L 169 vom 30.6.2017, S. 8).

U.S. Securities and Exchange Commission, „Investment Company Liquidity Risk Management Programs“, 17 CFR Parts 210, 270, 274, Release Nos 33-10233, IC-32315, File No S7-16-15 RIN 3235-AL61, 2016, siehe <https://www.sec.gov/rules/final/2016/33-10233.pdf>.

K. Van der Veer, A. Levels, R. Chaudron, M. Grill, L. Molestina Vivar, M. Petrescu und C. Weistroffer, „Towards a framework for calibrating macroprudential leverage limits for alternative investment funds“, Special Feature „A“, in *ECB Financial Stability Review*, November 2016, S. 123-133.

K. Van der Veer, A. Levels, C. Lambert, L. Molestina Vivar, C. Weistroffer, R. Chaudron und R. de Sousa van Stralen, *Developing macroprudential policy for alternative investment funds. Towards a framework for macroprudential leverage limits in Europe: an application for the Netherlands*, gemeinsames Occasional Paper der EZB und der DNB, 2017.

Mary Jo White, *Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry*, Rede anlässlich des The New York Times DealBook Opportunities for Tomorrow Conference Held at One World Trade Center, New York, N.Y., Dezember 2014.

---

## Anhang

Tabelle A1

## Verfügbarkeit von Liquiditätsmanagementinstrumenten in den EU-Mitgliedstaaten (Quelle: ESMA)

	AT	BE	BG	CY	CZ	DE	DK	EE	ES	FI	FR	GR	HR	HU	IE	IS	IT	LI	LT	LU	LV	MT	NL	NO	PT	RO	SE	SI	SK	UK		
Rücknahmesperren („Gates“)	NEIN	NEIN	NEIN	JA	NEIN	NEIN	NEIN	JA	JA	NEIN	JA	NEIN	NEIN	NEIN	JA	NEIN	JA	JA	NEIN	JA	NEIN	JA	JA	JA	JA	JA	NEIN	NEIN	JA	JA		
Abspaltung illiquider Anlagen („Side Pockets“)	JA	NEIN	NEIN	JA	NEIN	NEIN	NEIN	JA	JA	NEIN	JA	NEIN	NEIN	NEIN	JA	NEIN	JA	JA	NEIN	JA	NEIN	JA	JA	JA	NEIN	NEIN	NEIN	JA	NEIN	NEIN		
Verwässerungsschutzgebühr	NEIN	NEIN	NEIN	JA	NEIN	NEIN	NEIN	JA	NEIN	NEIN	JA	NEIN	NEIN	NEIN	JA	NEIN	JA	JA	NEIN	JA	NEIN	NEIN	JA	NEIN	JA	JA	NEIN	NEIN	NEIN	JA		
Rückkaufgebühren	JA	NEIN	NEIN	JA	NEIN	JA	NEIN	JA	NEIN	JA	JA	NEIN	NEIN	NEIN	JA	NEIN	JA	JA	NEIN	JA	NEIN	NEIN	JA	NEIN	JA							
Rücknahme gegen Sachwerte	JA	NEIN	NEIN	JA	NEIN	JA	NEIN	JA	JA	JA	JA	NEIN	JA	NEIN	JA	NEIN	JA	JA	NEIN	JA	NEIN	JA	JA	NEIN	JA	NEIN	NEIN	NEIN	JA	NEIN	JA	
Aussetzung von Rücknahmen	JA	JA																														
Preisadjustierungen bei größeren Mittelbewegungen („Swing Pricing“)	JA	NEIN	NEIN	JA	NEIN	NEIN	NEIN	JA	NEIN	JA	JA	NEIN	NEIN	NEIN	JA	NEIN	NEIN	JA	NEIN	JA	NEIN	NEIN	JA	JA	NEIN	NEIN	NEIN	NEIN	NEIN	NEIN	JA	
Kurzfristige Kreditaufnahmen	JA	NEIN	JA	JA	JA	JA	NEIN	JA	JA	JA	JA	JA	NEIN	NEIN	JA	JA	JA	JA	NEIN	JA	NEIN	JA	JA	NEIN	JA	JA	NEIN	JA	JA	JA	JA	
Zwingend vorgeschriebene Liquiditätspuffer	JA	NEIN	JA	NEIN	JA	NEIN																										
Zusatzverträge	JA	NEIN	NEIN	NEIN	NEIN	NEIN	NEIN	JA	JA	NEIN	NEIN	NEIN	NEIN	NEIN	JA	NEIN	NEIN	JA	NEIN	JA	NEIN	JA	JA	NEIN	JA							
Sonstige Instrumente/ Maßnahmen	NEIN	NEIN	NEIN	NEIN	NEIN	JA	NEIN	NEIN	JA	NEIN	JA	NEIN	NEIN	NEIN	NEIN	NEIN	JA	NEIN	NEIN	JA	NEIN	JA										