



Liquiditätsprobleme gibt es allerorten: selbstverständlich in der Natur, mitunter aber auch in der Firmenbilanz, in der Reisekasse oder im Biergarten – und immer mal wieder bei offenen Immobilienfonds.

Bloß nicht austrocknen

Das neue Fondsrisikobegrenzungs-gesetz soll den deutschen Fondsmarkt stärken und die Anlageprodukte stabiler machen – und anderem mit Instrumenten für das **Liquiditätsmanagement**.

Als das Fondsrisikobegrenzungs-gesetz (FRiG) zum 16. April in Kraft trat, lagen einige stressige Wochen hinter allen Beteiligten. Im Hauruckverfahren mussten letzte Punkte geklärt werden. Zwischenzeitlich bezeichnete der Branchenverband BVI das Gesetz in einem Positionspapier sogar einmal als „Musterbeispiel von schlechter EU-Gesetzgebung“. Doch am Ende geben sich die meisten mit dem Erreichten zufrieden.

Mit dem FRiG setzt die Bundesregierung unter anderem die europäische AIFMD-II-Richtlinie von 2024 in nationales Recht um – und bringt damit ein Projekt ins Ziel, dass bereits die Ampelregierung unter dem Label Fondsmarktstärkungsgesetz (FoMaStG) angegangen ist. Das FRiG bringt mehrere Anpassungen im Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) mit sich. Im Fokus steht zum einen das Liquiditätsmanagement in offenen Investmentfonds zur Vermeidung sogenannter „Fund Runs“. Zum anderen stärkt das

FRiG gemeinsam mit dem vor Monaten in Kraft getretenen neuen Standortfördergesetz den Fondsstandort Deutschland.

Das Fondsrisikobegrenzungs-gesetz soll – der Name ist Programm – die Risiken

»Wir haben die LMTs möglichst konsistent über die jeweilige Fondskategorie hinweg festgelegt.«

Constantin Draack,
Allianz Global Investors

von offenen Investmentfonds reduzieren. Die mit dem Gesetz einhergehenden KAGB-Änderungen betreffen grundsätzlich alle offenen Investmentfonds, also sowohl UCITS-Publikumsfonds und -ETFs als auch Alternative Investmentfonds (AIFs). Grundsätzlich gelten die Neuregelungen für Fonds unterschied-

lichster Anlageklassen von Aktien- über Anleihen- und Multi-Asset- bis hin zu Immobilienfonds.

„Fire Sales“ verhindern

Die wohl prominenteste Neuerung ist die Verpflichtung, für jeden Fonds mindestens zwei Liquiditätsmanagement-Instrumente (Liquidity Management Tools, LMTs) zu benennen. Diese Werkzeuge, die ein Fondsanbieter in Stressphasen aktivieren darf, sollen bestehende Anteilsinhaber schützen, ihre Gleichbehandlung in Stressphasen sicherstellen und für eine faire Preisbildung sorgen. Bislang blieb den Investmentgesellschaften bei massiven Verkaufswellen nach deutschem Recht als Ultima Ratio meist nur die zeitweise Schließung des Fonds für Anteils-scheinrücknahmen und -ausgaben.

Dieses „Einfrieren“ führte immer wieder zu einem anhaltenden Reputations-schaden. So etwa, als in der Finanzkrise ab 2008 mehrere Anbieter ihre offenen Immobilienfonds zunächst schließen und dann abwickeln mussten. Immobilien gelten ohnehin als Paradebeispiel für ein potenzielles Liquiditäts-Mismatch. Speziell für offene Immobilienfonds wurden dann auch bereits 2011 mit dem Anleger-

schutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG) unter anderem die Mindesthaltedauer von 24 Monaten und eine Kündigungsfrist von zwölf Monaten eingeführt. Auch andere Fonds konnten solche LMTs grundsätzlich nutzen, in der Realität machten die Anbieter davon allerdings kaum Gebrauch.

Niedrigschwellige Maßnahmen

Die Europäische Kommission hat kurz vor knapp einen von der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA erarbeiteten Katalog mit neun Liquiditätsmanagement-Instrumenten verabschiedet: (I) Aussetzung von Ausgaben, Zeichnungen, Rückkäufen und Rücknahmen, (II) Rücknahmebeschränkung, (III) Verlängerung der Rückgabefristen, (IV) Rückgabegebühr, (V) Swing Pricing, (VI) Dual Pricing, (VII) Verwässerungsschutzgebühr, (VIII) Sachauskehr, (IX) Abspaltung illiquider Anlagen. Wichtig: Die Aussetzung von Rücknahmen ist als letztes Mittel kraft Gesetz immer möglich, ebenso die Abspaltung illiquider Anlagen. Von den weiteren sieben LMTs müssen Fondsverwalter zwei auswählen,



»Das Gesetz ist ein starker Zwischenspurt, aber kein Zieldurchlauf.«

Robert Guzialowski, Hansainvest

von denen wiederum Swing und Dual Pricing nicht die einzigen sein dürfen. Soweit möglich müssen sie auch konkrete Kriterien für den Einsatz festlegen.

„Wir haben uns dafür entschieden, die LMTs möglichst konsistent über die

jeweilige Fondskategorie hinweg festzulegen, immer unter Berücksichtigung der Interessen der Anleger“, sagt Constantin Draack, Director Legal in der Rechtsabteilung von Allianz Global Investors für die DACH-Region. Im Hinblick auf die jeweiligen Trigger, die ein LMT aktivieren, betont Draack, dass es wünschenswert sei, verbindliche Kriterien zu haben. Das sei etwa beim Gating auch möglich, bei Rückgabefristen werde man aber in der Regel außerordentliche Marktbedingungen anführen müssen.

Michael Frick, der Finanzchef des Asset Managers Lupus Alpha, erwartet, dass gerade Swing Pricing mit dem neuen Gesetz in Deutschland mehr Anwendung finden wird. „Bisher war dieses Tool nur selten bei deutschen OGAW-Fonds zu finden“, berichtet er. Für ihn ist bei den LMTs wichtig, dass die höhere Komplexität letztlich für mehr Sicherheit sorgt. Dazu müsse man als Anbieter hinreichend Möglichkeiten haben, die Tools an die Parameter der Strategien anzupassen. „Das ist zum Glück der Fall, denn nur so können wir sie auch effizient einsetzen“, sagt Frick. Dabei würden sich

Liquiditätsmanagement-Instrumente auf einen Blick

Quantitative Tools:

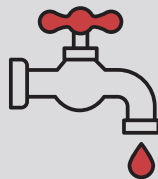
→ **Aussetzung von Zeichnungen, Rückkäufen und Rücknahmen:** zeitweise Aussetzung des (Ver-)Kaufs neuer Anteile sowie der Rückgabe bestehender Anteile.

→ Rücknahmebeschränkungen („Gating“):

zeitliche oder mengenmäßige Beschränkung der Rückgabe von Anteilen zur Sicherung von Liquidität und zum Schutz verbleibender Anleger.

→ Verlängerung von Kündigungsfristen:

Ausweitung der Zeitspanne zwischen Kündigung und Vertragsende. Sie soll es Anbietern ermöglichen, sich besser auf Mittelabflüsse einzustellen.



→ **Sachauskehr:** Auszahlung von Vermögenswerten nicht in Geld, sondern in Form von Sachwerten wie Wertpapieren oder Immobilienanteilen.

Tools zum Verwässerungsschutz:

→ **Rücknahmegebühren:** Gebühren beim Verkauf von Fondsanteilen durch Anleger. Sie dienen dazu, Transaktionskosten zu decken oder kurzfristige Rückgaben zu vermeiden.

→ **Swing Pricing:** Anpassung des Anteilspreises je nach Zu- oder Abflüssen. Ein- oder aussteigende Anleger tragen die verursachten Transaktionskosten zum Schutz bestehender Anleger.

→ **Dual Pricing:** Preissystem mit höherem Ausgabepreis und niedrigerem Rücknahmepreis. Die Differenz deckt Kosten und schützt bestehende Anleger vor Belastungen durch Transaktionskosten.

→ **Verwässerungsschutzgebühr:** Gebühr, die die Kosten den ein- oder aussteigenden Anlegern zuordnet und verhindert, dass bestehende Anlagen durch Transaktionskosten „verwässert“ werden.

→ **Abspaltung illiquider Anlagen:** Ausgliederung schwer verkäuflicher Vermögenswerte aus einem Fonds in eine separate Struktur (z. B. „Side Pocket“), um liquide und illiquide Bestände zu trennen und faire Rückgaben zu ermöglichen.



Sven Johannsen, Heuking: „Die KVG hat die Anleger über die automatische Vertragsänderung lediglich zu unterrichten.“

börsennotierte Aktien völlig anders verhalten als verbriefte Firmenkredite oder Wandelanleihen. „Diese Unterschiede müssen sich auch in der Liquiditätssteuerung der jeweiligen Fonds widerspiegeln“, betont Frick.

Keine individuelle Information

Zwar gilt für Bestandsfonds mit Blick auf die LMTs grundsätzlich eine Übergangsfrist von einem Jahr. Diese läuft aber ins Leere, weil hiervon nur Fonds profitieren, die bereits zwei LMTs implementiert haben, was bei den wenigsten der Fall ist. Andererseits gibt es wie schon bei früheren Regulierungsmaßnahmen technische Standards, die über eine Level-2-Verordnung erst ein Jahr später – nämlich 2027 – angewendet werden müssen. „Vereinfacht kann man sagen: 2026 startet das neue Regime, aber scharf gestellt wird es erst nach einer zwölfmonatigen Übergangsfrist zum 16. April 2027 über die technischen Standards“, sagt Ulrich Creydt, Geschäftsführer der Beratungsgesellschaft Ypsilon. Apropos: Die AIFMD II muss grundsätzlich in allen EU-Staaten umgesetzt werden. In einigen Fondsdomi-

zilen wie Luxemburg waren verschiedene LMTs aber schon zuvor stärker etabliert.

Eine persönliche Kundeninformation zu den LMT-Anpassungen ist bei Publikumsfonds grundsätzlich nicht vorgesehen. Sven Johannsen, Banken- und Kapitalmarktexperte bei der Kanzlei Heuking, erklärt: „Die Kapitalverwaltungsgesellschaft hat die Anleger über die automatische Vertragsänderung nach Paragraph 163 Absatz 5 KAGB n. F. lediglich zu unterrichten, ohne dass insoweit ein bestimmtes Informationsmedium oder eine Frist gesetzlich vorgeschrieben wären.“ Zu finden sind die LMTs im Verkaufsprospekt und im Basisinformationsblatt.

Fonds vergeben Kredite

Die Einführung der LMTs ist zwar die populärste Änderung, aber andere Bereiche könnten mittelfristig weitaus bedeutender sein: Beispielsweise wurde die Kategorie der „kreditvergebenden AIF“ eingeführt. Das sind laut KAGB (§ 1 Abs. 19 Nr. 24d KAGB n. F.) AIFs, deren Anlagestrategie hauptsächlich darin besteht, Kredite

»**Scharf gestellt wird das Gesetz erst nach einer Übergangsfrist.**«

Ulrich Creydt, Ypsilon

zu vergeben oder deren vergebene Kredite einen Nominalwert erreichen, der mindestens 50 Prozent des Nettoinventarwertes des AIF ausmacht. In der Regel handelt es sich um geschlossene Fonds. Für diese AIFs wurden Obergrenzen der Kreditvergabe eingeführt, dazu eine Einzeldarlehensgrenze von maximal 20 Prozent des Investitionskapitals und das Verbot von Verbraucherkrediten.

„Mit dem Fondsrisikobegrenzungsgesetz wurde der regulatorische Schwerpunkt insbesondere auf die zuvor stark



Michael Frick, Lupus Alpha: „Wir erwarten, dass Swing Pricing mit dem neuen Gesetz in Deutschland mehr Anwendung finden wird.“

reglementierte Assetklasse Private Debt gelegt“, erläutert Robert Guzialowski, Leiter Business Development Real Assets bei Hansainvest. Seiner Meinung nach könnten damit an zwei Stellen neue Fondskonzepte entstehen: „Bei Kreditfonds und bei Publikums-ELTIFs, die als geschlossenes Sondervermögen aufgelegt werden.“ Gemeinsam mit dem vor Kurzem in Kraft getretenen Standortfördergesetz schaffe das Fondsrisikobegrenzungsgesetz zudem steuerliche und strukturelle Sicherheit für Fonds für erneuerbare Energien oder Infrastruktur, Immobilienfonds mit integrierten Erneuerbaren-Energien-Projekten wie Solaranlagen oder Private-Equity- und Venture-Capital-Fonds.

„Das Fondsrisikobegrenzungsgesetz ist ein starker Zwischenschritt, aber kein Zieldurchlauf“, sagt Guzialowski. Zwar sei Deutschland der größte Fondsmarkt der Europäischen Union, mit Blick auf die Praktikabilität hänge man anderen Standorten teilweise aber hinterher. Der Doppelpack aus Standortförder- und Fondsrisikobegrenzungsgesetz könne dazu beitragen, diesen Abstand zu verringern, meint er.

JOCHEN HÄGELE **FP**