

Bericht mit Leitlinien

Liquiditätsstresstests
deutscher
Kapitalverwaltungs-
gesellschaften

Verfasser:

Dr. Elmar Böhmer
Angelika Greiner
Jana Klein
Dr. Mehtap Ölger
Silvia Rollwa
André Wetzel

Zusammenfassung

Investmentfonds sind durch ihre Konstruktion, unterschiedlich liquide Vermögensgegenstände zu halten und Anlegern zugleich eine möglichst kurzfristige Anteilrücknahme anzubieten, einem nur schwer zu erfassenden Liquiditätsrisiko ausgesetzt. Geeignete Stresstests sind ein wichtiges Werkzeug zur Messung und Steuerung dieses Liquiditätsrisikos. Sie können helfen, das Portfolio- und Risikomanagement zu verbessern, das individuelle Liquiditätsrisiko auf Fondsebene zu reduzieren und damit auch das Risiko im Finanzsystem zu begrenzen. Die aufsichtlichen Anforderungen an das Liquiditätsrisikomanagement bei Investmentfonds und den sachgerechten Einsatz von geeigneten Liquiditätsstresstests sind bislang allerdings vergleichsweise offen formuliert. Die vorliegenden Leitlinien sollen dazu beitragen, ein gemeinsames Verständnis zu erreichen und das Qualitätsniveau im Liquiditätsrisikomanagement der Investmentgesellschaften zu sichern. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) führte hierzu im Sommer 2017 bei ausgewählten deutschen Kapitalverwaltungsgesellschaften eine Bestandsaufnahme der derzeitigen Praxis des Liquiditätsrisikomanagements und der Liquiditätsstresstests auf Fondsebene durch.

Der Bericht beschreibt sowohl die aktuelle Branchenpraxis als auch die Spezifika des deutschen Marktes. Der deutsche Fondsmarkt ist nicht nur hinsichtlich der Geschäftsmodelle der Kapitalverwaltungsgesellschaften ausgesprochen heterogen. Auch bezüglich der Anlegerstruktur ist zwischen Publikums- und Spezialfonds zu differenzieren. Vor allem aber zeigt sich eine Vielfalt von verwalteten Vermögenswerten, bei denen neben einer großen Palette von Wertpapieren auch Immobilien von großer Bedeutung sind. Folglich unterscheiden sich nicht nur die Liquidität der Vermögenswerte und die Verfügbarkeit einer Historie von Risikokennzahlen. Auch die individuellen Ausbaustufen des Liquiditätsrisikomanagements spiegeln diese Unterschiedlichkeit wider.

Nach den Leitlinien hängt die angemessene Ausgestaltung der Liquiditätsstresstests vom Geschäftsmodell und der Größe der Fondsgesellschaft ab. Meldewege und Verantwortlichkeiten allerdings müssen stets klar geregelt sein. Das Design der Stresstestszenarien und auch deren Häufigkeit sind möglichst auf den Fonds zuzuschneiden. Insbesondere die Beurteilung der Liquiditätsrisiken sollte auf Basis eigener Überlegungen und Einschätzungen erfolgen. Es gibt somit aus gutem Grund keinen allgemeingültigen Königsweg für Liquiditätsstresstests. Gerade dies stellt die Kapitalverwaltungsgesellschaften selbst in die Verantwortung, für die Risikosteuerung jeweils die am besten geeigneten Werkzeuge anzuwenden.

Inhalt

1	Einleitung	5
2	Die deutsche Fondslandschaft – Daten und Fakten	6
3	Liquiditätsrisiken in Investmentfonds	11
3.1	Liquiditätsrisikobegriff	11
3.2	Risikomanagement	12
3.3	Aktuelle Regulierung von Liquiditätsrisiken in Deutschland	14
3.4	Regulatorische Anforderungen für Liquiditätsstresstests	16
3.5	Organisatorische Anforderungen für Stresstests	17
3.6	Verantwortung der Geschäftsleitung	18
4	Überwachung des Liquiditätsrisikos in der Praxis	18
4.1	Liquiditätsrisiko auf der Aktivseite	18
4.2	Liquiditätsrisiko auf der Passivseite	21
4.3	Quantifizierung des Liquiditätsrisikos	23
5	Liquiditätsstresstests bei deutschen Investmentfonds	25
5.1	Stresstests auf der Aktivseite	25
5.2	Stresstests für die Passivseite	27
5.3	Zusammenführen der Aktiv- und Passivseite	29
5.4	Validierung und Backtesting	30
6	Risikoanalysen und Berichtswesen	31
7	Aufsichtliche Bewertung	33
	Annex: Laufende internationale Arbeiten	36

1 Einleitung

Die Frage, welche Rolle Stresstests im Rahmen des Liquiditätsrisikomanagements von Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVGn) spielen sollen, wird derzeit vielfältig diskutiert. So hat das Financial Stability Board (FSB) in seinen Überlegungen zum Asset Management postuliert, dass die Aufsichtsbehörden den Marktteilnehmern zumindest aufsichtliche Leitgedanken („Guidance“) für ein gutes Liquiditätsrisikomanagement geben sollten. Auch europäische Gremien, wie das European Systemic Risk Board (ESRB) und die European Securities Markets Authority (ESMA), befassen sich aktuell verstärkt mit diesem Thema. Hinter der verstärkten Befassung mit dem Liquiditätsrisiko von Fonds (-gesellschaften) steht dabei vor allem die aus der Perspektive der Finanzstabilität bestehende Furcht vor sogenannten Liquiditätsspiralen. Liquiditätsspiralen könnten durch massive Rückgaben von Fondsanteilen in einzelnen oder mehreren Segmenten notwendige Verkäufe von Vermögenswerten veranlassen, wodurch Preise stark sinken und so mögliche Ansteckungseffekte entstehen. Um diese Risiken besser verstehen zu können, hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) die unternehmensspezifischen Regelungen zum Liquiditätsmanagement und -stresstesting näher untersucht und ist dabei dem Gedanken gefolgt, dass ein solides Risikomanagement auf Fondsebene die erste Abwehrposition gegen Ansteckungsgefahren im Finanzsystem darstellt. Im Rahmen dieser Untersuchung wurden die speziellen Risiken von geschlossenen Fonds nicht weiter betrachtet, da hier davon auszugehen ist, dass diese grundsätzlich keine wesentlichen Rücknahmen während ihrer Laufzeit erlauben.

Die Vorgaben zur Begrenzung von Liquiditätsrisiken bei offenen Fonds sind in Deutschland prinzipienbasiert ausgestaltet. Ihre Einhaltung unterliegt der laufenden Aufsicht der BaFin. Die KVG hat über ein angemessenes Liquiditätsrisikomanagement zu verfügen und sicherzustellen, dass Anlagestrategie, Liquiditätsprofil und Rücknahmegrundsätze übereinstimmen. Zudem haben KVGn für alle offenen Fonds regelmäßig Stresstests durchzuführen, bei denen sowohl normale als auch außergewöhnliche Liquiditätsbedingungen zugrunde gelegt werden. Nicht näher betrachtet werden im Rahmen dieser Studie außerordentliche Liquiditätsmanagementinstrumente wie die Aussetzung der Rücknahme, die im Notfall zum Einsatz kommen. Auch um diese Liquiditätsinstrumente wird derzeit international eine Diskussion geführt, die aber in diesem Papier keinen weiteren Widerhall finden soll. Vorrangiges Ziel des Papiers ist es, den Status quo zu erheben und die Maßnahmen im laufenden Geschäftsbetrieb näher zu betrachten, die im Vorfeld schon verhindern können, dass es zu Notfällen kommt. Im Bereich der internationalen Diskussion um makroprudenzielle oder systemweite Stresstests (sog. Makro-Stresstests) wiederum arbeitet die BaFin dann eng mit der Deutschen Bundesbank zusammen.

Die BaFin führte im Sommer 2017 bei ausgewählten Gesellschaften eine Status-quo-Analyse zur Praxis des Liquiditätsmanagements und der Liquiditätsstresstests auf Fondsebene durch. Die Untersuchung erfolgte zum einen auf Basis der vorliegenden Unterlagen, aber auch bei Vor-Ort-Gesprächen. Dieser Bericht fasst die Ergebnisse zusammen und gibt einen Überblick über die derzeitige Praxis des

Liquiditätsrisikomanagements und der Liquiditätsstresstests deutscher Kapitalverwaltungsgesellschaften. In ausgewählten Punkten wird zudem auf eine aus Sicht der BaFin wünschenswerte Praxis hingewiesen, was den beaufsichtigten Gesellschaften im Rahmen bestehender regulatorischer Anforderungen als Leitlinie dienen soll.

2 Die deutsche Fondslandschaft – Daten und Fakten

Die Struktur der deutschen Kapitalverwaltungsgesellschaften, die offene Fonds verwalten, ist sehr heterogen. Während an der Spitze sechs Unternehmen jeweils mehr als 100 Mrd. € verwalten, finden sich am anderen Ende immer noch 39 Gesellschaften, die weniger als 1 Mrd. € im Bestand haben.¹ Diese Zahlen legen bereits die Vermutung nahe, dass sich die Gesellschaften in ihren Geschäftsmodellen und Risiken zum Teil deutlich unterscheiden, was sich im Laufe dieser Untersuchung bestätigt hat.

Tabelle 1: Deutsche Kapitalverwaltungsgesellschaften nach Größenklasse (Stand Mai 2017)

Größenklasse	Anzahl	Marktanteil	Volumen (Mrd. €)
über 100 Mrd. €	6	56%	1.115
10 bis 100 Mrd. €	20	36%	717
1 bis unter 10 Mrd. €	41	8%	151
unter 1 Mrd. €	39	0%	2
Summe	106 ²	100%	1.984

Das gesamte Volumen deutscher Investmentfonds ist in den vergangenen Jahren stetig angestiegen und beträgt zum Juni 2017 ca. 2,0 Bio. €, wobei der Großteil des Fondsvolumens auf die Investitionen institutioneller Anleger in Spezialfonds entfällt (ca. 1,5 Bio. €) und die übrigen ca. 500 Mrd. € auf Publikumsfonds zurückgehen.

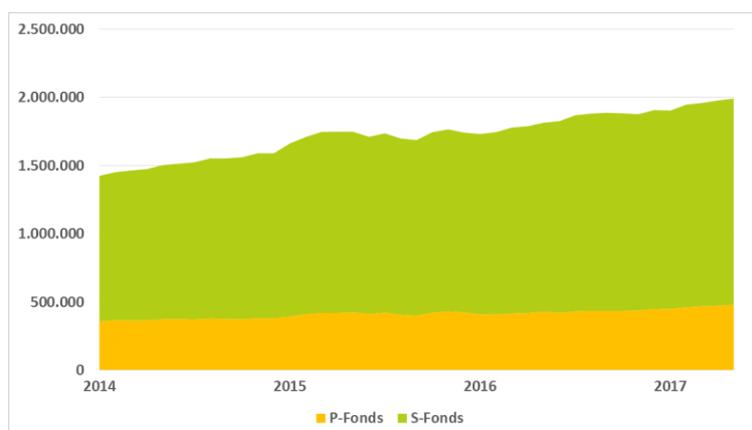


Abbildung 1: Assets under Management deutscher P- und S-Fonds (in Mio. €)

¹ Es ist zu beachten, dass einzelne Konzerne mehrere KVGn als Tochtergesellschaften haben, die in einer Gesamtschau zu addieren wären. Bei den kleinen Gesellschaften handelt es sich oft um Investmentaktiengesellschaften (InvAGen).

² Die hier dargestellten Abbildungen und Tabellen basieren, falls nicht anders dargestellt, auf internen Datenbanken bzw. Berechnungen der BaFin, die z.T. auf die Investmentfondsstatistik der Deutschen Bundesbank zurückgreifen.

Betrachtet man die Fondsstruktur genauer, so sieht man, dass die weitaus größte Zahl der in Deutschland aufgelegten Fonds offene Spezialfonds sind (4.312). Danach folgen OGAW-Fonds³ (1.420), also offene richtlinienkonforme Publikumsfonds. Offene Publikums-AIF⁴ (u.a. gemischte und sonstige Sondervermögen, offene Immobilienfonds) machen 297 Fonds aus.

Tabelle 2: Anlagestruktur deutscher Fonds nach Fondsart

Fonds	Dez 2014	Dez 2015	Dez 2016	Juni 2017
OGAW	1.312	1.397	1.398	1.420
Offene P-AIF	339	330	319	297
Offene S-AIF	3.918	4.160	4.281	4.312

Bei den OGAW-Fonds beträgt der Anteil deutscher Fonds am Nettofondsvermögen im europäischen Vergleich knapp 4% (Luxemburg 36%, Irland 18%), bei den alternativen Fondsformen (AIF), denen auch die Spezialfonds zugerechnet werden, liegt der Anteil dagegen bei 28% (Frankreich 18%, Luxemburg 11%, Irland 9%).

*Tabelle 3: Nettofondsvermögen der europäischen Fondsindustrie nach Staaten
(Stand Ende 1. Quartal 2017, Quelle: EFAMA)*

	Gesamt		AIF		UCITS	
	Mio. €	Anteil	Mio. €	Anteil	Mio. €	Anteil
Frankreich	1.880.168	12,7%	1.020.575	18,0%	859.593	9,4%
Deutschland	1.937.711	13,1%	1.592.806	28,0%	344.904	3,8%
Irland	2.204.913	14,9%	536.478	9,4%	1.668.435	18,3%
Luxemburg	3.906.027	26,4%	648.254	11,4%	3.257.773	35,8%
Niederlande	809.992	5,5%	773.431	13,6%	36.561	0,4%
Vereinigtes Königreich	1.547.182	10,5%	394.628	6,9%	1.152.554	12,6%
andere Staaten	2.509.170	16,8%	717.431	12,4%	1.791.741	19,7%

In der Gesamtbetrachtung unterscheiden sich die Investitionen institutioneller Investoren in Spezialfonds von denen der (Privat-)Anleger in Publikumsfonds strukturell. Spezialfonds sind zu einem sehr großen Teil gemischte Wertpapierfonds (Abbildung 2), dementsprechend dominiert hier auch der Anleihebestand (Abbildung 3). Publikumsfonds sind hingegen vorwiegend Aktienfonds.

³ OGAW ist die Abkürzung für "Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren", englisch UCITS („Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities“). OGAW-Fonds sind Investmentvermögen, die in durch die europäische OGAW-Richtlinie (Richtlinie 2009/65/EG) vorgegebene Vermögensgegenstände investieren dürfen.

⁴ Alternative Investmentfonds (AIF-Fonds) sind alle Investmentvermögen, die keine OGAW-Fonds sind. Grundlage hierfür ist die AIFM-Richtlinie (2011/61/EU).

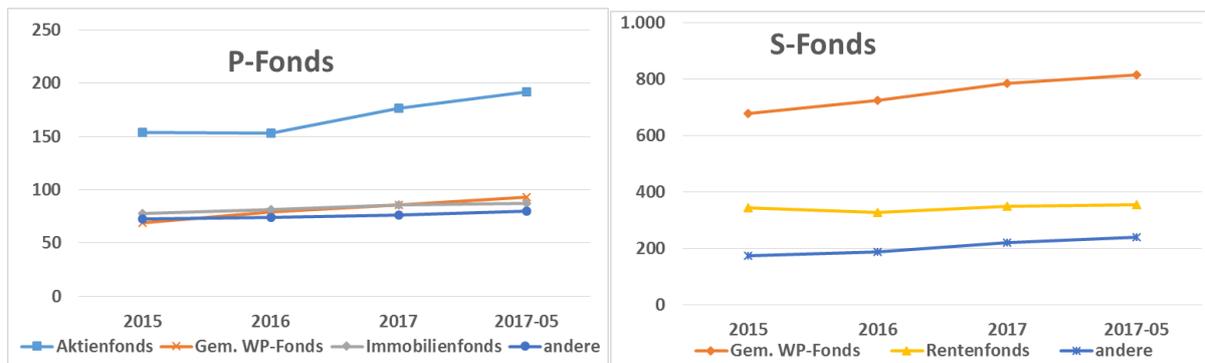


Abbildung 2: Assets under Management nach Fondskategorien für P- und S-Fonds (in Mrd. €)

Dies lässt sich auch den folgenden Diagrammen entnehmen, in denen die Bestände der drei größten Assetklassen in Publikumsfonds bzw. Spezialfonds dargestellt sind.⁵ Insgesamt ist der Anteil an kurzfristig liquidierbaren Vermögensgegenständen in Publikumsfonds höher als in Spezialfonds, da Aktien i.d.R. eine höhere Liquidität aufweisen. Das lässt allerdings keine Rückschlüsse auf die von den Investoren jeweils verfolgte Anlagestrategie zu.

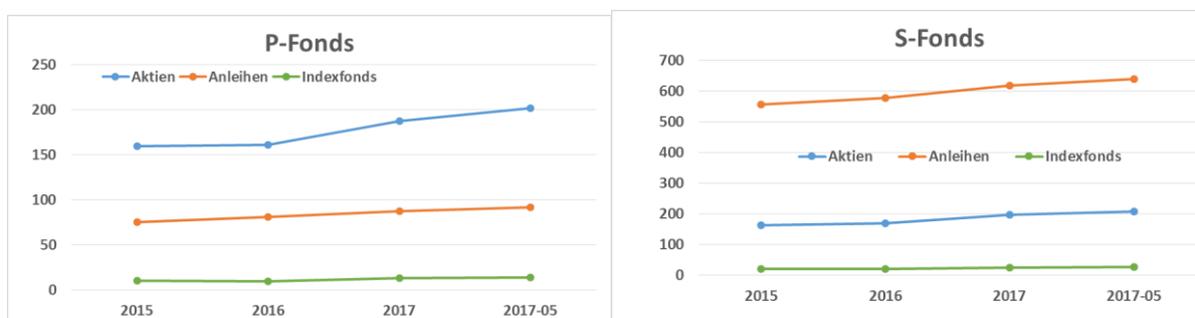


Abbildung 3: Assets under Management nach Portfoliostruktur für P- und S-Fonds (in Mrd. €)

Auch lässt sich daraus nicht schließen, dass deutsche Privatanleger sehr stark in Aktien investieren, da hier nur die in Deutschland aufgelegten Fonds betrachtet werden und ein Großteil der deutschen Privatanleger auch aus der restlichen EU vertriebene Fonds im Bestand hält.

Tabelle 4: Vertrieb von Publikumsfonds (Stand Juni 2017)

Vertrieb von / aus	DE	LU	IE	AT	FR	LI	Sonstige	Gesamt
OGAW	1.420	6.198	2.145	495	445	193	355	11.251
P-AIF	515	126	0	0	0	0	3	644

⁵ Bei den Spezialfonds sind die drei größten Assetklassen Anleihen, Aktien und Immobilienfonds. Das Volumen der Immobilienfonds ist aber nur geringfügig höher als das der Indexfonds, weshalb aus Gründen der Vergleichbarkeit hier auf die Darstellung verzichtet wurde.

Für Spezialfonds liegen Informationen über die Anlegerstruktur im institutionellen Bereich vor, die in der untenstehenden Grafik dargestellt sind. Große Anlegergruppen sind u.a. Versicherer, Altersvorsorgeeinrichtungen, aber auch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. Aus den Gesprächen im Rahmen dieses Projekts ließ sich der Eindruck gewinnen, dass die Investoren in Spezialfonds grundsätzlich eher eine mittel- bis langfristige Anlagestrategie verfolgen und kurzfristige Anlagen eher im Rahmen der Liquiditätsdispositionen im eigenen Haus getätigt werden.

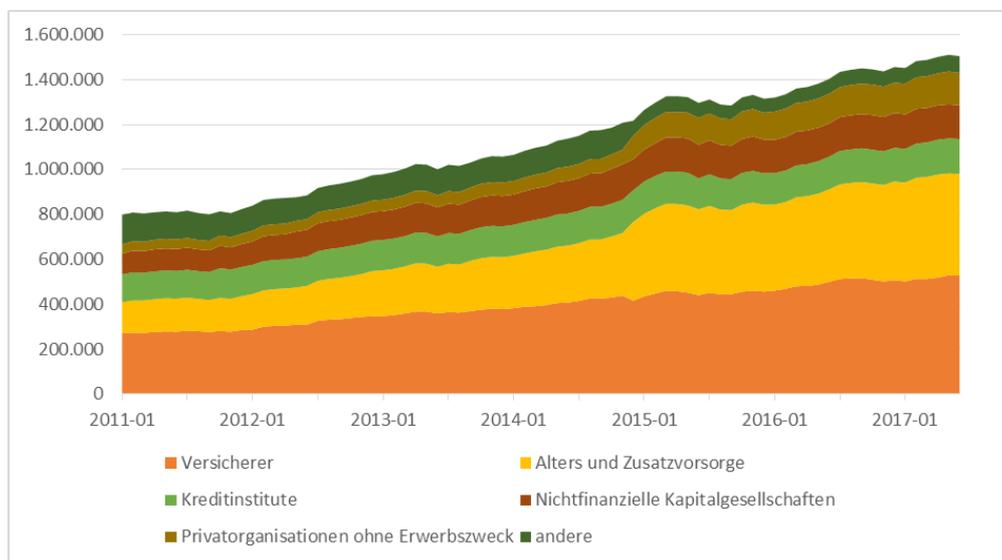


Abbildung 4: Investorengruppen von Spezialfonds in Mio. €⁶

Eine Besonderheit der deutschen Fondslandschaft innerhalb des europäischen Marktes stellen die offenen Publikums-Immobilienfonds dar. Diese sind Publikums-AIF mit besonderen Regeln für die Anteilrückgabe – nicht zuletzt aus Liquiditätsgesichtspunkten (siehe Kapitel 3.3). Trotz Krisen im Segment, die aber gleichzeitig auch regulatorische Anpassungen nach sich zogen, erfreut sich diese Anlageform weiterhin größerer Beliebtheit und erreicht derzeit ein Volumen von knapp 90 Mrd. €.

Tabelle 5: Volumen in offenen Immobilienfonds in Mio. €

	Jan 15	Jan 16	Jan 17	Mai 17
P-Fonds	77.868	81.345	85.747	87.437
S-Fonds	56.007	66.753	78.275	82.031
Summe	133.876	148.098	164.022	169.468

Im Bereich der Spezialfonds ist das Interesse an offenen Immobilienfonds noch deutlicher gestiegen. Anders als bei den Publikums-Immobilienfonds gibt es allerdings für die Spezialfonds die Möglichkeit, wie bei anderen Spezialfonds auch, zwischen den

⁶ Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen

Investoren und Kapitalverwaltungsgesellschaften im zulässigen gesetzlichen Rahmen individuelle Rücknahmevereinbarungen zu treffen⁷.

Eine geringe Bedeutung am Fondsstandort Deutschland haben Exchange Traded Funds (ETFs). Im europäischen Vergleich werden die meisten ETFs in Irland und Luxemburg aufgelegt und dann in Deutschland vertrieben. Daher bot es sich im Rahmen der Studie nicht an, einen besonderen Schwerpunkt auf das Liquiditätsmanagement von deutschen ETFs zu legen. Die Central Bank of Ireland hat im Mai 2017 ein Diskussionspapier zu ETFs veröffentlicht, dessen Konsultationsergebnisse derzeit ausgewertet werden.⁸ Hier findet sich u.a. auch ein eigenes Kapitel über ETFs und deren Marktliquidität.

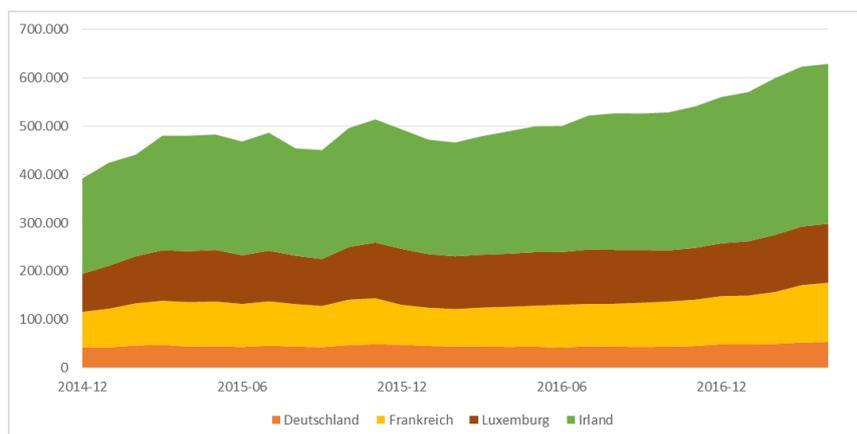


Abbildung 5: ETF Fondsvolumen ausgewählter Länder im Euroraum in Mio. €, Quelle EZB, eigene Berechnungen

Auch Geldmarktfonds haben in Deutschland nur eine geringe Bedeutung, weshalb auf eine nähere Betrachtung dieser Fondskategorie im Rahmen der Untersuchung verzichtet wurde. Gemäß Bundesbankstatistik gibt es derzeit in Deutschland 12 Fonds mit einem Gesamtvolumen von 2,7 Mrd. €. Damit beträgt der Marktanteil innerhalb Europas lediglich 0,2 Prozent.

⁷ Durch den Verweis in § 284 Abs. 1 KAGB auf die Anwendung der §§ 192 bis 211 und 218 bis 260 KAGB sind die für offene Publikumsimmobilienfonds geltenden Sonderregeln für die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen nach § 255 KAGB auch bei S-Fonds mit Anlageschwerpunkt in Immobilien grundsätzlich uneingeschränkt anwendbar. Nach § 284 Abs. 2 KAGB kann hiervon jedoch unter den dort genannten Voraussetzungen abgewichen werden, wovon in der Praxis auch Gebrauch gemacht wird.

⁸ Central Bank of Ireland, Discussion Paper 6, Exchange Traded Funds, 15. Mai 2017. Die Antworten zur Konsultation sind auf www.centralbank.ie abrufbar.

3 Liquiditätsrisiken in Investmentfonds

3.1 Liquiditätsrisikobegriff

Ein Investmentfonds ist liquide, solange er die Erfüllung von Rückgabeverlangen der Anleger oder von sonstigen Zahlungsverpflichtungen sicherstellen kann. Im Liquiditätsrisikomanagement von KVGs geht es somit darum sicherzustellen, dass die – in der Regel kurzfristigen – Verpflichtungen eines Fonds jederzeit erfüllt werden können, auch wenn die Fonds zum großen Teil in langfristige und zum Teil potentiell illiquide Vermögensgegenstände investieren.⁹

Banken	Kapitalmarkt	Investmentfonds
<p>Zahlungsunfähigkeitsrisiko: Bank kann ihre gegenwärtigen und künftigen Zahlungsverpflichtungen nicht mehr vollständig oder nicht mehr fristgerecht nachkommen</p> <p>Refinanzierungsrisiko: Bank kann zusätzliche Refinanzierungsmittel nur zu erhöhten Marktzinsen beschaffen</p> <p>Marktliquiditätsrisiko: Bank kann Vermögenswerte durch außergewöhnliche Begebenheiten nur mit Abschlägen am Markt liquidieren</p>	<p>Marktliquiditätsrisiko: Marktteilnehmer kann ein Finanzinstrument nicht in der gewünschten Menge und zum gewünschten Preis und Zeitpunkt kaufen oder verkaufen, ohne den Preis dadurch signifikant zu beeinflussen</p> <p>Risiken aus Transaktionen mit komplexen Produkten: Überraschende, kurzfristig auftretende Liquiditätsanforderungen aus z.B. unwiderruflichen Kreditzusagen, Garantien, Liquiditätslinien für Verbriefungszweckgesellschaften, Margin Calls an Terminbörsen</p>	<p>Missverhältnis zwischen Liquidität des Investmentvermögens (Marktliquiditätsrisiko u.a.) und Zahlungsverpflichtungen (insbes. Rückgabeverlangen)</p>

Abbildung 6: Liquiditätsrisiken im Finanzsektor

Dabei ist es wichtig zu verstehen, dass sich das Liquiditätsrisiko bei Investmentfonds von anderen Liquiditätsrisikobegriffen im Finanzsektor unterscheidet. Bankkunden erwarten beispielsweise von ihren Instituten, dass ihre Einlagen je nach Fälligkeit immer bedient werden können. Investmentfonds hingegen investieren das Geld ihrer Anleger in Vermögenswerte. Das Fondsvermögen unterliegt dabei einer Reihe von Risiken, die Einfluss auf die Rendite und somit den Rückzahlungswert der Fondsanteile haben. Diese Risiken werden von den Kapitalverwaltungsgesellschaften im besten Interesse des

⁹ Diese Eigenschaft von Investmentfonds wird in der internationalen Diskussion auch als Liquiditätsinkongruenz („liquidity mismatch“) bezeichnet.

Anlegers gemanagt, wobei das Risikomanagement der Gesellschaften gesetzlichen und weiteren regulatorischen Anforderungen unterliegt.

Rechtlich wird bei Investmentfonds das Liquiditätsrisiko gemäß Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsregeln nach dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB, dort § 5 Abs. 3) definiert als das Risiko, dass eine Position im Portfolio des Investmentvermögens nicht innerhalb hinreichend kurzer Zeit mit begrenzten Kosten veräußert, liquidiert oder geschlossen werden kann und dass dadurch die Erfüllung von Rückgabeverlangen der Anleger oder von sonstigen Zahlungsverpflichtungen (Margin-Calls usw.) beeinträchtigt wird.

3.2 Risikomanagement

Der Grundsatz des Liquiditätsmanagements für Investmentvermögen besteht darin, dass die KAGB die Liquidität des Investmentvermögens mit seinen Zahlungsverpflichtungen in Einklang bringen muss. Dafür sind auf der Aktivseite vor allem das Marktliquiditätsrisiko und auf der Passivseite die erwarteten und tatsächlichen Zahlungsverpflichtungen zu überwachen.

Liquidität auf der Aktivseite	Erwartete Zahlungsverpflichtungen auf der Passivseite
<ul style="list-style-type: none"> - Ausgabe von Fondsanteilen an Investoren - Erträge aus dem Fondsvermögen - Kreditaufnahme - Veräußerung von Vermögensgegenständen 	<ul style="list-style-type: none"> - Rücknahme von Fondsanteilen von Investoren - Liefer- und Zahlungsverpflichtungen des Investmentvermögens aus Derivaten, Wertpapierdarlehen und Pensionsgeschäften - Kredit-, Zinszahlungen und Tilgungen - Verwaltungskosten - Kauf von Vermögensgegenständen

Abbildung 7: Liquiditätseinflüsse auf der Aktiv- und Passivseite eines Investmentvermögens (vereinfacht dargestellt)

Das Marktliquiditätsrisiko auf der Aktivseite besteht vor allem darin, dass – insbesondere im Fall unerwartet hoher Rückgabeverlangen – nicht ausreichend Zahlungsmittel generiert werden können, um die Zahlungsverpflichtungen kurzfristig und fristgerecht zu decken. Hierbei besteht eine Herausforderung darin, dass die Einstufung eines Vermögenswerts als liquide bzw. illiquide nicht immer trennscharf und im Zeitverlauf nicht konstant ist. Zum Beispiel können zunächst als liquide eingestufte Vermögensgegenstände je nach Marktlage illiquide werden (oder umgekehrt). Daher sind im Rahmen des Liquiditätsrisikomanagements Prozesse und Verfahren zu etablieren, die Liquiditätsrisiken frühzeitig erkennen, deren Auswirkungen bewerten und evtl. Gegenmaßnahmen einleiten.

Das Liquiditätsrisiko auf der Passivseite des Investmentvermögens besteht hauptsächlich darin, dass durch Anteilscheinrückgaben von Anlegern ausgelöste hohe Mittelabflüsse

nicht oder nicht ausreichend bedient werden können¹⁰, ohne dabei die Portfolioallokation zu beeinflussen. Die Herausforderung besteht hierbei in der Prognose des Rückgabeverhaltens der Investoren. Dieses kann aufgrund der Unterschiedlichkeit der Investorenarten, ihrer Anlagehorizonte und individuellen Portfolio- oder auch steuerlichen Situation sehr unterschiedlich sein. Sie können in manchen Marktphasen (insbesondere in Stressphasen) jedoch auch unerwartet gleichgerichtet ausfallen. Ein weiterer wichtiger Posten sind die Liefer- und Zahlungsverpflichtungen des Fonds aus Derivaten, Wertpapierdarlehen und Pensionsgeschäften.

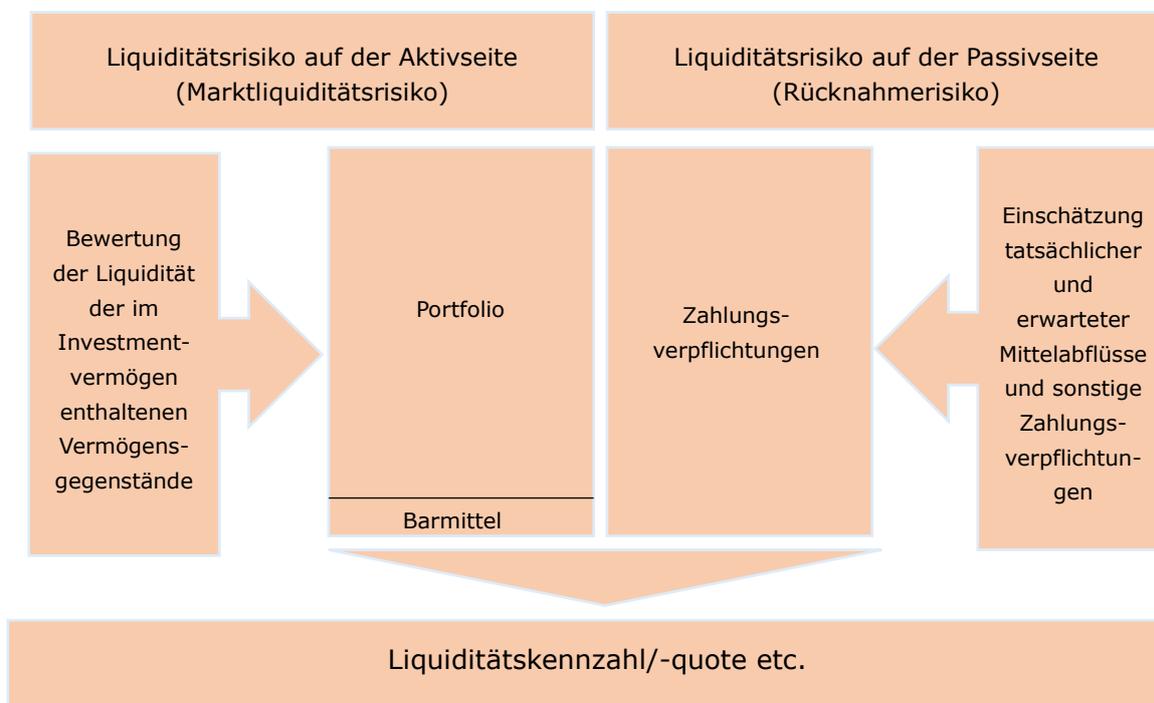


Abbildung 8: Grundsatz des Liquiditätsrisikomanagements

Die Gegenüberstellung beider Seiten – der Liquidität auf der Aktivseite und der erwarteten Zahlungsverpflichtungen auf der Passivseite – dient dazu nachzuweisen, dass sich das Liquiditätsprofil der Anlagen des Investmentvermögens grundsätzlich mit den zugrunde liegenden Verbindlichkeiten wie den tatsächlichen und erwarteten Rücknahme- sowie sonstigen Zahlungsverpflichtungen mindestens deckt (§ 30 Abs. 1 Satz 2 und Abs. 3 KAGB; Artikel 46 AIFM Level 2-VO¹¹; Artikel 49 Abs. 2 AIFM Level 2-VO; KAMaRisk 4.6

¹⁰ Gemäß § 98 Abs. 1 KAGB können Anleger mindestens zweimal im Monat ihre Anteile an dem Fonds gegen Auszahlung zurückgeben. In der Praxis wird für offene Fonds eine tägliche Rücknahme der Anteile gewährleistet. Für die Rücknahme von Anteilsscheinen von offenen Immobilien-Publikumsfonds gelten andere gesetzliche Vorschriften, siehe § 255 i.V.m. § 346 Abs. 2 KAGB.

¹¹ 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.

Tz. 2). Dieser Zusammenhang kann anhand von Liquiditätskennzahlen dargestellt werden (Artikel 48 Abs. 1 AIFM Level 2-VO).

3.3 Aktuelle Regulierung von Liquiditätsrisiken in Deutschland

In Deutschland muss jede KVG für jedes von ihr verwaltete Investmentvermögen über ein angemessenes Liquiditätsmanagementsystem verfügen¹². Dabei gelten für das Risiko- und Liquiditätsmanagement von OGAW und AIF grundsätzlich die gleichen Anforderungen.

Die Anforderungen an das Risikomanagement im Allgemeinen sowie das Liquiditätsmanagement und die diesbezüglichen Stresstests sind im KAGB (§§ 28, 29, 30), der AIFM Level 2-VO (Artikel 38 bis 49), der KAVerOV (§§ 4 bis 6) sowie der KAMaRisk (insbesondere Abschnitt 4.3 und 4.8) geregelt.¹³ Nach § 6 KAVerOV sind die für AIF geltenden Vorgaben aus der AIFM Level 2-VO (Artikel 38 bis 49) für OGAW entsprechend anzuwenden.

Die konkreten Anforderungen an das Liquiditätsrisikomanagement finden sich in Art. 47 der AIFM Level 2-VO. Danach hat die KVG mindestens sicherzustellen, dass ein Fonds jederzeit eine den Verbindlichkeiten angemessene Liquiditätshöhe beibehält, die auf einer Bewertung der relativen Liquidität der Vermögenswerte des Fonds am Markt basiert und der für die Liquidierung erforderlichen Zeit und dem Preis oder Wert, zu dem die Vermögenswerte liquidiert werden können, sowie deren Sensitivität hinsichtlich anderer Marktrisiken oder Faktoren Rechnung trägt. Außerdem hat die KVG das Liquiditätsprofil des Fonds zu überwachen, und zwar sowohl hinsichtlich der einzelnen Vermögenswerte, deren Entwicklung wesentliche Auswirkungen auf die Liquidität des Fonds haben könnten, als auch der wesentlichen Verbindlichkeiten (auch Eventualverbindlichkeiten und -verpflichtungen). Für diese Zwecke berücksichtigt die KVG das Profil der Anlegerbasis, darunter die Art der Anleger, den relativen Umfang der Anlagen und die jeweiligen Rücknahmebedingungen. Nicht zuletzt hat die KVG angemessene Liquiditätsmessverfahren vorzuhalten, um die Risiken von bereits getätigten und beabsichtigten Investitionen zu bewerten, die wesentliche Auswirkungen auf das Liquiditätsprofil des Fonds haben können, um auf diese Weise Kenntnisse und Erfahrungen in Bezug auf die Liquidität der relevanten Vermögenswerte unter normalen und außergewöhnlichen Liquiditätsbedingungen zu erlangen. Die KVG dokumentiert ihre Grundsätze und Verfahren für das Liquiditätsmanagement, überprüft sie mindestens einmal jährlich und aktualisiert sie bei Änderungen oder neuen Vorkehrungen. Sie berücksichtigt in ihrem Liquiditätsmanagementsystem zudem angemessene Eskalationsmaßnahmen, um zu erwartende oder tatsächliche Liquiditätsengpässe oder andere Notsituationen des Fonds zu bewältigen. Außerdem hat die KVG gemäß Art. 49

¹² Ausgenommen hiervon sind geschlossene Fonds für die kein Leverage eingesetzt wird.

¹³ Die hier relevanten Anforderungen der KAMaRisk sind von allen KVGen i.S.v. § 17 KAGB für die kollektive Vermögensverwaltung einzuhalten, inkl. registrierungspflichtiger KVGen nach § 2 Abs. 4 und 5 KAGB, sofern und soweit diese Gelddarlehen nach § 285 KAGB vergeben.

der die Kohärenz von Anlagestrategie, Liquiditätsprofil und Rücknahmegrundsätze des Investmentfonds zu gewährleisten.

Gemäß Art. 48 Abs. 1 der AIFM Level 2-VO setzt die KVG gegebenenfalls unter Berücksichtigung der Art, des Umfangs und der Komplexität jedes von ihnen verwalteten AIF im Einklang mit den zugrunde liegenden Verbindlichkeiten und den Rücknahmegrundsätzen adäquate Limits für die Liquidität oder Illiquidität des AIF um, und erhält diese aufrecht. In diesem Fall ist die Einhaltung dieser Limits zu überwachen und es sind erforderliche (oder notwendige) Verfahren bei einer Überschreitung oder möglichen Überschreitung der Limits festzulegen. Bei der Festlegung des angemessenen Vorgehens berücksichtigen AIFM die Adäquatheit der Grundsätze und Verfahren für das Liquiditätsmanagement, die Angemessenheit des Liquiditätsprofils der Vermögenswerte des AIF und die Auswirkung von Rücknahmeforderungen in atypischer Höhe. Ergänzend führt Erwägungsgrund 61 der AIFM Level 2-VO hierzu aus, dass der Einsatz von Mindestlimits für die Liquidität bzw. Illiquidität des Fonds für bestimmte Fondsarten ein wirksames Überwachungsinstrument darstellen kann, die Überschreitung eines Limits aber unter Umständen für sich genommen kein Einschreiten der KVG erfordern muss, da dies von den Fakten und Umständen sowie den Toleranzen abhängt, die von der Gesellschaft festgelegt wurden. In der Praxis könnten Limits eingesetzt werden, um die durchschnittliche tägliche Rücknahme im Vergleich zur tagesbezogenen Fondsliquidität im selben Zeitraum zu überwachen. Diese könnte auch zur Überwachung der Anlegerkonzentration zwecks Untermauerung von Stresstestszenarios verwendet werden.

Für das Liquiditätsmanagement von Immobilien-Sondervermögen (offene Immobilien-Publikumsfonds) bestehen andere, detailliertere Vorgaben. Gemäß § 253 Abs. 1 S. 2 KAGB müssen offene Immobilienfonds einen nach den Berechnungen des Liquiditätsmanagements ausreichenden Betrag, mindestens jedoch 5% des Fondsvermögens, in liquiden Mitteln halten, der für Rückgaben zur Verfügung stehen muss. Zur Steuerung des Liquiditätsbedarfs dürfen sie kurzfristige Kredite bis zu 10% des Fondsvermögens aufnehmen, wenn die Bedingungen der Kreditaufnahme marktüblich sind und dies in den Anlagebedingungen vorgesehen ist, § 254 Abs. 1 S. 2 i.V.m. § 199 KAGB. Für Anleger, die nach dem 21. Juli 2013 Anteile eines Immobilien-Sondervermögens erworben haben, gelten für die Rückgabe von Anteilen gemäß § 255 Abs. 3 und 4 i.V.m. § 346 Abs. 2 S. 1 KAGB eine Mindesthaltefrist von 24 Monaten und eine Rückgabefrist von zwölf Monaten. Im Hinblick auf Rückgaben von Anteilen an Immobilien-Sondervermögen, die ein Anleger am 21. Juli 2013 bereits gehalten hat, gelten diese Mindesthalte- und Rückgabefristen nicht, soweit die Anteilrückgaben 30.000 € pro Kalenderhalbjahr für einen Anleger nicht übersteigen, vgl. § 346 Abs. 1 KAGB. Die bisherige Regelung, wonach Anteilrückgaben, die Beträge von bis zu 30.000 € pro Kalenderhalbjahr nicht übersteigen, ohne Einschränkung möglich waren, wurde (ausweislich der Gesetzesbegründung, vgl. BT-Drucks. 17/12294, Seite 270) nach dem 21. Juli 2013 gestrichen, da die Erfahrungen mit abgewickelten großen offenen Immobilienfonds gezeigt hätten, dass auch mit dieser Regelung eine Aussetzung und Abwicklung nicht hätte verhindert werden können, weil ein Großteil der Anleger bis zur Schwelle von 30.000 € investiert sei. Ebenso zeigten Erhebungen der Branche und der

depotführenden Stellen, dass offene Immobilienfonds im Wesentlichen von Privatkunden mit kleineren Anlagevolumina erworben würden. Etwa 80% der Anleger wiesen ein entsprechendes Depotvolumen bis zu 30.000 € auf. Um der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft eine bessere Liquiditätssteuerung zu ermöglichen, wurde die bisherige Möglichkeit für Anleger, 30.000 € pro Kalenderhalbjahr zurückzugeben, gestrichen und grundsätzlich ein Rücknahmetermine pro Jahr vorgesehen. Auch für Kleinbeträge muss nach § 255 Abs. 4 KAGB eine unwiderrufliche Rückgabeerklärung mit einer Frist von zwölf Monaten abgegeben werden.

Bezüglich der Anteilrückgabe regelt § 98 KAGB im Allgemeinen, dass jeder Anleger eines offenen inländischen Fonds seine Anteile mindestens zweimal im Monat zurückgeben kann. Einzelheiten sind in den Anlagebedingungen zu regeln. In der Praxis ist bei OGAW überwiegend eine bewertungstägliche Rückgabe festgeschrieben. Für Spezialfonds kann vereinbart werden, dass die Rücknahme nur zu bestimmten Rücknahmetermeninen erfolgt (§ 98 Abs. 1 S. 2 KAGB).

Sofern die Anteilrückgabe der Investoren eines Fonds nicht durch Barmittel oder kurzfristige Kreditaufnahme zu bewältigen ist, muss der Fonds Anlagen veräußern oder notfalls außerordentliche Liquiditätsmanagementinstrumente einsetzen.

3.4 Regulatorische Anforderungen für Liquiditätsstresstests

Die Regelungen zu den Liquiditätsstresstests sind im Kontext der allgemeinen Regelungen zum Liquiditätsmanagement zu verstehen. Besonders hervorzuheben sind hierbei folgende Punkte:

- Nach den Vorschriften des KAGB hat die KVG regelmäßig Stresstests durchzuführen und dabei sowohl normale als auch außergewöhnliche Liquiditätsbedingungen zugrunde zu legen (§ 30 Abs. 2 KAGB), um die Liquiditätsrisiken eines Fonds bewerten zu können.
- Nach Art. 45 Absatz 3 lit. c AIFM Level 2-VO hat die KVG für jedes Investmentvermögen periodische Stresstests durchzuführen, um Risiken aus potentiellen Veränderungen der Marktbedingungen zu erfassen, die sich nachteilig auf den Fonds auswirken können. In der KAMaRisk werden Liquiditätsstresstests hierbei besonders hervorgehoben. Zudem finden offene Immobilienfonds eine gesonderte Erwähnung; hier sind risikoadäquat geeignete Stresstest mindestens vierteljährlich durchzuführen (KAMaRisk 4.8 Tz. 6).

Was die Ausgestaltung der Liquiditätsstresstests für OGAW und AIF betrifft, so verweist die KAMaRisk direkt auf Art. 48 der AIFM Level 2-VO. Liquiditätsstresstests

- sind danach auf der Grundlage zuverlässiger und aktueller quantitativer oder, falls dies nicht angemessen ist, qualitativer Informationen durchzuführen;
- simulieren gegebenenfalls mangelnde Liquidität der Vermögenswerte im Fonds sowie atypische Rücknahmeforderungen;

- decken Marktrisiken und deren Auswirkungen (auch auf Nachschussforderungen, Besicherungsanforderungen oder Kreditlinien) ab;
- tragen Bewertungssensitivitäten unter Stressbedingungen Rechnung;
- werden unter Berücksichtigung der Anlagestrategie, des Liquiditätsprofils, der Anlegerart und der Rücknahmegrundsätze des Fonds in einer der Art des Fonds angemessenen Häufigkeit mindestens einmal jährlich durchgeführt.
- Im Hinblick auf das Ergebnis von Stresstests handelt die KVG im besten Interesse der Anleger.
- Die KVG sollte analysieren, wieviel Zeit in den simulierten Stressszenarien benötigt wird, um die Rücknahmeforderungen zu erfüllen (Erwägungsgrund 62 der AIFM Level 2-VO).

Der regulatorische Rahmen lässt den KVGen im Bereich der Stresstests auch Raum für Proportionalität, in Form von Öffnungsklauseln, die insbesondere kleineren KVGen eine vereinfachte Umsetzung ermöglichen. Gemäß KAMaRisk sind Stresstests grundsätzlich für alle wesentlichen Risikoarten durchzuführen. Sie sollen jedoch risikoadäquat sein, das heißt, der zu betreibende Aufwand muss der jeweiligen Risikosituation angemessen sein. Stresstests für sehr risikoarme Investmentvermögen können entsprechend schlicht und aufwandsarm ausfallen bzw. es kann, soweit deren Durchführung nicht angemessen ist, darauf verzichtet werden. Weist die Vermögenszusammensetzung des Investmentvermögens jedoch ein komplexes Risikoprofil auf, werden die Stresstests diese Komplexität widerspiegeln müssen (KAMaRisk 4.8 Tz. 6).

Die Ergebnisse von Stresstests sind im Rahmen des AIFMD-Reportings an die BaFin zu melden und werden an ESMA weitergeleitet.

3.5 Organisatorische Anforderungen für Stresstests

Die diesbezüglichen Anforderungen betreffen die Einbindung des Risikocontrollings in den laufenden Prozess des Fondsmanagements, die regelmäßige, verschriftlichte Risikoberichterstattung an die Geschäftsleiter und die Festlegung von (Notfall-)Maßnahmen (Prozesse, Instrumente) im Ergebnis der Risikoanalysen.

Die organisatorischen bzw. prozessualen Anforderungen betreffen vor allem das Risikomanagement insgesamt, und gelten damit auch für die Stresstests. Die KAMaRisk unterstreicht zum einen die Bedeutung der Funktionstrennung des Risikomanagements von den operativen Bereichen bis einschließlich der Ebene der Geschäftsleitung. Zum anderen macht sie deutlich, dass die Risikocontrolling-Funktion nicht ausschließlich für die laufende Messung und Überwachung der Risiken zuständig und demnach keine nachgelagerte Organisationseinheit ist. Vielmehr ist sie schon im Vorfeld der Anlagetätigkeit des Fondsmanagements mit einzubeziehen und spielt eine wesentliche Rolle bei der Festlegung des Risikoprofils und der grundsätzlichen Anlagestrategie eines Fonds. Bei Anlageentscheidungen von wesentlichen Auswirkungen auf das Risikoprofil des Fonds ist die Risikocontrolling-Funktion ebenfalls im Vorfeld einzubeziehen (KAMaRisk 4.5).

Auch die Anforderungen zum Risikoreporting betreffen nicht spezifisch die Stresstests; Stresstestergebnisse sind jedoch ein Teil davon. Geschäftsleiter müssen häufig, mindestens aber einmal jährlich, schriftliche Berichte zu Fragen des Risikomanagements erhalten (Artikel 60 Abs. 4 AIFM Level 2-VO). Die Berichterstattung betrifft jede tatsächliche oder vorhersehbare Überschreitung festgelegter Risikolimits, um zu gewährleisten, dass umgehend angemessene Maßnahmen eingeleitet werden können. Die Risikoberichterstattung ist in nachvollziehbarer, aussagefähiger Art und Weise zu verfassen. Sie hat neben einer Darstellung auch eine Beurteilung der Risikosituation zu enthalten. In die Risikoberichterstattung sind bei Bedarf auch Handlungsvorschläge aufzunehmen (KAMaRisk 4.3 Tz. 12).

Konkret auf die Stresstests bezogen führt die Level 2-VO folgendes aus: Ergeben Stresstests und Szenarioanalysen eine besondere Anfälligkeit für bestimmte Umstände, sollte die KVG umgehend Schritte und Abhilfemaßnahmen einleiten (Erwägungsgrund 56). Liquiditätsmanagementsysteme und -verfahren können KVGen die Möglichkeit geben, die für die Handhabung illiquider Vermögenswerte und damit verbundener Bewertungsprobleme nötigen Instrumente und Regelungen zum Einsatz zu bringen, um Rücknahmeforderungen nachzukommen (Erwägungsgrund 59).

3.6 Verantwortung der Geschäftsleitung

Alle Geschäftsleiter sind, unabhängig von der internen Zuständigkeitsregelung, für die ordnungsgemäße Geschäftsorganisation und deren Weiterentwicklung verantwortlich. Dies beinhaltet unter anderem, dass die Geschäftsleiter die Grundsätze für das Risikomanagement sowie die zur Umsetzung dieser Grundsätze genutzten Vorkehrungen, Verfahren und Methoden billigen und regelmäßig überprüfen, was auch die Risikolimits für jedes verwaltete Investmentvermögen betrifft. Zudem hat die Geschäftsleitung dafür zu sorgen und sich regelmäßig zu vergewissern, dass die Risikolimits jedes verwalteten Investmentvermögens ordnungsgemäß und wirkungsvoll umgesetzt und eingehalten werden. Die Geschäftsleiter werden dieser Verantwortung nur gerecht, wenn sie die Risiken beurteilen können und die erforderlichen Maßnahmen zu ihrer Begrenzung treffen (KAMaRisk Abschnitt 3).

Um die Wirksamkeit der Risikomanagement-Grundsätze zu gewährleisten, sollten diese mindestens jährlich von der Geschäftsleitung überprüft werden (AIFM Level 2-VO Erwägungsgrund 52).

4 Überwachung des Liquiditätsrisikos in der Praxis

4.1 Liquiditätsrisiko auf der Aktivseite

Ein Liquiditätsrisiko auf der Aktivseite entsteht, wenn nicht ausreichend Zahlungsmittel generiert werden können, um die Zahlungsverpflichtungen kurzfristig und fristgerecht zu decken.

Bereits in einem ersten Schritt begrenzen KVGn dieses Risiko durch in Vertragsbedingungen und Anlagerichtlinien verankerte Limite und selektieren im Vorfeld, in welche Wertpapiere der Fondsmanager potentiell investieren darf. Damit wird sichergestellt, dass ausschließlich in Papiere investiert wird, die in Bezug auf die Liquidität gewissen Mindestkriterien genügen. Die KVGn orientieren sich insbesondere an der Bonität des Finanzinstrumentes und legen intern fest, bis zu welchem Rating eine Investition getätigt werden darf. Dafür wird in der Regel die von Ratingagenturen vorgenommene Einstufung in Ratingnoten verwendet. Weitere solche Kriterien sind z.B. die Restlaufzeit bei Rentenpapieren, Beschränkung auf bestimmte Währungen, öffentliche Anleihen, börsennotierte Papiere etc.

Einzelne Gesellschaften führen im Rahmen des Neuproduktprozesses eine umfassende Risikoanalyse durch, bevor eine neue Instrumentenart für den Handel zugelassen wird.

In einem zweiten Schritt bilden die KVGn mit Hilfe von Stamm- und Marktdaten sowie Expertenwissen Liquiditätskategorien. Dazu wird eine Aufteilung der Vermögensgegenstände in liquide und illiquide Produkte vorgenommen. Einzelne Gesellschaften verwenden noch eine dritte Kategorie, welche diejenigen Vermögensgegenstände erfasst, die nicht eindeutig in die Kategorien liquide oder illiquide eingestuft werden können.

Die Fondsgesellschaften verstehen unter einem liquiden Asset einen Vermögensgegenstand, der ohne Abschlag zu jedem Zeitpunkt innerhalb eines oder weniger Tage verkauft werden kann. Im Gegensatz dazu kann ein illiquider Vermögensgegenstand kurzfristig, wenn überhaupt, nur mit einem erheblichen Abschlag am Markt veräußert werden. Die von einzelnen Gesellschaften verwendete dritte Kategorie wurde unterschiedlich interpretiert. Die einen führten darin Vermögensgegenstände, die nicht zweifelsfrei einer Liquidität zugeordnet werden konnten. Oder der Vermögensgegenstand befand sich zum Zeitpunkt der Bewertung in einer Phase des Übergangs von liquide zu illiquide oder umgekehrt. Andere Gesellschaften sortierten in diese Kategorie Vermögensgegenstände, die grundsätzlich als liquide eingestuft wurden, aber im Fall gestresster Märkte Illiquidität aufweisen. In einzelnen Fällen wurden die in drei Kategorien eingeteilten Vermögensgegenstände noch um qualitative und quantitative Einflüsse ergänzt, die auf Marktinformationen und Expertenwissen basieren.

Bezüglich der Einstufung in diese Liquiditätskategorien haben die Gesellschaften eine unterschiedliche Herangehensweise. Beispielsweise zieht eine Gesellschaft zur Beurteilung der Liquidität von Aktien das beobachtbare Handelsvolumen und die Indexzugehörigkeit heran. Anhand von Expertenschätzungen wurden interne Limite festgelegt, wie groß der zu verkaufende Aktienanteil im Verhältnis zum gesamten Handelsvolumen sein darf, so dass die Aktie ohne Abschläge am Markt verkauft werden kann. Des Weiteren hat die KVG geregelt, dass Aktien die in einem Index zu finden sind, pauschal als liquide eingestuft werden.

Andere Fondsgesellschaften haben Vermögensgegenständen pauschal eine Liquidität zugeordnet bzw. in Abhängigkeit vom Rating, dem Emittenten, dem Emissionsvolumen und den Garantien Liquiditätsquoten zugewiesen. Dazu wurde mit Hilfe von Expertenwissen geschätzt, innerhalb welches Zeitraums die Vermögensgegenstände veräußert werden können. Ein möglicher Verkauf binnen eines Tages bedeutet demnach eine 100 %ige Liquidität. Eine Auflösungsdauer von 10 Tagen eine 10 %ige Liquidität. Handelt es sich um den Liquiditätsbeitrag einer Anleihe, fließt zusätzlich noch ein prozentualer Abschlag ein, wenn die Gesellschaft einen größeren Anteil am Emissionsvolumen hält. Die Fondsgesellschaft hat vorher definiert, was sie unter einem größeren Anteil versteht. Die Einteilung der Vermögensgegenstände in die Kategorien liquide bzw. illiquide wird monatlich überprüft. Gesellschaften, die noch eine dritte Kategorie verwenden, überwachen diese Einstufung in der Regel täglich.

Nachdem die Vermögensgegenstände in die Liquiditätskategorien eingeteilt wurden, wird in einem dritten Schritt der Verkauf der Vermögensgegenstände modelliert. Dadurch sollen mögliche illiquide Assets herausgefiltert werden. Einzelne Gesellschaften berechnen auf Basis der Anteile der liquiden Vermögensgegenstände eine Liquiditätsquote der Aktivseite. Dabei stellt die Liquiditätsquote den Anteil der liquiden Vermögensgegenstände an den gesamten Aktiva dar. Intern werden Schwellenwerte für die Liquiditätsquote festgelegt und mit Hilfe von Ampelfarben dargestellt. Werden die Schwellenwerte unterschritten, löst dies einen Eskalationsprozess aus.

Vereinzelt modellieren KVGen auf Basis eines gegenwärtig handelbaren Volumens den Verkauf der Vermögensgegenstände pro Assetklasse. Unter dem handelbaren Volumen wird der Betrag eines Vermögensgegenstandes verstanden, der auf Basis derzeitiger Marktpreise handelbar wäre. Es dürfen dabei die Marktbedingungen der anderen im Fonds gehaltenen Vermögensgegenstände nicht beeinflusst oder die Aufmerksamkeit des Marktes erregt werden. Das mögliche handelbare Volumen ergibt sich aus der Bewertung der Vermögensgegenstände. Dabei werden intern festgelegte Abschläge von Kursen (beispielsweise für Aktien) oder ratingabhängige Abschläge verwendet. Für Anleihen werden abhängig vom Emittent, Emissionsvolumen, Herkunftsland und Sektor Koeffizienten bestimmt. Die Bewertung von Derivaten wird mit Hilfe von Expertenwissen und Erfahrungswerten aus dem Portfolio- und Risikomanagement vorgenommen. Die für die Berechnung verwendeten Annahmen werden monatlich und bei Bedarf auch kurzfristig überprüft.

Offene Immobilienfonds berücksichtigen bei der Ermittlung des Liquiditätsrisikos der Aktivseite den Wert der Immobilien, Beteiligungen, Liquiditätsanlagen, sonstiges Vermögen und die Differenz aus den Erträgen und Aufwendungen. Unter den Erträgen werden die Erträge aus Immobilien (Mieten), Erträge aus Beteiligungen, Erträge aus Liquiditätsanlagen sowie sonstige Erträge aufgeführt. Zu den Aufwendungen für offene Immobilienfonds zählen Bewirtschaftungskosten, Erbbauzinsen, Leib- und Zeitrenten, Zinsaufwendungen, ausländische Steuern, Vergütung an die Fondsverwaltung, Verwahrstellenvergütung, Sachverständigenkosten sowie andere Aufwendungen.

Erträge	Aufwendungen
Erträge aus Immobilien	Bewirtschaftungskosten
Erträge aus Beteiligungen	Erbbauzinsen, Leib- und Zeitrenten
Erträge aus Liquiditätsanlagen	Zinsaufwendungen
Sonstige Erträge	Ausländische Steuern
	Vergütung an die Fondsverwaltung
	Verwahrstellenvergütung
	Sachverständigenkosten
	Andere Aufwendungen

Abbildung 9: Aufwand und Ertrag bei Immobilienfonds

Um die Liquidität der Vermögensgegenstände auf der Aktivseite beurteilen zu können, ist es wichtig, dass die KVGen die Liquidität der Vermögensgegenstände der Aktivseite regelmäßig überprüfen und deren Liquidität neu beurteilen. Damit verschafft sich die Gesellschaft einen Überblick und kann auch die Entwicklung bzw. Veränderung des Liquiditätsstatus zeitnah verfolgen.

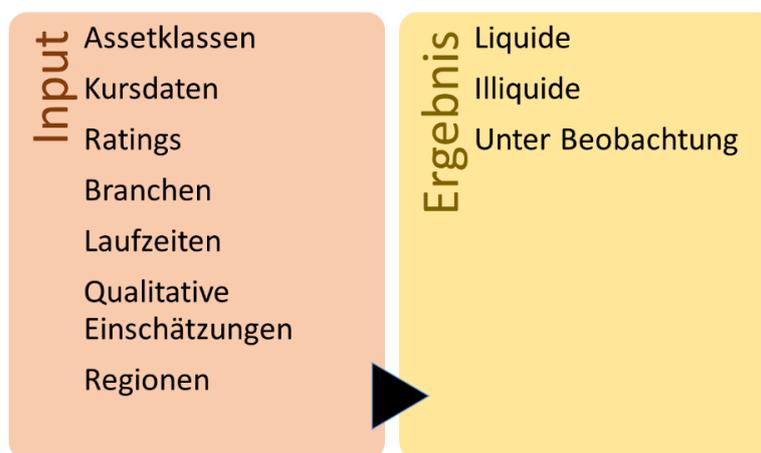


Abbildung 10: Liquiditätsrisiko auf der Aktivseite

4.2 Liquiditätsrisiko auf der Passivseite

Ein Liquiditätsrisiko auf der Passivseite entsteht, wenn durch Anteilsscheinrückgabe von Anlegern ausgelöste hohe Mittelabflüsse nicht ausreichend bedient werden können ohne dabei die Portfolioallokation zu beeinflussen. Die Art und die Konzentration der Anleger spielt dabei eine wichtige Rolle.

Alle untersuchten KVGen versuchen, die Anlegerstrukturen aufzudecken und kritische Strukturen zu identifizieren. Dazu nutzen sie Informationen der Vertriebspartner, ggf.

Werte aus Depotbewegungen in Depots, die im Konzern gehalten werden und Erfahrungswerte im Bereich der Rückflüsse. Als kritisch wird eine Anlegerstruktur angesehen, wenn ein einzelner Anleger einen bedeutenden Teil an einem Fonds oder ein institutioneller Anleger bedeutende Anteile an einem Publikumsfonds hält. Die KVGen analysieren die Anlegerstrukturen monatlich. Dadurch wird ein frühes Bewusstsein für eine mögliche Rückgabe der Fondsanteile geschaffen.

Für die Spezialfonds führt derzeit keine der betrachteten KVGen eine Mittelabflussanalyse durch. Anteilscheinrückgaben sind hier – aufgrund der Anlegerstruktur und deren Investitionsverhalten – viel seltener. Aus der Beobachtung dieser Historie von Anteilscheinrückgaben lassen sich deshalb keine hinreichend validen Aussagen über zukünftige Anteilscheinrückgaben ableiten. Im Rahmen des Kontakts zum Anleger wird versucht, Informationen über geplante Anteilscheinrückgaben zu erhalten.

Einzelne KVGen legen Fonds für ihre Muttergesellschaft auf. In solchen Fällen stehen deren wirtschaftliche Situation und der damit verbundene Fortbestand der Geschäftsbeziehung eher im Fokus als eine Mittelabflussanalyse.

Für ihre Publikumsfonds führen alle Gesellschaften Mittelabflussanalysen durch. Anteilscheinrückgaben finden hier häufig und regelmäßig statt; gewisse Verhaltensmuster sind nach Aussage der Gesellschaften beobachtbar und aufgrund der höheren Zahl von Beobachtungen statistisch valide modellierbar. Die KVGen prognostizieren auf Basis historischer Anteilscheinbewegungen zukünftige Anteilscheinrückgaben. Die erzielten Prognosen werden später mit den tatsächlichen Abflüssen verglichen. Weiterhin werden extreme Mittelabflüsse der Historie herausgefiltert, deren Ursache analysiert und auf Basis dieser Werte eine Prognose seltener aber dennoch plausibler Ereignisse getroffen. Einzelne Gesellschaften verwenden zusätzlich Kurzfristtrendmodelle. Diese Modelle überwachen (auch mehrmals) täglich die Mittelabflüsse in den Publikumsfonds. Übersteigt der Ein-Tages-Mittelabfluss einen intern festgelegten Schwellenwert, werden die für den Mittelabfluss verantwortlichen Gründe recherchiert und gemeinsam mit dem Projektmanager Maßnahmen generiert.

Die Mittelabflüsse in **offenen Publikums-Immobilienfonds** werden ebenfalls analysiert, da hohe Abflüsse einen Verkauf von Immobilien nach sich ziehen können und das Veräußern von Immobilien mit einem hohen zeitlichen Aufwand verbunden ist. Auch anstehende neue Transaktionen und notwendige Aufwendungen für Instandhaltungen der Gebäude erfordern eine hohe Liquidität. Ausgangspunkt der Liquiditätsplanung ist eine rollierende 12-Monats-Liquiditätsplanung. Darin werden alle wesentlichen Werttreiber (geplante zahlungsrelevante Vorgänge) berücksichtigt. Aus der 12-Monats-Liquiditätsplanung wird eine monatliche Feinplanung abgeleitet.

Auf Basis historischer Anteilscheinbewegungen prognostizieren die KVGen zukünftige Anteilscheinrückgaben. Zusätzlich verschaffen sich die Gesellschaften einen Überblick über anstehende Verbindlichkeiten. Die gebundenen Mittel sowie bereits bekannte Anteilscheinrückgaben werden zu diesem Zweck in Laufzeitbänder gemäß AIFMD-

Reporting einsortiert. So kann eine Vorhersage darüber gemacht werden, was in den nächsten Tagen bzw. Monaten voraussichtlich an Belastungen auf den Fonds zukommt.

Tabelle 6: Laufzeitbänder gemäß AIFMD-Reporting

Laufzeitband	1	2	3	4	5	6	7
	1 Tag	2-8 Tage	9-30 Tage	31-90 Tage	91-180 Tage	181-365 Tage	> 365 Tage

Für alle KVGen sollte die Analyse der Anlegerstruktur, die Betrachtung der Historie und daraus abzuleitende Prognosen selbstverständlich sein, um das Bewusstsein für Mittelabflüsse zu schärfen. Eine Voraussetzung dafür ist das Vorhandensein einer ausreichenden Historie.

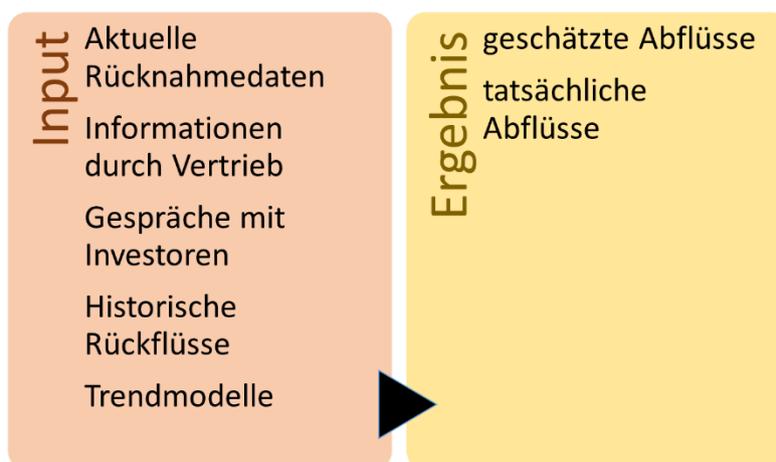


Abbildung 11: Liquiditätsrisiko auf der Passivseite

4.3 Quantifizierung des Liquiditätsrisikos

Mit Hilfe von Kennzahlen veranschaulichen die Gesellschaften in konzentrierter Form das Liquiditätsrisiko. Die KVGen verwenden unterschiedliche Kennzahlen, wie beispielsweise Liquiditäts- und Illiquiditätsquoten, Liquiditätskennzahlen oder Liquiditätspunktesysteme.

Die **Liquiditätsquote** ergibt sich aus dem Verhältnis der liquiden Vermögensgegenstände zum gesamten Fondsvolumen. Sie wird mit Hilfe intern festgelegter Limite überwacht. Überschreitungen der Limite führen zu Maßnahmen.

Die **Illiquiditätsquote** stellt die potenziell illiquiden Positionen des Fonds dar. Die Quote wird mithilfe eines zweistufigen Limitverfahrens überwacht. Hierbei stellt das Informationslimit einen ersten Schwellenwert dar, bei dessen Überschreitung eine Information an den Fondsmanager erfolgt. Das Handlungslimit stellt einen weiteren

Schwellenwert dar, bei dessen Überschreitung weitergehende Maßnahmen erforderlich sind. Die Limitierung der Fonds erfolgt abhängig von der jeweiligen Fondsstruktur differenziert nach verschiedenen Fondskategorien und deren jeweiligem Risikoprofil.

Eine vielfach verwendete Kennzahl ist die **Liquiditätskennzahl**. Diese ergibt sich aus der Summe liquider Mittel im Verhältnis zu den erwarteten Zahlungsverpflichtungen. Die ermittelte Kennzahl wird in ein internes Limitsystem überführt und mit Hilfe von Ampelfarben abgebildet, so dass beispielsweise eine kritische Liquiditätskennzahl als rote Ampel dargestellt wird.

Bei dem **Liquiditätspunktesystem** wird für einen Zeitraum von einem Jahr auf täglicher Basis der Unterschied zwischen liquiden Vermögenswerten und den zu erwartenden Zahlungsverpflichtungen ermittelt. Um das Liquiditätsprofil eines Portfolios zu beurteilen und potentielle Schwierigkeiten frühzeitig erkennen zu können, wird für jeden Fonds eine Punktzahl aus der Summe der täglichen Werte errechnet. Die Liquiditätspunkte werden ebenfalls in ein internes Limitsystem überführt, um mögliche Liquiditätsengpässe frühzeitig zu identifizieren. Wird der Schwellenwert überschritten, werden Maßnahmen generiert.

Einzelne KVGen ordnen der verfügbaren Liquidität Zeiträume zu, so dass eine Aussage über mögliche Liquiditätsengpässe in den einzelnen Zeiträumen aufgezeigt werden kann. Die vorhandene Liquidität wird zum Durchschnitt der Mittelabflüsse des Monats ins Verhältnis gesetzt und gibt an, über wieviel Tage zukünftige Mittelabflüsse aus der vorhandenen Liquidität bedient werden können. Dies erfolgt unter der Annahme, dass der durchschnittliche Nettomittelrückfluss des letzten Monats in die Zukunft fortgeschrieben werden kann.

Zur Ermittlung des gesamten Liquiditätsrisikos für offene Publikums-Immobilienfonds werden die im Fonds enthaltenen Assets, alle gebundenen Mittel sowie alle bereits bekannten Anteilscheinrückgaben den Laufzeitbändern gemäß AIFM-Reporting zugeordnet. Zusammen mit der verfügbaren Liquidität ergibt sich ein Liquiditätsstatus je Zeitscheibe. Eine Unter- bzw. Überdeckung wird per Ampelsystem ausgewiesen.

Die Gegenüberstellung von liquiden Mitteln und zu erwartenden Verbindlichkeiten ermöglicht den Unternehmen eine Einschätzung zur Fondsliquidität. Durch intern festgelegte Schwellenwerte werden Liquiditätsüber- bzw. Liquiditätsunterdeckungen sichtbar und es können entsprechende Gegenmaßnahmen eingeleitet werden.

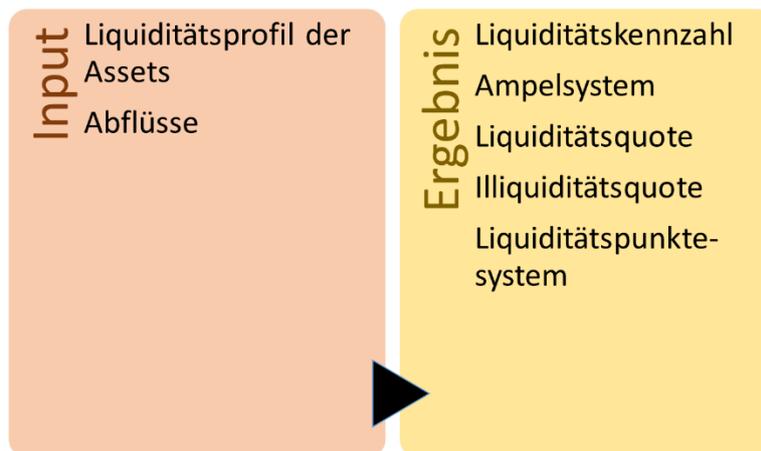


Abbildung 12: Quantifizierung des Liquiditätsrisikos

5 Liquiditätsstresstests bei deutschen Investmentfonds

Alle untersuchten KVGEn führen regelmäßig Stresstests durch, die sowohl normale als auch außergewöhnliche Liquiditätsbedingungen zugrunde legen. Allerdings unterscheiden sich je nach Geschäftsmodell und gewähltem Modellierungsansatz die Komplexität der gewählten Methoden und die Frequenz der Durchführung deutlich voneinander. Diese Freiheit bei der Ausgestaltung sieht die KAMaRisk in Abschnitt 4.8, Tz. 6 explizit vor.

5.1 Stresstests auf der Aktivseite

Gegenstand von Stresstests auf der Aktivseite ist die Simulation einer verschlechterten bzw. mangelnden Liquidität der Vermögensgegenstände im Fonds, die im Vergleich zu normalen (vorherigen) Marktbedingungen zu einer erschwerten Liquidierbarkeit führt. Das Ergebnis des Stresstest soll aufzeigen, wie sich die simulierten Stressszenarien auf die Liquiditätssituation des Fonds auswirken.

Dazu muss die Liquidität des Investmentvermögens unter normalen und unter außergewöhnlichen Bedingungen bewertet werden. Um dies durchzuführen wird den einzelnen im Fonds enthaltenen Vermögensgegenständen die Liquidität für einen Tag sowie oft noch für weitere Zeithorizonte jeweils unter normalen und unter außergewöhnlichen Bedingungen zugeordnet.

Die meisten der untersuchten Fondsgesellschaften verwenden die Aufteilung in Laufzeitbänder nach AIFM (siehe Abbildung 11), einige benutzen aber auch eigens definierte Laufzeitbänder. Eine Gesellschaft betrachtet bewusst nur den eintägigen Liquiditätshorizont für die Stresstests mit der Begründung, dass nur dieser angesichts der börsentäglichen Rückgabemöglichkeit relevant ist.

Die Zuordnung der Liquidität erfolgt dabei oft über Liquiditätsklassen von hochliquide bis illiquide, denen die einzelnen Finanzinstrumente zugeordnet werden. Einige Gesellschaften ordnen den einzelnen Finanzinstrumenten aber auch direkt Liquiditätsquoten zu.

Zur Bestimmung der Liquidität einzelner Produkte unter Normalbedingungen werden dabei verschiedene Methoden verwendet:

- Ableitung aus Produktspezifika wie z.B. bei Tagesgeld (liquide) oder Aktien der großen Indizes (liquide) oder OTC-Derivate (je nach Ausgestaltung liquide oder illiquide).
- Verwendung von Marktdaten wie Bloomberg oder Reuters, z.B. Spreads bei Renten oder Umsatz bei Aktien zur Beurteilung der Liquidität. Die Verfügbarkeit von Marktdaten zur Liquidität ist allerdings nur eingeschränkt gegeben.
- Eigene Einschätzung. Dabei kann die Liquidität eines Finanzinstruments auch von der Expertise der Fondsgesellschaft und ihrer Händler abhängen.

Bei den betrachteten Fondsgesellschaften wurden alle drei Methoden verwendet. Dabei wurden bezüglich Marktdaten zur Liquidität die eingeschränkte Verfügbarkeit und die Anbieterkonzentration sowie die damit verbundenen hohen Kosten bemängelt.

Aus der Liquidität der einzelnen Finanzinstrumente wird die Liquidität des Fonds unter Normalbedingungen bestimmt. Aus dieser Liquidität unter Normalbedingung wird dann die Liquidität unter außergewöhnlichen Bedingungen abgeleitet. Dazu gibt es je nach Fondszusammensetzung und verfügbaren Daten verschiedene Möglichkeiten:

- Ableitung aus historischen Daten mit statistischen Methoden verschiedener Komplexität
- Verwendung konkreter historischer Ereignisse
- Konstruktion hypothetischer zukunftsbezogener Stressszenarien mit Hilfe von Extrapolation historischer Ereignisse oder Expertenschätzungen, entweder anlassbezogen (z.B. Brexit) oder um relevante Risiken zu quantifizieren
- Expertenschätzung.

Alle betrachteten Fondsgesellschaften verwenden historische Daten zur Ableitung der Stressszenarien. Wegen der teilweise schlechten Verfügbarkeit der Daten werden diese allerdings immer durch eigene Einschätzungen ergänzt. Außerdem führen alle anlassbezogene Stresstests durch. Die Verwendung konkreter historischer Ereignisse als Stresstest war bei keiner der betrachteten Gesellschaft zu beobachten.

Die Definition der verwendeten Stressszenarien bezieht sich zumeist auf Assetklassen, Staaten oder Branchen, oder auch auf Eigenschaften, wie z.B. Ratings. Beispielsweise könnten in allen Fonds einer Gesellschaft, alle Rentenpapiere, die BBB geratet sind, auf illiquide gesetzt werden. Oder alle Investmentprodukte, die mit einem speziellen Staat in Verbindung stehen. Auf diese Weise würde die Auswirkung eines marktweiten

Stressfaktors auf den einzelnen Fonds abgebildet. Eine andere Art von Stressszenario bezieht sich auf das individuelle Fondsprofil; wobei beispielsweise simuliert wird, dass das größte Aktienexposure eines Fonds illiquide wird. Zum Teil werden solche Szenarien auch kombiniert gerechnet.

Bei **offenen Immobilienfonds** werden im Grunde dieselben Werkzeuge zur Konstruktion der Szenarien eingesetzt. Immobilien selbst gelten dabei immer als illiquide, weil eine schnelle Veräußerung nicht möglich ist. Neben den Liquiditätsanlagen müssen auch die Erträge aus Immobilien wie Mieteinnahmen und Beteiligungen modelliert und gestresst werden. Typische Stressszenarien sind hier z.B. ein Wegfall der wichtigsten Mieter oder ein Konjunkturreinbruch.

Die untersuchten Gesellschaften mit Immobilienfonds verwenden zur Ableitung der Stressszenarien im Wesentlichen historische Daten, aber auch die anderen Methoden (hypothetische Stresstests, Expertenschätzungen) kommen zum Einsatz.

Neben der Konstruktion der Stresstests war auch die Anzahl der verwendeten Stressszenarien bei den betrachteten Fondsgesellschaften deutlich unterschiedlich. Die Hälfte der betrachteten Gesellschaften berechnen nur die zwei gesetzlich geforderten Szenarien (Normal und Stress), während andere Gesellschaften vier oder noch mehr berechnen bzw. Produktklassen einzeln stressen und dann zu einer Vielzahl von Gesamtszenarien zusammensetzen können.

Dabei ist bei den betrachteten Gesellschaften kein Zusammenhang zwischen Größe der KVG und der Anzahl der verwendeten Stresstests festzustellen.

Es gibt keine generell richtige Herangehensweise an Liquiditätsstresstests. Die angemessene Art und Anzahl der durchgeführten Stresstests hängt von der Größe und dem Geschäftsmodell der Fondsgesellschaft ab.

Auch die sinnvoll einzusetzenden Methoden hängen von der Art des Fonds (Publikums- oder Spezialfonds) und seiner Zusammensetzung ab. Sind keine aussagekräftigen Marktdaten verfügbar, scheint eine qualitative Vorgehensweise zielführender als eine quantitative.

5.2 Stresstests für die Passivseite

Gegenstand von Stresstests auf der Passivseite ist die Simulation eines erhöhten Rückgabeverhaltens der Investoren, das zu vermehrten Mittelabflüssen führt. Das Ergebnis des Stresstests soll hierbei faktisch aufzeigen, ob der Fonds diese Situation ohne die Inanspruchnahme von Notfallmaßnahmen verkraften kann.

Dazu müssen die Mittelabflüsse unter Normal- und Stressbedingungen modelliert werden. Dabei benutzen die betrachteten Institute zwei Methoden:

- Bestimmung der Mittelabflüsse aus der Historie mit Hilfe statistischer Methoden (Extremwerttheorie oder VaR-Modell)
- Festlegung pauschaler Werte nach eigener Einschätzung.

Generell benötigt eine statistisch einigermaßen valide Ableitung von Werten eine hinreichend lange Historie, z.B. im Fall der Extremwerttheorie nach Aussage eines Instituts 30 Datenpunkte. Ansonsten ist nur eine Expertenschätzung möglich. Das bedeutet, dass Mittelabflüsse bei Spezialfonds, die auf wenige Anleger hin zugeschnitten sind und bei denen es in der Regel zu deutlich weniger Auszahlungen kommt, nur geschätzt werden können.

Alle betrachteten Fondsgesellschaften betonten, dass das Anlegerverhalten in Spezialfonds sich komplett von dem bei Publikumsfonds unterscheidet. Mittelabflüsse seien selten und normalerweise schon eine Woche vorher bekannt, um sie marktschonend durchführen zu können. Die Gesellschaften verwiesen insbesondere darauf, dass in der Praxis die Rückgabe von Anteilen und die damit verbundene notwendige Liquidation von Vermögensgegenständen eines Fonds grundsätzlich in Abstimmung zwischen Anleger und KVG geschehe. Die Anleger hätten dabei in der Regel ein eigenes Interesse, mit der KVG eng zu kooperieren, um sowohl die Transaktions- als auch die Liquiditätskosten gering zu halten. Je unvorbereiteter und schneller Vermögensgegenstände verkauft werden müssten, desto höher könnten die Kosten sein und so Renditeeinbußen verursachen.

Stresstests für Mittelabflüsse bei Spezialfonds sind deswegen wenig aussagekräftig und werden von den Gesellschaften entweder pro forma oder gar nicht durchgeführt. Für Publikumsfonds werden hingegen durchweg Stresstests durchgeführt. Analog zur Aktivseite wird in der Regel mit mehreren Zeithorizonten gearbeitet (z.B. 1-Tages-Mittelabfluss in Höhe von x % und 10-Tages-Mittelabfluss in Höhe von y %). Wenn verfügbar werden in der Regel fondspezifische historische Mittelabflusswerte verwendet. Ansonsten werden Werte vergleichbarer Fonds oder Expertenschätzungen verwendet. Liegen genauere Informationen über die Anlegerstruktur vor (insbesondere im Fall von institutionellen Anlegern in Publikumsfonds, oder im Falle sonstiger Anlegerkonzentrationen), so werden zum Teil Simulationen über Anteilrückgaben der größten Investoren durchgeführt.

Auch bei **offenen Immobilienfonds** werden Stresstests für die Mittelabflüsse durchgeführt. Daneben müssen aber auch andere Zahlungsverpflichtungen wie Zins- oder Kreditzahlungen oder Instandhaltungskosten berücksichtigt werden. Typische Stressszenarien sind hier z.B. ein Wegfall der wichtigsten Mieter oder ein Konjunkturunbruch.

5.3 Zusammenführen der Aktiv- und Passivseite

Wurden die Stresstests für die Aktiv- und Passivseite berechnet, werden sie zusammengeführt. Dies geschieht entweder durch einfachen Vergleich oder durch Definition einer Liquiditätskennzahl (vgl. Kapitel 4.3).

Ausreichend Liquidität im Fonds ist vorhanden, wenn die Liquidität der Aktivseite über der der Passivseite bzw. die Kennzahl in einem entsprechenden Bereich liegt. Viele Gesellschaften arbeiten dabei mit einem Ampelsystem, um kritische Fonds schnell zu identifizieren.

Die Ergebnisse der Stresstests werden entsprechend der festgelegten Berichts- und Eskalationsprozesse weiter verteilt.

Bei den untersuchten Fondsgesellschaften liegt die Frequenz der Stresstests zwischen täglich und vierteljährlich. Außerdem führen alle anlassbezogene Stresstests durch, z.B. für außerordentliche Ereignisse wie die Brexit-Abstimmung oder die mögliche Auswirkung von Wahlen.

Die Frequenz der Stresstests orientiert sich dabei an den allgemeinen Anforderungen für das Liquiditätsreporting, in Übereinstimmung dazu werden die regelmäßigen Stresstests auch zum Wochen-, Monats- oder Quartalsultimo durchgeführt. Ein eindeutiger Zusammenhang zwischen Frequenz der Stresstests und Größe der KVG war bei den betrachteten Gesellschaften nicht festzustellen.

Beispiel

Zur Illustration des grundsätzlichen Vorgehens im Nachfolgenden zwei Beispiele: ein Fonds mit Aktien („UnserFonds1“) und ein zweiter mit Renten und Credit Linked Notes („UnserFonds2“). Zur Bestimmung der Liquidität werden die Fonds in Produktklassen aufgeteilt, denen jeweils eine Liquiditätszahl (eintägig liquidierbarer Anteil in %) zugeordnet wird. Daraus ergibt sich dann das Normalszenario.

Im Stressfall wird für alle Produkte außer Tagesgeld eine um 40% verminderte Liquidität angesetzt. Als Mittelabfluss im Stress werden 30% angenommen, ab diesem Grenzwert wird der Fonds auf „rot“ gesetzt. Zwischen 30% und 39% wird „gelb“ signalisiert und ab 40% gilt der Fonds als liquide und damit „grün“.

Die verwendeten Zahlen und Fonds sind rein fiktiv und auch das Vorgehen dient hier lediglich der Veranschaulichung. Um die Beispiele bewusst einfach zu halten, wird auch nicht berücksichtigt, dass sich die Fondszusammensetzung durch den Mittelabfluss im Stressfall ändert. Vom prinzipiellen Vorgehen her ist ein solch einfacher Stresstest möglich, er muss aber zum Geschäftsmodell passen und das Vorgehen muss begründet und validiert werden.

UnserFonds1:

	Anteil	Liquidität (Normal)	Liquidität (Stress)
Tagesgeld	15%	100%	100%
Aktien(DAX)	35%	75%	45%
Aktien(Nebenwerte)	50%	32%	19%
UnserFonds1		57%	40%

Abbildung 13: Stresstest Beispiel UnserFonds1

Die Liquidität der Nebenwerte im ersten Fonds verschlechtern sich unter Stress somit von gerade noch liquide auf illiquide und die Liquidität des Fonds sinkt von 57% auf 40%. Damit ist der Fonds aber auch im Stressszenario immer noch liquide.

UnserFonds2:

	Anteil	Liquidität (Normal)	Liquidität (Stress)
Tagesgeld	8%	100%	100%
Renten (AAA)	17%	90%	54%
Renten (BBB)	50%	32%	19%
CLN	25%	0%	0%
UnserFonds2		39%	27%

Abbildung 14: Stresstest Beispiel UnserFonds2

Der zweite Fonds ist schon im Normalszenario im gelben Bereich, unter Stressbedingungen verschlechtern sich die Wertpapiere deutlich und damit wird der Fonds illiquide.

5.4 Validierung und Backtesting

Alle untersuchten Fondsgesellschaften führen angabegemäß eine Validierung der für die Stresstests getroffenen Annahmen und verwendeten Methoden durch. Allerdings ist dieser Prozess nicht bei allen Gesellschaften formalisiert, was daran zu erkennen ist, dass nicht alle betrachteten Gesellschaften einen entsprechenden Validierungsbericht vorgelegt haben.

Im Rahmen der Validierung führen einige der untersuchten Gesellschaften auch ein Backtesting durch, z.B. wenn für die Mittelabflüsse ein VaR-Modell verwendet wird.

Weil die Verwendung historischer Daten beim Liquiditätsrisiko aufgrund der insgesamt schlechteren Verfügbarkeit im Vergleich zum Marktrisiko aber eine deutlich kleinere Rolle spielt, kann das Backtesting als Validierungsinstrument nicht immer eingesetzt werden.

Wichtig ist, dass überhaupt regelmäßig eine Validierung der verwendeten Stresstests und der getroffenen Annahmen durchgeführt wird und die Ergebnisse dokumentiert werden. Dabei sollten die Methoden der Validierung den verwendeten Methoden angemessen sein, bei Expertenschätzungen beispielsweise reicht auch eine Expertenüberprüfung.

6 Risikoanalysen und Berichtswesen

Die Ergebnisse des Liquiditätsrisiko-Stresstests sind ein wesentlicher Bestandteil der Liquiditätsrisikoanalyse. Bei allen untersuchten Gesellschaften werden die Ergebnisse mit Hilfe eines Ampelansatzes kategorisiert und graphisch aufbereitet: Grün für ausreichende und rot für zu wenig Liquidität. Bei den meisten Gesellschaften gibt es außerdem einen gelben Bereich für gerade noch ausreichende Liquidität. Zur Definition dieser Bereiche werden vom Risikomanagement entsprechende Schwellenwerte definiert.

Das nachfolgende Beispiel für einen Stresstest-Report eines Wertpapierfonds ist wieder bewusst einfach gehalten. Es zeigt die Liquidität der Fonds unter Normal- und Stressbedingungen sowie die Anteile der einzelnen Produktklassen daran.

Name	Fondstyp	Vermögen	Liquidität Normalzenario					Fonds	Gesamt	Liquidität Stresszenario					Fonds	Gesamt
			Cash	Aktien	Renten	Derivate				Cash	Aktien	Renten	Derivate			
UnserFonds1	Pub	45,65	15%	42%	0%	0%	0%	57%	15%	25%	0%	0%	0%	0%	40%	
UnserFonds2	Pub	23,45	8%	0%	31%	0%	0%	39%	8%	0%	19%	0%	0%	0%	27%	
UnserFonds3	Pub	11,22	10%	20%	10%	5%	0%	45%	10%	14%	6%	1%	0%	0%	31%	
UnserFonds4	Spez	67,89	8%	30%	2%	6%	6%	52%	8%	22%	0%	3%	3%	0%	36%	

Abbildung 15: Beispiel Stresstest-Report Wertpapierfonds

Bei **Immobilienfonds** wird bei den Stresstests in der Regel mit einer Liquiditätskennzahl gearbeitet. Im nachfolgenden Beispiel wird erst die Liquidität unter Normalbedingungen ausgewiesen und dann die Auswirkungen der verschiedenen Szenarien auf eine Kennzahl („Liqui-Rate“) mit Hilfe eines Ampelsystems ausgewiesen:

Liquidierbarkeit der Assets								
	Summe in Mio.EUR	1 Tag	2-8 Tage	9-30 Tage	31-90 Tage	91-180 Tage	181-365 Tage	>365 Tage
Aktiva	320,57							
Immobilien	220,00					40,00	100,00	80,00
Bankguthaben	50,20	20,20	25,00	5,00				0,00
Beteiligungen	20,25				2,00		16,00	2,25
Sonstige	30,12			10,00	5,00	2,00	7,23	5,89
Passiva	185,79							
Kredite	60,00			5,00	5,00	5,00	5,00	40,00
Rückstellungen	20,34			4,34		10,12		5,88
Gebundene Mittel	25,45				6,00		8,23	11,22
Mittelabflüsse	80,00		10,00			10,00	10,00	50,00
Gesamtliquidität*	77,56							
Liqui-Rate*								
Normal	1,8							
Ausfall TopTen Mieter	1,2							
Zinsschock (+200bp)	1,3							
Konjunkturunbruch	0,9							
Liquidität-/Rückgaben+	1							
FX: historische Maxima	1,4							

* angezeigt über ein Ampelsystem

Abbildung 16: Beispiel Stresstest-Report Immobilienfonds

Werden Fonds durch die Stresstests in den gelben oder roten Bereich eingestuft, erfolgt eine genauere Untersuchung und gegebenenfalls Eskalation durch das Risikomanagement. Dabei haben alle untersuchten Gesellschaften betont, wie wichtig es ist, vor einer Eskalation an die verantwortlichen Gremien und die Führungsebene mit dem Portfoliomanagement zu sprechen, um von diesem weitere Informationen zur Liquidität des Fonds und zur Anlegerstruktur zu erhalten. Bei einigen der untersuchten Fondsgesellschaften sind die Eskalationswege allerdings nicht klar festgelegt.

Bei den untersuchten Gesellschaften werden als Mittel der Risikoanalyse außerdem noch eingesetzt und in den Berichten ausgewiesen:

- Untersuchung der Zusammensetzung des Fonds (liquide und illiquide Instrumente, teilweise sehr detailliert)
- Eine Analyse der Mittelabflüsse, insbesondere auch auffällige Einzelabflüsse
- Analyse der Anlegerstruktur, insbesondere hinsichtlich Konzentrationsrisiken bei Publikumsfonds.

Deutsche KVGs sehen in ihren eigenen Richtlinien sowohl regelmäßige als auch anlassbezogene Berichterstattungen vor und haben diese im Wesentlichen meist wie folgt umgesetzt: Täglich werden Berichte zur Liquiditätssituation der Fonds erstellt.¹⁴ Diese richten sich in den meisten Fällen an die Risikomanager und den Fondsmanager. Darüber hinaus werden auf monatlicher Basis Berichte in aggregierter Form erstellt und in den jeweiligen Risikokomitees besprochen. Mitglieder dieser Risikokomitees sind in der Regel auch Vertreter der Geschäftsführung. Einige Gesellschaften erstellen zudem auch wöchentlich zusammenfassende Berichte. Zusätzlich zu den Berichten für interne Adressaten erstellen deutsche KVGs quartalsweise Berichte zur Risikosituation und reichen diese bei der nationalen Aufsicht (BaFin) ein.

Bei Überschreiten intern festgelegter Schwellenwerte werden anlassbezogene Berichte verfasst, um Risikokomitee und Fondsmanagement zu informieren und ggf. geeignete Gegenmaßnahmen zu beschließen.

Eine regelmäßige interne Berichtspflicht zur aktuellen Liquiditätssituation ist hilfreich und wichtig. Dabei soll der Inhalt der Berichte dem jeweiligen Adressatenkreis angepasst werden.

Eskalationsstufen sollten klar definiert sein und die einzelnen Schritte schriftlich dokumentiert werden. Auch wenn Risiko- und Portfoliomanagement sich einig sind, dass bei einem kritischen Fonds von weiteren Schritten abgesehen werden kann, ist dies schriftlich mit Angabe der Begründung zu dokumentieren.

7 Aufsichtliche Bewertung

Eine wesentliche Erkenntnis der Arbeiten zu dieser Studie ist, dass es keinen allgemeingültigen Königsweg des Liquiditätsrisikomanagements und damit auch der Stresstests gibt. Eine sinnvolle Ausgestaltung ist maßgeblich vom Geschäftsmodell der einzelnen KVG und der dort verwalteten Fonds abhängig.

Auf der Aktivseite sollte die vertiefte Analyse dort erfolgen, wo auch der Schwerpunkt der Anlagen getätigt wird. So ist es beispielsweise für einen Aktienfonds mit Schwerpunkt in ausgewählten Staaten sehr hilfreich, die dortigen Marktusancen gut zu kennen. Eine gleiche Tiefe der Analyse ist allerdings nicht zwingend für die zur Absicherung von Derivategeschäften gehaltenen Anleihen notwendig. Das bedeutet, dass die KVGs dort besonders gefordert sind, wo sie ihre Schwerpunkte setzen.

Ein Liquiditätsrisikomanagement „von der Stange“ dürfte in den Kernbereichen nicht ausreichen. Zumindest für die Vermögensgegenstände im Anlageschwerpunkt jedes von der Gesellschaft aufgelegten Fonds sollte die Beurteilung der Liquiditätsrisiken auf Basis eigener Überlegungen und Einschätzungen erfolgen. Insbesondere bilden von externen Datenanbietern eingespeiste Standard-Liquiditätskennzahlen die individuelle Situation der

¹⁴ Bei offenen Immobilienfonds wird in der Regel vierteljährlich berichtet.

KVG möglicherweise nur unzureichend ab und können erst in Kombination mit eigenen Erfahrungswerten zu sachgerechten Ergebnissen führen. Abzuwägen hat jede Gesellschaft auch, inwieweit die mit der Datenbeschaffung für das Liquiditätsrisikomanagement verbundenen Kosten in Relation zum Erkenntniswert stehen. Ein teurer Zukauf von großen Datenmengen allein sagt letztlich nichts über die Güte des Liquiditätsmanagements aus, wenn die Daten in der KVG nicht zielgerichtet genutzt werden. Für die Kategorie der Liquiditätsrisiken ist es daher besonders bedeutsam, dass das Risikomanagement zur KVG passt.

Dabei kann auch die Passivseite stark variieren. Manche Gesellschaften sind in eine Konzernfinanzierungsstruktur eingebunden, andere sind auf Publikums- oder Spezialfonds spezialisiert. Der Kenntnisstand über die Anleger in Publikumsfonds wiederum differiert, je nach Vertriebsweg der Fonds auch wieder unterschiedlich stark. Er ist größer, wenn auf Depotdaten zurückgegriffen werden kann und schwieriger, wenn der Vertrieb über Dritte erfolgt. Unabhängig davon gilt aber für Publikumsfonds, dass das Liquiditätsmanagement vor besonderen Herausforderungen steht, wenn es eine größere Tranche für institutionelle Anleger in den Publikumsfonds gibt. Diese Anleger reagieren in der Regel schneller auf Markt- oder Performanceentwicklungen als Privatanleger und das mit deutlich größeren Summen und Fondsanteilen. Hier ist es wünschenswert, dass die KVG eng mit den institutionellen Anlegern kommuniziert, um frühzeitig reagieren zu können. Hinsichtlich der Quantifizierung dieses Sachverhalts hat die vorliegende Untersuchung weiteren Klärungsbedarf ergeben. Dies gilt auch für die detaillierten Rückgabemodalitäten bei Spezialfonds.

Die weiteren, in den einzelnen Kapiteln dargestellten Empfehlungen, werden hier noch einmal gesammelt dargestellt:

Um die Liquidität der Vermögensgegenstände auf der Aktivseite beurteilen zu können, ist es wichtig, dass die KVGen die Liquidität der Vermögensgegenstände der Aktivseite regelmäßig überprüfen und deren Liquidität neu beurteilen. Damit verschafft sich die Gesellschaft einen Überblick und kann auch die Entwicklung bzw. Veränderung des Liquiditätsstatus zeitnah verfolgen.

Für alle KVGen sollte die Analyse der Anlegerstruktur, die Betrachtung der Historie und daraus abzuleitende Prognosen selbstverständlich sein, um das Bewusstsein für Mittelabflüsse zu schärfen. Eine Voraussetzung dafür ist das Vorhandensein einer ausreichenden Historie.

Die Gegenüberstellung von liquiden Mitteln und zu erwartenden Verbindlichkeiten ermöglicht den Unternehmen eine Einschätzung zur Fondsliquidität. Durch intern festgelegte Schwellenwerte werden Liquiditätsüber- bzw. Liquiditätsunterdeckungen sichtbar und es können entsprechende Gegenmaßnahmen eingeleitet werden.

Es gibt keine generell richtige Herangehensweise an Liquiditätsstresstests. Die angemessene Art und Anzahl der durchgeführten Stresstests hängt von der Größe und dem Geschäftsmodell der Fondsgesellschaft ab. Auch die sinnvoll einzusetzenden Methoden hängen von der Art des Fonds (Publikums- oder Spezialfonds) und seiner Zusammensetzung ab. Sind keine aussagekräftigen Marktdaten verfügbar, scheint eine qualitative Vorgehensweise zielführender als eine quantitative.

Wichtig ist, dass überhaupt regelmäßig eine Validierung der verwendeten Stresstests und der getroffenen Annahmen durchgeführt wird und die Ergebnisse dokumentiert werden. Dabei sollten die Methoden der Validierung den verwendeten Methoden angemessen sein; bei Expertenschätzungen beispielsweise reicht auch eine Expertenüberprüfung.

Eine regelmäßige interne Berichtspflicht zur aktuellen Liquiditätssituation ist hilfreich und wichtig. Dabei soll der Inhalt der Berichte dem jeweiligen Adressatenkreis angepasst werden.

Eskalationsstufen sollten klar definiert sein und die einzelnen Schritte schriftlich dokumentiert werden. Auch wenn Risiko- und Portfoliomanagement sich einig sind, dass bei einem kritischen Fonds von weiteren Schritten abgesehen werden kann, ist dies schriftlich mit Angabe der Begründung zu dokumentieren.

Annex: Laufende internationale Arbeiten

Das FSB hatte im Januar 2017 Empfehlungen zur Bekämpfung von Risiken für die Finanzstabilität veröffentlicht, die durch Tätigkeiten der kollektiven Vermögensverwaltung entstehen. Ein Teil dieser Empfehlungen bezieht sich auf die bei Investmentfonds bestehende Liquiditätsinkongruenz zwischen Vermögensgegenständen und Rücknahmemodalitäten als struktureller Schwachstelle des Finanzsystems. Daraus leitet das FSB Empfehlungen zum Umgang mit diesem Risiko ab, u.a. hinsichtlich der im Investmentfondsbereich durchzuführenden Liquiditätsstresstests. Die Empfehlung Nr. 6 dieses Papiers besagt, dass Aufsichtsbehörden solche Stresstests auf Fondsebene fordern und/oder Orientierungshilfen für die Durchführung geben sollen, um das Liquiditätsrisikomanagement der Fonds zu unterstützen und auf diesem Weg die Finanzstabilitätsrisiken zu mindern. Die Anforderungen und Orientierungshilfen sollen die Notwendigkeit für Stresstests sowie Möglichkeiten der Umsetzung ansprechen. IOSCO wird aufgefordert, ihre bestehenden Empfehlungen bis Ende 2017 zu aktualisieren.

IOSCO hat deshalb im Juli 2017 zwei Papiere zur Konsultation gestellt: „*Open-ended Fund Liquidity and Risk management – Good Practices and Issues for Consideration*“ und „*Consultation on CIS Liquidity Risk Management Recommendations*“. Die Konsultationsfrist lief bis zum 18.09.2017. Die Veröffentlichung soll vor Jahresende erfolgen.

Das ESRB hat im Herbst 2016 eine Arbeitsgruppe „Investment Fund Liquidity and Leverage“ eingerichtet, die ebenfalls an Empfehlungen für Investmentfonds arbeitet, u.a. zur Abminderung und Vermeidung von Liquiditätsinkongruenzen sowie zu Liquiditätsstresstests. Der Zeitplan läuft bis 2018.

ESMA möchte beim Thema Stresstests von Investmentfonds die aufsichtliche Konvergenz in Europa vorantreiben. Die Notwendigkeit hierfür sieht ESMA zum einen aufgrund der diesbezüglich bislang unterschiedlichen europäischen Vorgaben für OGAW und AIF, zum zweiten aufgrund der am Markt zu beobachtenden Heterogenität der Ansätze und Szenarien, die darauf zurückzuführen sei, dass die Verantwortung für Stresstests bei den Gesellschaften angesiedelt ist. ESMA möchte deshalb im Laufe von 2018 „*Supervisory convergence principles for fund-level stress tests by investment funds*“ veröffentlichen, um bewährte Verfahren bei der Implementierung und effektiven Nutzung von Stresstests voranzutreiben.

Das FSB hatte in seinem oben genannten Papier auch eine Empfehlung für systemweite Stresstests formuliert. Die Überlegungen von ESRB und ESMA zum Thema Stresstests gehen deshalb neben denen zu Stresstests auf Fondsebene parallel auch in Richtung von Stresstests bzw. Simulationen für den gesamten Investmentfondssektor und dessen Verbindungen mit dem Finanzsystem. Die Diskussion über die Zielsetzung, mögliche Ausgestaltung und Restriktionen eines solchen Projekts läuft.