

BVI¹ Position zum Entwurf eines BaFin-Berichts über Liquiditätsstresstests deutscher Kapitalverwaltungsgesellschaften

Wir begrüßen sehr, dass sich die deutsche Aufsicht intensiv mit dem Liquiditätsmanagement und Liquiditätsstresstests bei offenen Fonds auseinandersetzt. In der aktuellen internationalen Debatte um etwaige strukturelle Schwachstellen im Asset Management ist es von großer Bedeutung, die Besonderheiten deutscher Fonds und deren Liquiditätsmanagement zu berücksichtigen. Dies gilt umso mehr, als Deutschland in der EU der größte Anbieter von alternativen Investmentfonds (AIF) ist und der offene Spezialfonds mit seinen institutionellen Anlegern den Markt dominiert.

Die Überwachung von Liquiditätsrisiken in offenen Fonds hat bereits unter dem Investmentgesetz an erheblicher Bedeutung gewonnen. Für die im BVI organisierten Kapitalverwaltungsgesellschaften ergab sich daher schon vor Inkrafttreten des KAGB die Notwendigkeit, die Liquiditätsrisiken von Fonds laufend systematisch zu messen, zu dokumentieren sowie deren Mittelbewegungen zu überprüfen. So konnte sich eine gute Praxis entwickeln, die letztlich auch dazu führte, dass Kapitalverwaltungsgesellschaften nach der Finanzkrise 2008 alle Anteilrückgaben fast ausnahmslos² ohne Zuhilfenahme von zusätzlichen Liquiditätssteuerungsinstrumenten bedienen konnten. Hierzu hat auch wesentlich beigetragen, dass die BaFin bereits 2010 besondere Anforderungen an das Liquiditätsmanagement bei Fonds in ihrem Rundschreiben über die Mindestanforderungen an das Risikomanagement von Investmentgesellschaften (InvMaRisk) festgelegt hat. Mit der Umsetzung der AIFM-Richtlinie im KAGB existieren nun umfangreiche gesetzliche Vorgaben, die ein angemessenes Liquiditätsrisikomanagement regeln.

Der Bericht ist für Kapitalverwaltungsgesellschaften eine nützliche Erkenntnisquelle darüber, was die Aufsicht bei der Umsetzung der gesetzlichen Vorgaben erwartet. Das Dokument ist sehr gut verständlich, bestätigt die in der Praxis etablierten Prozesse und berücksichtigt in angemessener Weise das Proportionalitätsprinzip. Wir begrüßen insbesondere, dass die BaFin die heterogene Struktur der Fonds und die Unterschiede zwischen Publikums- und Spezialfonds betont, die keine einheitlichen Methoden im Liquiditätsmanagement zulassen, sondern vielmehr eine Vielfalt und Konkurrenz der Methoden zur Ermittlung der Liquiditätsrisiken erforderlich machen. Angesichts der Qualität des Berichts mit Empfehlungscharakter wäre dennoch eine Klarstellung wünschenswert, dass die aufgeführten Lösungen lediglich Beispiele sind und diese nicht zwingend für alle Assetklassen gelten können. Wir unterstützen insoweit den Ansatz, den Schwerpunkt auf transparente und dokumentierte Verfahren mit klaren Kommunikationslinien und Eskalationsstufen zu setzen, die ausdrücklich individuelle Lösungen zulassen.

Wir teilen außerdem die Einschätzung, dass es notwendig ist, bei Publikumsfonds mit institutionellen Anlegern eng zu kommunizieren, um frühzeitig auf etwaige Liquiditätsengpässe reagieren zu können. Um die Liquidität in solchen Fällen besser steuern zu können, sollten in Deutschland aber auch geeignete Instrumente wie beispielsweise „gates“ und „swing pricing“ eingeführt und der bisherige konstruktive

¹ Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Fondsbranche auf nationaler und internationaler Ebene. Er setzt sich gegenüber Politik und Regulatoren für eine sinnvolle Regulierung des Fondsgeschäfts und für faire Wettbewerbsbedingungen ein. Als Treuhänder handeln Fondsgesellschaften ausschließlich im Interesse des Anlegers und unterliegen strengen gesetzlichen Vorgaben. Fonds bringen das Kapitalangebot von Anlegern mit der Kapitalnachfrage von Staaten und Unternehmen zusammen und erfüllen so eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion. Die 102 Mitgliedsunternehmen des BVI verwalten knapp 3 Billionen Euro Anlagekapital für Privatanleger, Versicherungen, Altersvorsorgeeinrichtungen, Banken, Kirchen und Stiftungen.

² Die Ausnahmen betreffen 16 offene Immobilienfonds und 13 Wertpapierfonds (z.B. Immobilien-Dachfonds, Renten- und frühere Geldmarktfonds mit ABS- und CDS-Papieren).

ve Dialog mit der Praxis fortgesetzt werden. Darüber hinaus bieten wir auch bei der weiteren Analyse der Rolle von Spezialfonds mit der vertraglichen Möglichkeit zur täglichen Rückgabe im Finanzmarkt unsere Unterstützung an.

Kritisch sehen wir allerdings die Bewertung, dass ein weitgehendes Outsourcing des Liquiditätsrisiko-Controllings, der Stresstests und des Liquiditätsrisikomanagements weitere Nachteile mit sich zieht. Aus makroökonomischer Sicht können wir den Überprüfungsansatz nachvollziehen, dass sich bei einzelnen externen Anbietern Risiken bündeln können. Dies darf aber nicht zu einer generellen Einschränkung der Möglichkeiten führen, externe Fachkenntnisse in Anspruch zu nehmen. Wir bitten daher um eine ausdrückliche Klarstellung, dass mit dieser Aussage nicht beabsichtigt ist, die gesetzlichen Vorgaben zur Auslagerung von Aufgaben des Risikomanagements zu verschärfen.

Zu den einzelnen Abschnitten und Empfehlungen haben wir folgende Anmerkungen:

1. Abschnitt 3.2: Risikomanagement

Wir bitten, den letzten Absatz von Abschnitt 3.2 (Seite 11 unten) wie folgt anzupassen:

„Die Gegenüberstellung beider Seiten – der Liquidität auf der Aktivseite und der erwarteten Zahlungsverpflichtungen auf der Passivseite – ~~muss sicherstellen~~ **dient dazu nachzuweisen**, dass ~~sich das die vorhandene~~ **Liquiditätsprofil der Anlagen** des Investmentvermögens grundsätzlich **mit den zugrunde liegenden Verbindlichkeiten wie den die Höhe der** tatsächlichen und erwarteten Rücknahme- sowie sonstigen Zahlungsverpflichtungen deckt (§ 30 Abs. **1 Satz 2 und Abs.** 3 KAGB; Artikel 46 AIFM Level 2-VO; Artikel 49 Abs. 2 AIFM Level 2-VO; KAMaRisk 4.6 Tz. 2). Dieser Zusammenhang kann anhand von Liquiditätskennzahlen dargestellt werden (Artikel 48 Abs. 1 AIFM Level 2-VO).“

Begründung:

Gemäß § 30 Abs. 1 Satz 2 KAGB hat die KVG zu gewährleisten, dass sich das Liquiditätsprofil der Anlagen des Fonds mit den zugrunde liegenden Verbindlichkeiten deckt. Die Gegenüberstellung von Aktiv- und Passivseite verstehen wir als ein wirksames Verfahren im Sinne von Art. 46 AIFM-VO, welches gegenüber der Aufsicht nachgewiesen werden muss, um diesem Ziel zu dienen. Die Formulierung sollte daher in diesem Sinne angepasst werden.

2. Abschnitt 3.3: Aktuelle Regulierung von Liquiditätsrisiken in Deutschland

Wir bitten, Fußnote 15 (Seite 12) wie folgt anzupassen:

„¹⁵ 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. ~~Sie gelten für die kollektive Vermögensverwaltung und die Nebentätigkeiten der KVG, wie z. B. die Finanzportfolioverwaltung.~~“

Begründung:

Da der Bericht ausschließlich das Liquiditätsmanagement von Fonds umfasst und § 30 Abs. 1 Satz 1 KAGB ein Liquiditätsmanagementsystem nur für Fonds vorschreibt, halten wir Aussagen zur Anwendung der KAMaRisk auf Nebentätigkeiten der KVG in diesem Zusammenhang für redundant. Allenfalls ist die Formulierung an den Anwendungsbereich der KAMaRisk anzupassen. Nach Abschnitt 4.1 Tz. 1 der KAMaRisk erwartet die BaFin bei der Ausgestaltung des Risikomanagementsystems bezüglich der Individualportfolios lediglich eine „sinngemäße Anwendung“ vor dem Hintergrund von Art, Umfang, Komplexität und Risikogehalt der Aktivitäten. Zudem sind für die Dienst- und Nebendienstleistungen



entsprechend Art, Umfang, Komplexität und Risikogehalt der Geschäfte geeignete Regelungen zu treffen und nur die Anforderungen nach Abschnitt 4.3 KAMaRisk zu beachten. Die Aussage, dass die KAMaRisk daher insgesamt (bzw. insbesondere Abschnitt 4.8 der KAMaRisk) auch für die Nebentätigkeiten der KVG gilt, ist daher zu weitgehend und zu streichen.

3. Abschnitt 3.4: Regulatorische Anforderungen für Liquiditätsstresstests

Wir begrüßen die Klarstellung, dass Stresstests im Sinne des Proportionalitätsgrundsatzes risikoadäquat und damit der jeweiligen Risikosituation angemessen sein müssen und für sehr risikoarme Fonds darauf verzichtet werden kann, soweit deren Durchführung nicht angemessen ist. Wünschenswert wäre an dieser Stelle oder unter Abschnitt 5.2 eine zusätzliche Klarstellung, dass auch bei Fonds (insbesondere Spezialfonds) mit einer sehr geringen Anzahl von Anlegern auf die Durchführung von Stresstests auf der Passivseite verzichtet werden kann, wenn und soweit diese wenig aussagekräftig sind (wie auf Seite 26 ausgeführt) und zum Anleger klare Kommunikationslinien festgelegt sind.

4. Abschnitt 4.2: Liquiditätsrisiko auf der Passivseite

Wir bitten, im Erläuterungsteil von Abschnitt 4.2 klarzustellen, dass die Analyse des Anlegerprofils zur Überwachung der wesentlichen Verbindlichkeiten und Verpflichtungen im Verhältnis zum Liquiditätsprofil auf der Aktivseite notwendig ist und auch nur im Rahmen der verfügbaren Möglichkeiten einer Kapitalverwaltungsgesellschaft erfolgen kann.

Begründung:

Die Ermittlung des Liquiditätsrisikos auf der Passivseite, insbesondere das Profil der Anlegerbasis, ist unbestritten ein wesentliches Element des Liquiditätsmanagementsystems. Nach den gesetzlichen Vorgaben ist das Anlegerprofil allein für den Zweck zu berücksichtigen, die wesentlichen Verbindlichkeiten und Verpflichtungen im Verhältnis zum Liquiditätsprofil auf der Aktivseite zu überwachen (vgl. Art. 47 (1)(b) AIFM-VO). Eine detaillierte Analyse der Anlegerstruktur im Sinne eines „Know-your-Customer“-Prinzips – wie dies beispielsweise in Art. 27 der Verordnung (EU) 2017/1131 vom 14. Juni 2017 (Geldmarktfonds-VO) festgelegt ist – wird hingegen nicht gefordert. Vielmehr ist nur für den vorgenannten Zweck nach Art. 47 (1)(b) AIFM-VO die Art der Anleger, der relative Umfang der Anlagen und die Rücknahmebedingungen zu würdigen. Auch der Finanzstabilitätsrat (FSB) konzentriert sich in seinen jüngsten Empfehlungen³ zu den strukturellen Schwachstellen im Asset Management (vgl. Empfehlung 3) allein darauf, das Anlegerverhalten („investor behaviour“) unter normalen und außergewöhnlichen Umständen zu berücksichtigen.

Wünschenswert wäre daher an dieser Stelle ein Hinweis darauf, dass eine weitergehende Analyse der Mittelveränderungen auf der Passivseite nicht erforderlich ist, wenn die Analyse der Aktivseite eine hinreichende Liquiditätseinschätzung ergeben hat, mit der die wesentlichen Verbindlichkeiten und Verpflichtungen abgedeckt werden können. Dieser Ansatz würde dem gesetzlichen Überwachungsgebot im Sinne von Art. 47 (1)(b) AIFM-VO hinreichend gerecht werden und auch die aktuelle Praxis widerspiegeln. Wir verweisen insoweit auf die in den BVI-Leitlinien zur Beurteilung von Liquiditätsrisiken in Publikumsfonds beschriebene Methode (**Anlage**), die insbesondere von kleineren Kapitalverwaltungsgesellschaften genutzt wird.

³ FSB, Policy Recommendations, 12. Januar 2017, abrufbar unter: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/FSB-Policy-Recommendations-on-Asset-Management-Structural-Vulnerabilities.pdf>.

Unabhängig davon ist eine detaillierte Anlegeranalyse in der aktuellen Praxis für Publikumsfonds auch nicht möglich, da je nach Vertriebsweg den Kapitalverwaltungsgesellschaften nicht in jedem Fall Informationen über alle Anteilscheineigner vorliegen. Auf diesen Umstand verweist auch die IOSCO in ihrer aktuellen Konsultation zur Überarbeitung ihrer Prinzipien zum Liquiditätsmanagement von Fonds.⁴ Es sollte daher klargestellt werden, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft nicht verpflichtet ist (wie dies z. B. in Art. 27 Abs. 3 Geldmarktfonds-VO für Geldmarktfondsverwalter explizit geregelt ist), Informationen hierzu von den Vertriebsstellen anzufordern.

5. Abschnitt 4.3: Quantifizierung des Liquiditätsrisikos

Wie bereits im Abschnitt 3.2 zutreffend ausgeführt, ist eine Einstufung eines Vermögenswertes als liquide bzw. illiquide nicht immer trennscharf und im Zeitverlauf nicht immer konstant. Zudem kann je nach Anlagestrategie ein Vermögenswert zu anderen Vermögenswerten im Fonds relativ als illiquide angesehen werden. Es sollte daher ausdrücklich klargestellt werden, dass die Frage, welche Vermögenswerte als „illiquide“ einzustufen sind, individuell und fondsspezifisch von der Kapitalverwaltungsgesellschaft zu beurteilen ist. Ebenso regen wir an hervorzuheben, dass die Einschätzung als liquider oder illiquider Vermögenswert graduell ist und daher auch Zwischenstadien möglich sind.

Wir verstehen die im Bericht genannten Kennzahlen zur Quantifizierung des Liquiditätsrisikos (siehe Abbildung 13) nur als beispielhafte Aufzählung möglicher Verfahren. Dies sollte klargestellt werden.

Bei offenen Immobilienfonds könnte als Beispiel die Ermittlung einer Liquiditätskennzahl ergänzt werden, die sich aus der Quote von liquiden Mitteln und sämtlichen Zahlungsverpflichtungen (das sind nicht nur Mittelabflüsse) ergibt. Dies könnte entsprechend im Kapitel 5.2 (S. 27) bei den Liquiditätsstresstests berücksichtigt werden.

Zudem regen wir an, im Abschnitt 4.3 analog Abschnitt 4.2 (Absatz 3) klarzustellen, dass die Liquiditätssteuerung in Spezial-AIFs individuell festgelegt werden kann.

6. Abschnitt 6: Risikoanalysen und Berichtswesen

Wir bitten, im Abschnitt 6 (Seite 31) ein weiteres Beispiel für die Berichtsfrequenzen für offene Immobilienfonds aufzunehmen. Bei offenen Immobilienfonds sind die aufgeführten täglichen Berichte gegenüber Risiko- und Fondsmanagern zur Liquiditätssituation im Fonds nicht sachgerecht; in der Praxis wird hier regelmäßig vierteljährlich berichtet.

7. Abschnitt 7: Aufsichtliche Bewertung

a) Wir bitten, die Formulierung des zweiten Absatzes auf Seite 32 zu überdenken und klarzustellen, dass das Liquiditäts-Controlling, die Durchführung von Stresstests und das Liquiditätsrisikomanagement im Rahmen der gesetzlichen Vorgaben ausgelagert werden dürfen.

Begründung:

Wie bereits eingangs ausgeführt, sehen wir die Gefahr, dass sich durch die aufsichtliche Bewertung zur Auslagerung von Aufgaben des Liquiditätsmanagements einschränkende Rückschlüsse für die Prü-

⁴ IOSCO, Consultation on CIS Liquidity Risk Management Recommendations, July 2017, abrufbar unter: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD573.pdf>.



fungs- und Anwendungspraxis ergeben könnten. In diesem Zusammenhang ist insbesondere unklar, was mit einem „weitgehenden Outsourcing“ gemeint ist. Die europäischen Fondsrichtlinien sowie deren Umsetzung im KAGB bieten ein umfassendes und erprobtes Rahmenwerk im Bereich der Auslagerung, die auch die Übertragung von Aufgaben des Risiko- und Liquiditätsmanagements regeln.

Zudem ist die Inanspruchnahme externer Expertise ein gesetzlich anerkannter objektiver Grund für die Übertragung von Aufgaben (vgl. Art. 76 (1)(c) AIFM-VO). Insoweit ist die Schlussfolgerung für uns nicht nachvollziehbar, dass sich die Kapitalverwaltungsgesellschaft mit der Übertragung in eine Abhängigkeit vom anderen Unternehmen begibt und dies das firmeninterne Wissen hinsichtlich des Liquiditätsrisikos reduziert. Die Übertragung von Aufgaben auf einen Dritten reduziert nicht notwendigerweise das firmeninterne Wissen. Insbesondere trägt die Kapitalverwaltungsgesellschaft weiterhin die Gesamtverantwortung für diese Aufgaben. Dies setzt voraus, dass sie die für die Überwachung der übertragenen Aufgaben notwendigen Fachkenntnisse und Ressourcen haben muss. Die Aufsichtspraxis sollte daher den Schwerpunkt auf diese Aspekte legen, bevor sie eine Einschränkung der Übertragung von Funktionen erwägt.

b) Wir bitten, im letzten Satz des dritten Absatzes auf Seite 32 das Wort „Problem“ durch einen anderen Begriff (z. B. „Frage“) zu ersetzen. Der Begriff „Problem“ führt bereits eine Wertung ein, die jedoch erst mit dem Ergebnis der angekündigten Untersuchung erfolgen sollte. Wichtig wäre es außerdem, auf die Absicht hinzuweisen, auch weitere Instrumente wie beispielsweise „gates“ oder „swing-pricing“ einführen zu wollen, um etwaige Risiken aus größeren Anteilsrückgaben bei Publikumsfonds besser steuern zu können.

c) Wir regen an, den folgenden Satz auf Seite 32 wie folgt anzupassen:

„Weiterer Klärungsbedarf besteht auch bezüglich der Frage, **ob bei der Run-Anfälligkeit von** Spezialfonds aufgrund der vertraglichen Möglichkeit zur täglichen Rückgabe der Fondsanteile **makroökonomische Besonderheiten zu berücksichtigen sind.**“

Begründung:

Der Begriff der „Run-Anfälligkeit“ passt bei Spezialfonds nicht. Ein „Run“ erfolgt regelmäßig durch eine Vielzahl von Anlegern, die jedoch bei Spezialfonds gerade nicht gegeben ist. Aus der bisherigen Diskussion haben wir eher das Ziel mitgenommen, etwaige Schwachstellen mit Auswirkung auf den gesamten Finanzmarkt zu untersuchen. Hierbei bieten wir gerne unsere Unterstützung an. Unabhängig davon können wir ein Liquiditätsrisiko mit makroökonomischer Tragweite bei Spezialfonds aufgrund der Diversifizierung und der Anlagevorschriften nicht erkennen. Wie bereits im Bericht zutreffend ausgeführt, verfolgen Investoren in Spezialfonds zudem grundsätzlich eine mittel- bis langfristige Anlagestrategie. Die vertragliche Möglichkeit zur täglichen Rückgabe der Fondsanteile ist dabei vor allem gesetzlichen Zwängen geschuldet, denen die institutionellen Anleger aufgrund ihrer aufsichtsrechtlichen Vorgaben unterworfen sind.

8. Redaktionelle Anmerkung

Wir regen an, im gesamten Dokument den Begriff „Kunde“ durch „**Anleger**“ zu ersetzen. Das KAGB unterscheidet zwischen diesen beiden Begriffen deutlich. Mit einer Bezugnahme auf „Anleger“ wird klargestellt, dass der Bericht nur die Anleger eines Fonds erfasst und nicht die Kunden von weiteren zulässigen Dienst- und Nebendienstleistungen einer Kapitalverwaltungsgesellschaft im Sinne von § 20 Abs. 2 und 3 KAGB.



Frankfurt am Main,
12. Dezember 2016

Leitlinien zur Beurteilung von Liquiditätsrisiken in Publikumsfonds

I. Rechtliche Rahmenbedingungen

Die Überwachung von Liquiditätsrisiken in offenen Publikumsfonds hat bereits unter dem Investmentgesetz in der Praxis an Bedeutung gewonnen. Für die im BVI organisierten Fondsgesellschaften ergab sich daher schon in den vergangenen Jahren die Notwendigkeit, die Liquiditätsrisiken von offenen Publikumsfonds laufend systematisch zu messen und zu dokumentieren sowie deren Mittelbewegungen zu überprüfen. Dies war bereits im Jahr 2010 Anlass für den BVI, mit dem Arbeitskreis „Liquiditätsrisiken“ Lösungsansätze zur Beurteilung von Liquiditätsrisiken zu erarbeiten. Nachdem inzwischen infolge des AIFM-Umsetzungsgesetzes konkrete gesetzliche Vorgaben für das Liquiditätsmanagement in § 30 KAGB in Verbindung mit § 6 KAVerOV und Art. 46 ff. der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 (nachfolgend: AIFM-VO) festgelegt wurden, hat der Arbeitskreis die im Jahr 2010 erarbeiteten Leitlinien überprüft und neu bewertet.

II. Einleitung

Die nachstehend dargestellten Methoden stellen keine verbindlichen Handlungsempfehlungen für Kapitalverwaltungsgesellschaften dar. Sie konzentrieren sich auf offene Publikumsfonds, weil sich institutionelle Investoren von Spezialfonds und Anleger in Publikumsfonds in ihrem Anlageverhalten unterscheiden. Nicht zuletzt geht auch der Gesetzgeber von einem unterschiedlichen Schutzbedürfnis der Anlegergruppen in Publikums- und Spezialfonds aus. Es steht der Kapitalverwaltungsgesellschaft jedoch frei, die Methoden sinngemäß auch auf offene Spezialfonds anzuwenden.

Bei der Ermittlung des jeweiligen Liquiditätsstatus eines Fonds bietet sich eine mehrstufige Betrachtung an. Zum einen wird die Liquidität der im jeweiligen Fonds gehaltenen Vermögenswerte (ggf. zuzüglich kurzfristig fälliger Forderungen bzw. Zahlungsverpflichtungen aus den Vermögenswerten, z. B. über Margin Calls) in Relation zum Fondsvermögen bewertet. Daneben sind kurzfristige Mittelveränderungen zu berücksichtigen, die durch Anteilrückgaben der Anleger ausgelöst werden können. Eine ungünstige Einschätzung der kurzfristigen Mittelveränderungen kann im Einzelfall sogar dazu führen, dass ein Fonds trotz eines an sich ausreichenden Anteils liquider Vermögenswerte als insgesamt illiquide einzustufen ist.

Die Lösungsansätze zur Überwachung der Liquiditätsrisiken der Fonds fokussieren sich deshalb auf folgende Schritte:

- Im ersten Schritt wird analysiert, wie hoch der Anteil an liquiden Vermögenswerten im Fonds ist. Hieraus ergibt sich die sog. „Liquiditätsquote“. Die Liquiditätsquote stellt das Verhältnis der ermittelten liquiden Vermögenswerte in Relation zum Fondsvermögen dar. Hierbei handelt es sich um eine Kennzahl, die allein internen Zwecken im Rahmen des Liquiditätsmanagements dienen soll. Es besteht keine Pflicht, diese gegenüber Dritten bekannt zu machen (z. B. auch nicht bei Investitionen in Zielfonds).



- Im zweiten Schritt werden die Bruttoreüßflüsse (d. h. jegliche Rückflüsse aus Anteilscheinrückgaben ohne Rücksicht darauf, ob im gleichen Zeitraum Zuflüsse durch Anteilscheinkäufe stattgefunden haben) untersucht. Als Benchmark werden hierbei Extremwerte herangezogen, die aus den statistischen Daten des BVI aus dem Zeitraum 2003 bis 2015 stammen.
- Im dritten Schritt wird die ermittelte Liquiditätsquote des Fonds mit den statistischen Daten des BVI über die Bruttoreüßflüsse verglichen.
- Im vierten Schritt wird analysiert, ob ggf. weitere Maßnahmen zu ergreifen sind. Überschreiten die liquiden Vermögenswerte eines Fonds die Benchmark, kann in der Regel eine weitergehende, differenzierte Betrachtung der Liquidität unterbleiben, da der Anteil der liquiden Vermögenswerte bei kurzfristigem Liquiditätsbedarf jederzeit zu fairen Preisen verkauft werden kann. Bei Fonds, die die Benchmark unterschreiten, erfolgt eine Einzelfall-Analyse (z. B. mittels Szenarioanalyse), inwieweit Liquiditätsrisiken relevant werden könnten.

III. Vorgehensweise

A Schritt 1: Ermittlung der Liquiditätsquote auf Fondsebene

Zunächst wird die Liquidität der im Fonds enthaltenen Vermögenswerte eingeschätzt. Nach der Definition des Liquiditätsrisikos in § 5 Abs. 2 Nr. 2 KAVerOV kommt es dabei darauf an, ob eine Position im Fondsportfolio nicht innerhalb hinreichend kurzer Zeit mit begrenzten Kosten veräußert, liquidiert oder geschlossen werden kann. Da sich die Liquidität der Märkte laufend verändert, empfiehlt sich eine laufende Überwachung der Einschätzung, welche Vermögenswerte als liquide gelten.

Hinsichtlich der einzelnen Vermögenswerte bietet sich folgende Vorgehensweise an:

- **Bankguthaben**

Guthabenpositionen und Tagesgelder (gegebenenfalls umgerechnet in Fondswährung mit dem aktuellen Wechselkurs) gelten generell als liquide.

Termin- und Festgelder können ebenfalls auf die Quote liquider Vermögenswerte angerechnet werden. Etwas anderes gilt, wenn Indikatoren vorliegen, die im Einzelfall auf eine begrenzte Liquidität hindeuten. Dies könnten z. B. sein:

- lange Restlaufzeit (z. B. grundsätzlich länger als drei Monate)
- keine kurzfristige Kündigungsfrist
- hohe Vorfälligkeitsentschädigung
- niedrige Bonität des Instituts (z. B. aufgrund externer Ratings oder anderer Bonitätsbeurteilungen)
- Refinanzierungsmöglichkeiten
- Sitzland des Instituts (z. B. Einfluss politischer Risiken)



▪ **Aktien/Anteilsrechte**

Eine Unterscheidung zwischen Stamm- und Vorzugsaktien ist nicht notwendig. Aufgrund einer geringeren Liquidität bzw. des in der Regel geringeren Volumens in Bezug zum Gesamtportfolio sollten vinkulierte Namensaktien sowie nicht-notierte Aktien grundsätzlich als illiquide betrachtet werden.

Bei der Beurteilung der Liquidität können z. B. folgende am Markt beobachtbare Größen herangezogen werden:

- Zugehörigkeit zu einem Index (z. B. MSCI-World für Hauptwerte)
- Umsatzvolumen
- Marktkapitalisierung

Welche Information als Kriterium für die Eingruppierung herangezogen wird, liegt im Ermessen der einzelnen Kapitalverwaltungsgesellschaft.

Es empfiehlt sich, je Aktiengattung einen kurzfristig am Markt liquidierbaren Maximalbetrag festzulegen. Dieser Betrag wäre dann maximal bei der Ermittlung der Liquiditätsquote zu berücksichtigen, sofern die jeweilige Aktienposition im Fondsvermögen den Maximalbetrag überschreitet. Der Betrag kann z. B. unter Berücksichtigung des täglichen Umsatzvolumens geschätzt werden. Es wird angenommen, dass täglich lediglich ein bestimmter Prozentsatz des Handelsvolumens verkauft werden kann, ohne dass dadurch außergewöhnliche Kosten entstehen. Daneben kann eine Festlegung auch in Abstimmung mit den Handelseinheiten der Kapitalverwaltungsgesellschaft erfolgen.

▪ **Renten**

Sind Handelsdaten verfügbar, können diese für die Ableitung der Liquiditätseinstufung verwendet werden. Diese können für jede einzelne Gattung oder auf Basis von Stichproben für Instrumentengruppen erhoben werden. Wichtige Parameter sind das zu beobachtende Handelsvolumen und die aktuellen Quotes. Bei letzteren sind dann die Bid-Offer-Spreads, die Anzahl der vorhandenen Quotes und das Volumen der Quotes wichtige Hinweise auf die Liquidität.

Alternativ kann die Liquiditätseinstufung auch mit Hilfe der nachfolgenden Stammdaten/Kennzahlen vorgenommen werden:

- Emissionsgröße bzw. Gesamtemissionsvolumen des Emittenten/Datum der Emission
- Besicherungsart
- Land
- Währung
- Rating (Rating-Abstufungen im Bereich Investment bzw. Non-Investment Grade)
- Branche
- Indexzugehörigkeit
- CDS-Spread
- Restlaufzeit
- Notenbankfähigkeit/EZB Refinanzierungskategorien
- Seniorität (Tier1/Tier2)
- Art der Sicherheit
- Market Making/ Elektronische Handelsplattformen
- Umsatzvolumen/Börsennotierung



Instrumentengruppen mit gleichen Eigenschaften können dabei einheitlich behandelt werden. Die Zuordnung kann auf Experten-Einschätzungen (Fondsmanagement, Handel, o. ä.) oder auf statistischen Analysen beruhen. Gfs. kann eine Einschätzung der Liquidität direkt von der Indexzugehörigkeit einer Gattung abgeleitet werden.

Analog den Anrechnungsmöglichkeiten bei Aktien kommt auch bei Rentenpapieren eine Anrechnung von Teilbeträgen in Abhängigkeit von am Markt kurzfristig liquidierbaren Maximalbeträgen in Betracht.

Kurzfristige Fälligkeiten aus den einzelnen Instrumenten (also Coupons und Nominalrückzahlungen) können grundsätzlich wie Kassepositionen behandelt, also der Liquidität direkt zugerechnet werden.

Staatsanleihen und Pfandbriefe im Sinne des § 206 Abs. 2 KAGB können bis zu einem gewissen Volumen in der Regel als liquide eingestuft werden. Als Beurteilungskriterien können Rating- und Länderzuordnungen herangezogen werden.

Bei Corporate Bonds sowie Wandel- und Optionsanleihen müssen angemessene Kriterien erarbeitet werden, um eine Zurechnung (z. B. von Senior Papieren) zur Liquiditätsquote zu erreichen.

Schuldscheindarlehen, zinsbasierte Genussscheine, Credit Linked Notes/strukturierte Anleihen, ABS/MBS/TBA, Kreditverbriefungen wären vorbehaltlich einer Einzelprüfung derzeit als grundsätzlich nicht liquide einzustufen.

▪ **Derivate**

Wesentlicher Unterschied zwischen börsengehandelten Derivaten und OTC-Derivaten ist, dass OTC-Derivate neben Marktpreisrisiken noch Kontrahentenrisiken in sich bergen.

Grundsätzlich gilt, dass der Marktwert jedes Derivates sehr volatil ist. Deshalb können folgende Grundsätze angewendet werden:

- nicht realisierte Gewinne aus Derivaten sollten aufgrund des kaufmännischen Vorsichtsprinzips nicht auf die Liquiditätsquote angerechnet werden.
- unrealisierte Verluste aus Derivaten sollten in voller Höhe von der Liquiditätsquote abgezogen werden.

Inwieweit bei Fonds mit Derivaten (ggf. noch Differenzierung nach OTC-Geschäften) ein zusätzlicher (absoluter oder relativer) Minderungsbetrag in der Liquiditätsquote wegen potentieller Verluste angesetzt wird, liegt im Ermessen der Kapitalverwaltungsgesellschaft.

▪ **Investmentanteile**

Investmentanteile mit täglicher Rückgabemöglichkeit können grundsätzlich als liquide betrachtet werden, sofern aufgrund des Anlageschwerpunkts davon ausgegangen werden kann, dass die dem Zielfonds zugrundeliegenden Vermögenswerte im aktuellen Marktumfeld zu einem überwiegenden Teil selbst liquide sind.



Besondere Sorgfaltspflichten für Investitionen in Zielfonds leiten sich aus Art. 47 Abs. 1 c) AIFM-VO ab. Danach muss das Liquiditätsmanagementsystem sicherstellen, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft bei Anlagen in Zielfonds den vom Manager des Zielfonds verfolgten Liquiditätsmanagementansatz überwacht (einschließlich regelmäßiger Prüfungen). Dies soll dazu dienen, die Rücknahmebestimmungen des Zielfonds zu überwachen. Diese Überwachungspflicht gilt jedoch nicht, wenn der Zielfonds aktiv auf einem geregelten Markt gehandelt wird.

Sofern wegen des Anlageschwerpunkts nicht davon ausgegangen werden kann, dass es sich um einen liquiden Zielfonds handelt, kann die Kapitalverwaltungsgesellschaft aufgrund individueller Analyse im Einzelfall eine abweichende Entscheidung treffen.

Für die Liquiditätsbeurteilung von Investmentanteilen bietet sich damit ein zweistufiges Vorgehen an.

In einem ersten Schritt kann anhand des in den Vertragsunterlagen angegebenen Anlageschwerpunktes die Liquidität der Vermögenswerte des Zielfonds beurteilt werden. Bei den Kriterien kann man sich grundsätzlich an den Kriterien für Direktinvestments orientieren. Eine Durchschau in die Bestände des Zielfonds ist nicht notwendig.

In einem zweiten Schritt sollten ergänzend Aspekte der kurzfristigen Mittelveränderungen des Zielfonds in die Beurteilung einfließen. Folgende Kriterien können z. B. eine Rolle spielen:

- Börsenhandel erhöht i.d.R. die Liquidität.
- bei ausgesetzter Anteilrücknahme kann nicht von hoher Liquidität ausgegangen werden.
- Informationen über die Anlegerstruktur und die Höhe der eigenen Anlage in den Zielfonds: Je höher das eigene Investment, desto schwieriger dürfte eine vollständige Liquidation sein.
- Mittelaufkommen: hohe Rückflüsse können ein Indikator für eine angespannte Liquiditätssituation des Zielfonds sein.
- Periodizität der Preisfeststellung: werden nur in größeren zeitlichen Abständen Preise gestellt, kann dies für eine beschränkte Liquidität sprechen.
- Kündigungs-/ Rücknahmefristen können ein Indikator für begrenzte Liquidität sein.

B Schritt 2: Ermittlung der Brutorückflüsse

Die Liquiditätsquote des jeweiligen Fonds kann nun durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft in Relation zu den BVI-Vergleichsdaten gesetzt werden. Der BVI hat anhand des statistischen Materials von 2003 bis 2015 die Verteilung und die Extremwerte der monatlichen Brutorückflüsse von jeweils ca. 7.100 Publikumsfonds¹ analysiert. Der Brutorückfluss liegt je Fonds monatsweise als eine über den jeweiligen Monat kumulierte Zahl (Datenpunkt) vor. Dies entspricht ca. 470.000 Datenpunkten (Beobachtungen). Hieraus lässt sich Folgendes ableiten:

- Signifikante Brutorückflüsse über 20% des NAV sind in zwei bis vier Prozent aller Beobachtungen (je nach Fondsgruppe) auf monatlicher Basis eingetreten.

¹ Hierbei wurden auch diejenigen Publikumsfonds berücksichtigt, die nach der BVI-Datenbank mit dem Merkmal „institutionell“ geführt werden. Ein Fonds gilt danach als „institutionell“, wenn mindestens eine der drei folgenden Eigenschaften zutrifft: (1) von der jeweiligen Fondsgesellschaft so geschlüsselt, (2) Mindestanlagebetrag von 20 Mio. Euro oder (3) Anteilwert ab 1 Mio. Euro. Nicht berücksichtigt wurden bei der Auswertung Substanzauszahlungen im letzten Monat vor der Abwicklung bzw. Schließung einzelner Fonds.



- Signifikante Bruttoreckflüsse lassen sich oftmals mit bestimmten Marktbedingungen oder -bewegungen erklären (z. B. Krisenzeiten, Gewinnmitnahmen bei Höchstständen etc.).
- Nach der Finanzkrise 2008 wurden alle Mittelveränderungen fast ausnahmslos² von den Kapitalverwaltungsgesellschaften ohne Zuhilfenahme von zusätzlichen Liquiditätssteuerungsinstrumenten bedient.
- Die identifizierten größten Bruttoreckflüsse der einzelnen Fondstypen hat der BVI in einer Stichprobe (67 Fälle) einer weiteren Analyse unterzogen, um Aussagen für die täglich benötigte Liquidität ableiten zu können. Die signifikanten Bruttoreckflüsse verteilen sich nach Auswertung einer Stichprobe überwiegend auf einige wenige Tage im Monat (im Schnitt 3,7 Tage) und treten eher punktuell auf. Es handelt sich hierbei oftmals um Sachverhalte, die vorher bekannt waren (z. B. wenn Geldmarktfonds KVG-intern zur Liquiditätssteuerung genutzt werden; Dachfonds; absehbarer Liquiditätsbedarf usw.). Die täglich benötigte Liquidität bei signifikanten Bruttoreckflüssen betrug in der Stichprobe durchschnittlich 18 Prozent. Ausgehend von diesen Ergebnissen bestätigen die Stichproben die allein auf Monatsbasis ermittelten Daten.
- Insgesamt lässt sich feststellen, dass sich die signifikanten Bruttoreckflüsse in der ex-post-Betrachtung der Krise um 2008 gehäuft haben und danach etwas zurückgegangen sind, jedoch nicht auf das Niveau vor der Krise. Allerdings hat sich das Gesamtbild (Durchschnittswerte) der signifikanten Rückflüsse im Zeitablauf nicht verändert.

Die beobachteten Extremwerte der monatlichen Bruttoreckflüsse stellen sich für die einzelnen Fondstypen wie folgt dar; Bezugsgrundlage ist stets der Gesamtzeitraum 2003 bis 2015, Grundgesamtheit jeweils die Zahl aller Beobachtungen (also Datenpunkte mit und ohne Bruttoreckfluss):

- **Aktienfonds:**
 - 1% Quantil aller monatlichen Beobachtungen liegt bei -47,8% des NAV.
 - 96,7% aller monatlichen Beobachtungen waren vom Betrag her kleiner als 20% des NAV.
- **Rentenfonds:**
 - 1% Quantil aller monatlichen Beobachtungen liegt bei -52,2% des NAV.
 - 96,3% aller monatlichen Beobachtungen waren vom Betrag her kleiner als 20% des NAV.
- **Mischfonds:**
 - 1% Quantil aller monatlichen Beobachtungen liegt bei -31,3% des NAV.
 - 98,5% aller monatlichen Beobachtungen waren vom Betrag her kleiner als 20% des NAV.
- **Geldmarktfonds:**
 - 1% Quantil aller monatlichen Beobachtungen liegt bei -57,9% des NAV.
 - 98,1% aller monatlichen Beobachtungen waren vom Betrag her kleiner als 40% des NAV.
- **Offene Immobilienfonds:**
 - 1% Quantil aller monatlichen Beobachtungen liegt bei -14,4% des NAV.
 - 99,3% aller monatlichen Beobachtungen waren vom Betrag her kleiner als 20% des NAV.

² Die Ausnahmen betreffen 16 offene Immobilienfonds und 13 Wertpapierfonds (z.B. Immobilien-Dachfonds, Renten- und frühere Geldmarktfonds mit ABS- und CDS-Papieren).



BVI-Mitglieder haben Einblick in die Rohdaten zu den im Text erwähnten Kenngrößen der Verteilungen, deren Berechnungen regelmäßig fortgeschrieben und aktualisiert werden (abrufbar im BVI-Extranet: <https://www.bvi.de/extranet/standards/liquiditaetsmanagement/>).

C Schritt 3: Vergleich der Liquiditätsquote mit den historischen Bruttoreinflüssen

Überschreitet die Liquiditätsquote des Fonds die Extremwerte der vom BVI ermittelten Vergleichsdaten des jeweiligen Fondstyps, kann – sofern keine anderen Hinweise vorliegen (z. B. etwaige Reputationsrisiken, Underperformance usw.) – mit einer hohen Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden, dass der Fonds weitgehend vor Liquiditätsengpässen geschützt ist.

Dies ist der Fall, wenn

- Aktienfonds, Rentenfonds und Mischfonds täglich mehr als 20% liquide Vermögenswerte vorhalten, sowie
- Geldmarktfonds täglich mehr als 40% liquide Vermögenswerte vorhalten.

Offene Immobilienfonds unterliegen aufgrund der besonderen gesetzlichen Regelungen hinsichtlich Halte- und Kündigungsfristen einer besonderen Beurteilung.

D Schritt 4: Verfahren bei niedriger Liquiditätsquote

Sofern eine niedrige Liquiditätsquote im Fonds ermittelt wurde, die auch die BVI-Vergleichsdaten unterschreitet, sollte die Kapitalverwaltungsgesellschaft folgende Betrachtungen anstellen:

- Analyse der historischen Mittelveränderungen
- Analyse der aktuellen Anlegerstruktur
- Einschätzung der zukünftigen Mittelbewegungen, insbesondere drohende kurzfristige Mittelabzüge
- Möglichkeiten zur Erhöhung der Liquiditätsquote
- Durchführung von Liquiditätsstresstests
- Erhöhung der Intervalle für die Liquiditätsrisikoeinschätzung
- Kreditaufnahmemöglichkeiten

Diese Kriterien können beispielsweise in einer Szenarioanalyse ausgewertet werden. Falls erforderlich, leiten sich daraus weitere Maßnahmen ab.



Exkurs: Liquiditätsstresstests

Kapitalverwaltungsgesellschaften müssen für alle von ihnen verwalteten Fonds regelmäßig Liquiditätsstresstests durchführen, um die Liquiditätsrisiken der Fonds bewerten und überwachen zu können (vgl. § 30 Abs. 2 KAGB).

Die Stresstests sollen, sofern angemessen und möglich, quantitativ auf Basis verlässlicher, aktueller Daten erfolgen, mindestens aber mittels qualitativer Einschätzungen (vgl. Art. 48 Abs. 2 a) AIFM-VO). Sofern angemessen, ist die Liquidität der Vermögenswerte des Fonds unter normalen und außergewöhnlichen Liquiditätsbedingungen zu stressen.

Für die Stresstest-Szenarien existieren keine verbindlichen Vorgaben. Diese sind aber auch nicht notwendig, weil diese in Abhängigkeit von der jeweiligen Anlagestrategie und des Liquiditätsprofils festzulegen sind. Dies lässt sich nur anhand des jeweiligen Einzelfalls präzise einschätzen. Kapitalverwaltungsgesellschaften führen daher die einzelnen Stresstest-Szenarien im eigenen Ermessen und nach eigenen Vorgaben durch. Die Stresstests simulieren dabei gegebenenfalls mangelnde Liquidität der Vermögenswerte des Fonds (Aktivseite) sowie etwaige atypische Rücknahmeforderungen der Anleger (Passivseite), vgl. Art. 48 Abs. 2 b) AIFM-VO:

- **Aktivseite des Fonds:** Szenarien für die Verschlechterung der Liquidität der Vermögenswerte können stammdatenbasierte Schätzverfahren (z. B. Assetklasse, Rating, Restlaufzeit etc.) oder quantitative Verfahren mit Normal- oder Extremwertverteilungsannahmen sein. Hinsichtlich unterschiedlicher Zeithorizonte können beispielsweise die Ausweitung von Bid/Ask Spreads von Anleihen, die Herabstufung der Bonität von Emittenten, ein abnehmendes durchschnittliches Handelsvolumen von Aktien oder die Illiquidität bzw. geringere Handelbarkeit bestimmter Assetklassen herangezogen werden.

In Einzelfällen können Liquiditätsszenarien auch in Kombination mit Szenarien für das Marktrisiko betrachtet werden: Beispielsweise die Simulation von Währungskursentwicklungen, die ggf. zusätzliche Besicherungen bei OTC Derivaten oder Pensionsgeschäften mittels liquider Titel erforderlich machen (Collateral Calls) und sich dadurch auch auf das Liquiditätsprofil auswirken. Ebenso können höhere Variation Margins bei Terminkontrakten anfallen oder die Liquidität durch den Wegfall von benötigten Kreditlinien beeinträchtigt werden. Neben Währungsrisiken können analog auch Änderungen von Aktienkursen, Zinsen, Volatilität und Credit Spreads sich auf die Liquiditätsquote des Fonds auswirken. So ist durchaus auch die Sensitivität relevant, mit der Marktentwicklungen zu einem Marktwertverlust der Vermögensgegenstände führen, da durch einen solchen Marktwertverlust die Liquidität der einzelnen Positionen und dadurch die Liquidität des Fonds beeinflusst wird.

- **Passivseite des Fonds:** Soweit angemessen, sind auch etwaige atypische Rücknahmeforderungen der Anleger zu stressen. Hierfür eignen sich ebenfalls Schätzverfahren auf Grundlage historischer Beobachtungen, quantitative Verfahren auf die historischen Mittelveränderungen bzw. der Ansatz der in diesen Leitlinien aufgezeigten BVI-Schwellenwerten und Aktion bei Unterschreitungen.

In der Praxis tritt eine zunehmende Illiquidität der Vermögenswerte oftmals gleichzeitig mit einer erhöhten Quote von Anteilsrückgaben auf. Durch Anteilsrückgaben kann es zu Preisabschlägen und damit zu einer negativen Wertentwicklung in Folge des Verkaufsdruckes kommen, was wiederum weitere Anteilsrückgaben hervorrufen kann. Bei den Szenarien für die Mittelveränderungen können die jüngsten Trends, künftige Erwartungen, die relative Wertentwicklung des Fonds im Vergleich zu



seiner Peergruppe (insbesondere bei Fonds mit vergleichbaren Anlagestrategien) als auch die Einschätzung der Attraktivität des Marktsegmentes der Peergruppe im gegebenen oder erwarteten Marktumfeld berücksichtigt werden.

Bei Fonds mit nur einem oder wenigen (semi-) professionellen Anlegern kann die Annahme von festen Rückgabequoten ausreichend sein, zumal hier oftmals größere Rückgaben von dem Anleger frühzeitig mitgeteilt werden.

Anlegerkonzentrationen in Publikumsfonds sind besonders zu prüfen, da es hier zu größeren Rückgabeforderungen kommen kann. Ausgehend von bestimmten Rückgabequoten kann in diesen Fällen die benötigte Zeit abgeschätzt werden, wie lange es dauern würde, durch Veräußerung von Vermögenswerten zu fairen Marktpreisen oder durch andere Maßnahmen die nötige Liquidität für die Erfüllung der Rücknahmen zu schaffen. Limits z.B. für die Anlegerkonzentration bei Publikumsfonds können Stresstest unterstützen. Sofern Limitüberschreitungen ein höher als erwartetes Liquiditätsrisiko anzeigen, sollte die Situation mit dem Fondsmanagement besprochen und im besten Interesse der Anleger angemessene Maßnahmen ergriffen werden.

AIF melden die Ergebnisse der Liquiditätsstresstests zusammen mit den Ergebnissen der Stresstests für das Marktrisiko an die zuständige Aufsichtsbehörde. Hinsichtlich der Ergebnisse für Liquiditätsstresstests werden üblicherweise Liquiditätsquoten für Laufzeitklassen ermittelt (z. B. x% in drei Tagen, y% in zehn Tagen etc.) und/oder Zeitangaben für die Liquidierung des gesamten Fonds verwendet. Hierbei kann sich die Kapitalverwaltungsgesellschaft auch an den im AIFMD-Reporting definierten sieben Laufzeitklassen orientieren.

Liquiditätsstresstests sind regelmäßig, mindestens jedoch jährlich, durchzuführen (vgl. Art. 48 Abs. 2 e) AFIM-VO). Die erforderliche Frequenz hängt ab von Art, Liquiditätsprofil, Anlagestrategie und Rückgabegrundsätzen des Fonds sowie vom Investorenprofil. Bei Fonds mit täglicher Rückgabemöglichkeit kann in der Praxis in der Regel eine monatliche Frequenz geboten sein.