

Liquiditätsmanagement für Investmentfonds

AIFMD II schafft neuen Rahmen

Mit der AIFMD II wird das Liquiditätsmanagement von Investmentfonds auf ein neues Niveau gehoben. Das soll die Widerstandsfähigkeit von Investmentfonds in Stresssituationen stärken und den Schutz der Anleger:innen erhöhen. Asset Manager sind verpflichtet, zusätzliche Liquiditätsmanagement-Instrumente (LMTs) auszuwählen, zu kalibrieren und bei Bedarf zu aktivieren. Die FMA legt dabei besonderen Wert auf eine transparente Kommunikation, klare Aktivierungskriterien und eine umfassende Dokumentation.

Herausforderungen und Praxisbeispiele

Investmentfonds sind während ihres Lebenszyklus Situationen ausgesetzt, die die Liquidität beeinträchtigen können. Solche Risiken entstehen beispielsweise durch außergewöhnliche Marktereignisse oder durch eine plötzliche Häufung von Rücknahmeanträgen.

Die FMA erwartet sich, dass Asset Manager diese Risiken laufend überwachen und geeignete Maßnahmen zur Sicherung der Liquidität ergreifen, insbesondere um im Anlegerinteresse »fund runs« und »fire sales« zu verhindern sowie eine Ansteckungsgefahr am Finanzmarkt zu

mitigieren. Die folgenden Beispiele zeigen, wie wichtig ein flexibles und robustes Liquiditätsmanagement ist.

Praxisbeispiel: Ukraine-Krise 2022

Ein anschauliches Beispiel für Liquiditätsstress am Finanzmarkt ist der russische Angriff auf die Ukraine im Februar 2022. Die daraus resultierenden Marktunsicherheiten führten zu erheblichen Wertverlusten sowie zu Einschränkungen der Handelbarkeit und des Settlements bestimmter Wertpapiere – auch in österreichischen Investmentfonds. In Österreich wurden als Folge zwei Arten von LMTs eingesetzt:

► fund runs

Plötzlicher und signifikanter Anstieg der Rücknahmeanträge, was zu sinkenden Preisen und Problemen bei der Liquidation der Assets des Fonds führen kann.

► fire sales

Der erzwungene Verkauf von Vermögenswerten zu stark reduzierten Preisen, meist unter ihrem eigentlichen Marktwert.

- **Side Pockets:** Abspaltung illiquider Vermögenswerte in ein neues Vehikel zur Abwicklung
- **Suspendierung:** vorübergehende Aussetzung des Anteilschneingeschäfts

Praxisbeispiel: Immobilienfonds

Auch österreichische Immobilienfonds waren zuletzt von Liquiditätsengpässen

betroffen, ausgelöst durch hohe Rücklösungsvolumina und hoher Liquiditätsinkongruenz zwischen den gehaltenen Immobilien und dem täglichen Rückgaberecht der Anleger:innen. In einem konkreten Fall war die Suspendierung eines Fonds notwendig, um einen geordneten Vermögensverkauf zu ermöglichen.

Neue Regelungen und Erwartungen der FMA

Die EU hat mit der AIFMD II neue Vorgaben u. a. für LMTs geschaffen, welche spätestens per 16. April 2026 umzusetzen sind. Diese werden durch die geplante Delegierte Verordnung sowie ESMA-Leitlinien und der nationalen Umsetzung ergänzt. Neben den bereits etablierten Instrumenten (Suspendierung, Sachauskehr, Side Pockets) müssen Asset Manager künftig mindestens zwei weitere LMTs auswählen, kalibrieren und in den Fondsbestimmungen, Vertragsbedingungen oder Satzungen der Fonds erläutern.

Die Auswahl und Ausgestaltung dieser Instrumente sind transparent zu dokumentieren und regelmäßig zu überprüfen.

Die FMA formuliert klare Erwartungen an Asset Manager im Umgang mit LMTs:

1. Sorgfältige Auswahl und Kalibrierung:

Die Auswahl der LMTs sowie deren Parameter müssen die Besonderheiten jedes Fonds (Rechtsform, Anlagestrategie, Rückgabemodalitäten, Kostenstruktur, Liquiditätsprofil, Anlegerstruktur) berücksichtigen. Die Entscheidung und Kalibrierung sind nachvollziehbar zu dokumentieren und regelmäßig zu überprüfen. Asset Manager haben zu prüfen, inwieweit die Kombination eines quantita-

tiven LMTs mit einem Anti-Dilution Tool (ADT) sinnvoll ist, um verschiedene Liquiditätsrisiken bestmöglich zu adressieren.

2. Klare Aktivierungskriterien:

Für jeden Fonds sind klare Kriterien, Schwellenwerte und Trigger Events für die Aktivierung und Deaktivierung von LMTs festzulegen. Die Aktivierung liegt in der Verantwortung des Asset Managers und darf nicht automatisiert erfolgen, sondern muss stets eine bewusste Entscheidung auf Basis der aktuellen Marktsituation sein. Die Eignung der eingesetzten LMTs wird von der FMA im Rahmen des Zulassungsprozesses und in der laufenden Aufsicht überprüft. Die FMA ist nach Aktivierung und Deaktivierung eines LMTs umgehend zu informieren.

3. Monitoring der LMTs:

Asset Manager haben bei Aktivierung eines LMT laufend unter Berücksichtigung von strukturellen Veränderungen am zugrundeliegenden Markt zu prüfen, ob dieses den intendierten Zweck der Liquiditätssteuerung erfüllt und gegebenenfalls ein weiteres LMT gleichzeitig oder anstatt zu aktivieren. Hierzu sind Eskalationsprozesse zu formulieren, sollte der Liquiditätsstress trotz LMT nicht entsprechend verringert werden.

► **AIFMD**

Alternative Investment Fund Managers Directive



AIFMD II

Richtlinie (EU) 2024/927 zur Änderung der Richtlinien 2011/61/EU und 2009/65/EG im Hinblick auf Übertragungsvereinbarungen, Liquiditätsrisikomanagement, die aufsichtliche Berichterstattung, die Erbringung von Verwahr- und Hinterlegungsdienstleistungen und die Kreditvergabe durch alternative Investmentfonds

► **ESMA Leitlinien**

vgl. ESMA Final Report on Guidelines on LMTs of UCITS and open-ended AIFs, ESMA 34-1985693317-1160.

Übersicht LMTs

Kat.	Wirkung	Instrumente
Quantitative LMTs		
	<ul style="list-style-type: none"> Situativ-temporärer Einsatz Beschränkung des Rückgaberechts oder des ausgezahlten Anteilwerts Unmittelbarer Liquiditätserhalt Geordnete Veräußerung von Vermögenswerten des Fonds im Interesse der Investor:innen 	<ul style="list-style-type: none"> Suspendierung Rücknahmebeschränkung (Redemption Gates) Verlängerung der Kündigungsfristen
Anti-Dilution Tools (ADTs)		
	<ul style="list-style-type: none"> Situativ-temporärer oder permanenter Einsatz unter normalen und gestressten Marktbedingungen Kosten der Liquiditätsschaffung wird von den verursachenden Investor:innen getragen Eingriff erfolgt durch Beeinflussung des NAV oder des Anteilswerts 	<ul style="list-style-type: none"> Rücknahmegebühr Swing Pricing Dual Pricing Verwässerungsschutzgebühr
Weitere LMTs		
	<ul style="list-style-type: none"> Direkter Eingriff in das Fondsportfolio Illiquide Assets werden übertragen oder abgespalten, um den Fonds liquide zu halten 	<ul style="list-style-type: none"> Sachauskehr (Redemption in kind) Abspaltung (Side Pockets)

► **Suspendierung:**

Aussetzung von Zeichnungen und Rücklösungen.

► **Rücknahmebeschränkung (Redemption Gates):**

Begrenzung der Rücknahme auf einen Maximalwert.

► **Rückgabegebühr:**

Gebühr für Liquiditätskosten bei Rückgabe.

► **Swing Pricing:**

Anpassung des NAV zur Einrechnung von Liquiditätskosten.

► **Dual Pricing:**

Unterschiedliche NAVs für Käufe und Verkäufe.

► **Verwässerungsschutzgebühr:**

Gebühr für Liquiditätskosten bei großen Transaktionen.

► **Sachauskehr**

Bedienung einer Verkaufsoffer durch Vermögenswerte statt Geld.

► **Abspaltung (Side Pockets):**

Abtrennung illiquider Vermögenswerte in eigenes Vehikel.

4. Dokumentation und Überprüfung:

Die Wirksamkeit und Eignung der eingesetzten LMTs sind regelmäßig zu überprüfen und gegebenenfalls anzupassen. Änderungen und Erfahrungen aus vergangenen Aktivierungen sind nachvollziehbar zu dokumentieren, um den Effekt und allfällige Verbesserungsmöglichkeiten herauszuarbeiten.

Die Zusammenarbeit soll mit der Strukturierung des Fonds im Hinblick auf die gewählten LMTs und deren Kalibrierung beginnen und ein Verfahren festlegen, das die von der Depotbank bei Aktivierung und Deaktivierung eines LMT durchzuführenden Schritte umfasst.

5. Zusammenarbeit mit Depotbanken:

Ein effektiver Austausch mit der Depotbank ist sicherzustellen, damit LMTs im Bedarfsfall rasch aktiviert werden können.

6. Transparente Kommunikation mit Anleger:innen

Asset Manager müssen Anleger:innen proaktiv und verständlich über die Auswirkungen aktivierter LMTs informieren. Die Regelungen zum Umgang mit Rücknahme-

anträgen während aktivierter LMTs sind in den Fondsdokumenten und in der Information über die Aktivierung eines LMT klar

darzustellen. Anleger:innen sollen wissen, ob und wann ihre Verkaufsaufträge bedient werden können.

Auswirkungen auf Anleger:innen und Asset Manager

LMTs greifen unmittelbar in die Rechte der Anleger:innen ein, sind aber als (temporäre) Schutzmechanismen konzipiert. Sie sollen ermöglichen, dass auf Stresssituationen bestmöglich reagiert wird, »first-mover-advantages« minimieren und verhindern, dass Fonds in Krisensituationen vollständig suspendiert werden müssen. Die FMA empfiehlt, vor dem Kauf eines Fonds die gewählten LMTs und deren Auswirkungen sorgfältig zu prüfen. Grundsätzlich empfiehlt die FMA, dass Anleger:innen diversifiziert investieren,

um von einer effektiven Risikosteuerung zu profitieren.

Die FMA setzt klare Erwartungen an Asset Manager hinsichtlich Auswahl, Kalibrierung, Aktivierung und Kommunikation von LMTs. Good Practices wie proaktive Information und regelmäßige Überprüfung der LMTs stärken den Anlegerschutz und die Stabilität des Finanzmarkts. Die neuen Regelungen schaffen einen europaweit einheitlicheren Rahmen und erhöhen die Anforderungen an das Liquiditätsmanagement von Investmentfonds.

Links

ESMA Richtlinien zu LMTs, ESMA34-1985693317-1160
www.esma.europa.eu → News & Publications → Documents

Kommissionsentwürfe für delegierte Verordnungen zu LMTs:
www.ec.europa.eu/transparency/documents-register/
 → Search:
 → C(2025)7642
 → C(2025)7643

Gemeinsame Position von FMA, AMF, CNMV, und CONSOB:
 A macro-prudential approach to asset management
www.fma.gv.at → Über die FMA → Publikationen



Wir stützen unsere Aussagen auf teils komplexe rechtliche Vorgaben, die wir am Rand ausweisen, oder leiten sie davon ab, ohne neues Recht zu schaffen, so dass über die gesetzlichen Bestimmungen hinausgehende Rechte und Pflichten hieraus nicht abgeleitet werden können. Wir formulieren klare Erwartungshaltungen, die sich weitestmöglich auf Rechtsprechung und europäische Auslegungshilfen stützen, i. Ü. aber unsere eigene fachkundige Rechtsauffassung wiedergeben. Wir gehen mit der Zeit, weswegen wir uns die Aktualisierung der angeführten Orientierungshilfen jederzeit vorbehalten. Obige Aufzählungen stellen keine abschließende Liste dar und sind jedenfalls nur ergänzend und klarstellend zu betrachten.