

I

(Entschlüsse, Empfehlungen und Stellungnahmen)

EMPFEHLUNGEN

EUROPÄISCHER AUSSCHUSS FÜR SYSTEMRISIKEN

EMPFEHLUNG DES EUROPÄISCHEN AUSSCHUSSES FÜR SYSTEMRISIKEN

vom 6. Mai 2020

zu Liquiditätsrisiken bei Investmentfonds

(ESRB/2020/4)

(2020/C 200/01)

DER VERWALTUNGSRAT DES EUROPÄISCHEN AUSSCHUSSES FÜR SYSTEMRISIKEN —

gestützt auf den Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union,

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

gestützt auf den Beschluss ESRB/2011/1 des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 20. Januar 2011 zur Verabschiedung der Geschäftsordnung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken ⁽²⁾, insbesondere auf Artikel 15 Absatz 3 Buchstabe e und Artikel 18 bis 20,

in Erwägung nachstehender Gründe:

- (1) Die Pandemie, die aufgrund der durch das Coronavirus bedingten Erkrankung (COVID-19) ausgelöst wurde, und die mit ihr verbundenen notwendigen Eindämmungsmaßnahmen stellen einen schweren und beispiellosen Schock für die europäischen Volkswirtschaften dar. Vor diesem Hintergrund hat der Verwaltungsrat des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB) in seiner Sitzung vom 2. April 2020 angekündigt, dass er sich auf fünf Schwerpunktbereiche konzentrieren werde, in denen insbesondere eine Koordinierung der Behörden in der Union für die Wahrung der Finanzstabilität in der Union von Bedeutung sein dürfte ⁽³⁾. Einer der fünf Schwerpunktbereiche betrifft die Liquidität des Finanzmarkts und die Auswirkungen für Vermögensverwalter und Versicherer.
- (2) Der drastische Preisverfall bei Vermögenswerten, der zu Beginn der COVID-19-Pandemie zu beobachten war, ist mit beträchtlichen Rücknahmen bei bestimmten Investmentfonds und einer erheblichen Verschlechterung der Finanzmarktliquidität einhergegangen. Während sich die Marktbedingungen seitdem wieder stabilisiert haben, was vor allem auf ein entschlossenes Vorgehen der Zentralbanken, Aufsichtsbehörden und Regierungen in der Union und weltweit zurückzuführen ist, sind die makrofinanziellen Aussichten immer noch mit großer Unsicherheit behaftet.
- (3) Frühere Bewertungen ⁽⁴⁾ des ESRB zur Finanzintermediation durch Nichtbanken haben auf potenzielle Schwachstellen hingewiesen, die sich aus Investmentfonds ergeben, die kurze Rücknahmefristen haben, aber in weniger liquide Vermögenswerte investieren. Solche Liquiditätsinkongruenzen erhöhen das Risiko, dass die Bewertungen von Vermögenswerten in Stressphasen weiter unter Druck gesetzt werden, wenn Investmentfonds versuchen, als Ausgleich für Rücknahmen weniger liquide Vermögenswerte über einen kurzen Zeitraum zu

⁽¹⁾ ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 1.

⁽²⁾ ABl. C 58 vom 24.2.2011, S. 4.

⁽³⁾ Siehe die im Anschluss auf die Sitzung des Verwaltungsrats des ESRB vom 2. April 2020 veröffentlichte Pressemitteilung, abrufbar unter: <https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2020/html/esrb.pr200409~a26cc93c59.en.html>

⁽⁴⁾ Siehe beispielsweise den jährlich veröffentlichten EU Non-bank Financial Risk Intermediation Monitor von 2019, abrufbar unter: https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/nbfi_monitor/esrb.report190717_NBFImonitor2019~ba7c155135.en.pdf?aad1f4a011a6d589537645242475aa89

verkaufen. Dies könnte zu höheren Mark-to-Market-Verlusten anderer Finanzinstitute mit Risikopositionen gegenüber denselben oder korrelierten Vermögenswerten oder zu einer abrupten Verschärfung der Finanzierungsbedingungen führen.

- (4) Die bestehenden Unionsvorschriften enthalten konkrete Verpflichtungen für Fondsverwaltungsgesellschaften in Bezug auf das Liquiditätsrisikomanagement der von ihnen verwalteten Fonds ⁽⁵⁾. Bei Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) muss das Liquiditätsprofil der Anlagen des OGAW den Rücknahmegrundsätzen entsprechen, die in den Vertragsbedingungen des Fonds, in der Satzung oder im Prospekt festgelegt sind. Ebenso müssen bei alternativen Investmentfonds (AIF) Anlagestrategie, Liquiditätsprofil und Rücknahmegrundsätze kohärent sein ⁽⁶⁾. Diese Vorschriften werden durch Leitlinien der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) zu Liquiditätsstresstests bei OGAW und AIF ergänzt, anhand derer Fondsverwalter die Widerstandsfähigkeit ihrer Fonds gegenüber Liquiditätsrisiken unter normalen und außergewöhnlichen Liquiditätsbedingungen regelmäßig testen sollen ⁽⁷⁾.
- (5) Ziel dieser Empfehlung ist es, besser vorbereitet zu sein, um auf mögliche künftige negative Schocks reagieren zu können, die zu einer Verschlechterung der Finanzmarktliquidität führen und somit negative Auswirkungen auf die Finanzstabilitätsbedingungen in der Union haben könnten.
- (6) Der ESRB erkennt an, dass der Investmentfondssektor in der Union groß und diversifiziert ist. In Anbetracht dessen hat der ESRB zwei Segmente als Schwerpunktbereiche mit besonders hoher Priorität für eine verstärkte Prüfung aus Sicht der Finanzstabilität identifiziert.
- (7) Das erste Segment betrifft Investmentfonds mit besonders großen Risikopositionen im Bereich der Unternehmensverschuldung. Kurz nach dem Ausbruch der COVID-19-Pandemie kam es zu beträchtlichen Rücknahmen bei Investmentfonds, die in Unternehmensanleihen angelegt sind. Darüber hinaus halten Investmentfonds einen erheblichen Anteil des Bestands an in der Union ausstehenden nichtfinanziellen Unternehmensanleihen. Ein künftiger Rücknahmedruck bei offenen Fonds mit kurzen Rücknahmefristen könnte dazu führen, dass Fondsverwalter weniger liquide Vermögenswerte rasch verkaufen, was zu einer Verschlechterung der Liquiditätsbedingungen am Markt für Unternehmensanleihen beitragen würde. Dies könnte negative Ausstrahlungseffekte für andere Finanzinstitute mit Risikopositionen gegenüber diesen Vermögenswerten — wie beispielsweise Versicherungsunternehmen, Altersvorsorgeeinrichtungen oder Banken — oder negative Auswirkungen auf die Kosten und die Verfügbarkeit marktbasierter Finanzierungen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften haben.
- (8) Das zweite Segment, das der ESRB als Schwerpunktbereich mit besonders hoher Priorität für eine verstärkte Prüfung aus Sicht der Finanzstabilität eingestuft hat, betrifft Investmentfonds mit signifikanten Risikopositionen am Immobilienmarkt. Die Beschränkungen im Bereich der öffentlichen Gesundheit, die erforderlich sind, um die Ausbreitung von COVID-19 einzudämmen, könnten zu einem Rückgang des Transaktionsvolumens am Immobilienmarkt und zu einer Zunahme der Bewertungsunsicherheit führen. Schätzungen zufolge halten Immobilienfonds rund ein Drittel der Anleihen am gewerblichen Immobilienmarkt der Union. Künftige Rücknahmen bei Investmentfonds mit wesentlichen Immobilienbeteiligungen könnten zu einem Abwärtsdruck auf die Immobilienbewertungen beitragen, wenn sie mit Immobilienverkäufen in einem Umfeld mit geringen Transaktionsvolumina einhergehen. Dies könnte negative Auswirkungen auf andere Finanzinstitute mit Risikopositionen am Immobilienmarkt haben, einschließlich derjenigen Institute, die Immobilien als Sicherheiten für die Kreditvergabe nutzen.
- (9) Damit sichergestellt ist, dass das Finanzsystem in der Union dazu beiträgt, den COVID-19-Schock abzufedern, anstatt zu verstärken, ist eine umfassende und grenzüberschreitende Koordinierung der für die verschiedenen Segmente der Finanzmärkte zuständigen Aufsichtsbehörden erforderlich. Dies gilt insbesondere für Kapitalmarktaktivitäten, einschließlich der Tätigkeiten von Investmentfonds, die mit großen grenzüberschreitenden Strömen einhergehen und deren reibungsloses Funktionieren von einer Reihe von Akteuren im gesamten Finanzsystem abhängt.

⁽⁵⁾ Siehe Artikel 40 Absatz 4 der Richtlinie 2010/43/EU der Kommission vom 1. Juli 2010 zur Durchführung der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf organisatorische Anforderungen, Interessenkonflikte, Wohlverhalten, Risikomanagement und den Inhalt der Vereinbarung zwischen Verwahrstelle und Verwaltungsgesellschaft (ABl. L 176 vom 10.7.2010, S. 42).

⁽⁶⁾ Siehe Artikel 16 Absatz 2 der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010 (ABl. L 174 vom 1.7.2011, S. 1).

⁽⁷⁾ ESMA Abschlussbericht: Leitlinien für Liquiditätsstresstests von OGAW und AIF, 2. September 2019, abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39-882_final_report_guidelines_on_lst_in_ucits_and_aifs.pdf

- (10) Der ESRB erkennt die derzeitige Arbeit der ESMA zur Verbesserung der aufsichtlichen Konvergenz beim Liquiditätsrisikomanagement der Fondsverwalter an, der eine hohe Priorität eingeräumt worden ist. Dazu gehören die 2020 ⁽⁸⁾ angekündigte gemeinsame Aufsichtsmaßnahme für das Liquiditätsrisikomanagement der OGAW-Verwalter sowie die laufende Koordinierung der Aufsichtsmaßnahmen durch die ESMA angesichts von COVID-19.
- (11) Diese Empfehlung gilt unbeschadet des geldpolitischen Mandats der Zentralbanken der Union.
- (12) Empfehlungen des ESRB werden veröffentlicht, nachdem den Adressaten die geplante Veröffentlichung mitgeteilt wurde, der Verwaltungsrat den Rat der Europäischen Union über die geplante Veröffentlichung in Kenntnis gesetzt hat und der Rat Gelegenheit zur Stellungnahme erhalten hat —

HAT FOLGENDE EMPFEHLUNG ERLASSEN:

ABSCHNITT 1

EMPFEHLUNG

Empfehlung A — Koordinierung der Aufsichtstätigkeit mit Investmentfonds, um den Stand ihrer Vorbereitungen zu bewerten

Der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) wird Folgendes empfohlen:

1. Eine Abstimmung mit den nationalen zuständigen Behörden zur Durchführung einer gezielten aufsichtlichen Überprüfung von Investmentfonds mit wesentlichen Risikopositionen im Bereich der Unternehmensverschuldung und am Immobilienmarkt vorzunehmen, um zu bewerten, ob diese beiden Segmente des Investmentfondssektors auf den Umgang mit potenziellen künftigen negativen Schocks, einschließlich möglicher erneuter Rücknahmen in erheblichem Umfang und/oder einer Zunahme der Bewertungsunsicherheit, vorbereitet sind.
2. Dem ESRB über ihre Bewertung und Schlussfolgerungen zum Stand der von den jeweiligen Investmentfonds getroffenen Vorbereitungen Bericht zu erstatten.

ABSCHNITT 2

UMSETZUNG

1. Begriffsbestimmungen

1. Für die Zwecke dieser Empfehlung gelten die folgenden Begriffsbestimmungen:

- a) „nationale zuständige Behörde“ (NCA) eine zuständige Behörde im Sinne von Artikel 2 Absatz 1 Buchstabe h der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates ⁽⁹⁾ oder Artikel 4 Absatz 1 Buchstabe f der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates ⁽¹⁰⁾;
- b) „Investmentfonds“ i) ein Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Sinne von Artikel 1 Absatz 2 der Richtlinie 2009/65/EG, der gemäß Artikel 5 der genannten Richtlinie zugelassen wurde; sowie ii) ein alternativer Investmentfonds im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Buchstabe a der Richtlinie 2011/61/EU.

2. Umsetzungskriterien

1. Für die Umsetzung der vorliegenden Empfehlung gelten die folgenden Kriterien:

- a) Dem Verhältnismäßigkeitsgrundsatz sollte unter Berücksichtigung des Zwecks und Inhalts dieser Empfehlung angemessen Rechnung getragen werden.
- b) Die im Anhang aufgeführten spezifischen Befolgungskriterien sollten eingehalten werden.

⁽⁸⁾ Siehe die Pressemitteilung der ESMA vom 30. Januar 2020, abrufbar unter: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-launches-common-supervisory-action-ncas-ucits-liquidity-risk-management>

⁽⁹⁾ Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (ABl. L 302 vom 17.11.2009, S. 32).

⁽¹⁰⁾ Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010 (ABl. L 174 vom 1.7.2011, S. 1).

3. Zeitplan für die Nachverfolgung

1. Gemäß Artikel 17 Absatz 1 der Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 müssen die Adressaten dem Europäischen Parlament, dem Rat, der Kommission und dem ESRB mitteilen, welche Maßnahmen sie zur Umsetzung der Empfehlung ergriffen haben, und ein eventuelles Nichthandeln begründen. Die ESMA wird ersucht, die Mitteilung bis zum 31. Oktober 2020 zu übermitteln.

4. Überwachung und Bewertung

1. Das ESRB-Sekretariat wird gegebenenfalls
 - a) die ESMA durch Beiträge zu bestimmten Aspekten der Bewertung aus Sicht der Finanzstabilität unterstützen;
 - b) das Nachverfolgungsverfahren koordinieren;
 - c) auf Ersuchen der ESMA Unterstützung leisten.
2. Der Verwaltungsrat bewertet die von der ESMA gemeldeten Maßnahmen und Begründungen und kann gegebenenfalls beschließen, dass die vorliegende Empfehlung nicht befolgt wurde und die ESMA ihr Nichthandeln nicht angemessen gerechtfertigt hat.

Geschehen zu Frankfurt am Main am 6. Mai 2020.

Leiter des Sekretariats des ESRB
im Auftrag des Verwaltungsrats des ESRB
Francesco MAZZAFERRO

ANHANG

KRITERIEN FÜR DIE BEFOLGUNG DER EMPFEHLUNGEN

Für Empfehlung A werden die folgenden Befolgungskriterien festgelegt.

1. Zur Ermöglichung einer gezielten und zeitnahen Überprüfung sollte sich die ESMA mit den nationalen zuständigen Behörden für die folgenden Zwecke abstimmen:
 - a) Ermittlung derjenigen Investmentfonds in der Union, die besonders große Risikopositionen im Bereich der Unternehmensverschuldung und am Immobilienmarkt aufweisen und aus makroprudenzieller Sicht besonders wichtig sind. Durch die Beschränkung des Umfangs der Überprüfung auf diese Fonds verfolgt diese Empfehlung das Ziel, sicherzustellen, dass die Überprüfung in der zur Verfügung stehenden Zeit durchgeführt werden kann. Die ESMA könnte auch andere relevante Merkmale im Rahmen der Ermittlung von Fonds berücksichtigen, wie beispielsweise die Rücknahmehäufigkeit und/oder den Fremdfinanzierungsanteil.
 - b) Gezielte Zusammenarbeit mit der in Buchstabe a) genannten Teilgruppe von Investmentfonds, um a) deren aktuellen Stand der Vorbereitungen hinsichtlich eines unerwarteten Anstiegs der Anzahl an Rücknahmen und/oder einer Zunahme der Bewertungsunsicherheit zu bewerten, wobei auch zu prüfen ist, wie diese Fonds kurzfristig auf mögliche künftige negative Schocks reagieren würden.
 - c) Bewertung des Stands der Vorbereitungen in Bezug auf die Unternehmensschulden- und Immobiliensegmente des Investmentfondssektors und Prüfung, ob weitere Maßnahmen erforderlich sind, um besser vorbereitet zu sein. Insbesondere sollte sich die Bewertung auf Schocks im Zusammenhang mit möglichen künftigen Rücknahmen bzw. mit einer möglichen künftigen Bewertungsunsicherheit konzentrieren, und es sollte geprüft werden, ob zusätzliche Maßnahmen erforderlich sind, beispielsweise zusätzliche Leitlinien für Fonds oder Aufsichtsbehörden in Bezug auf den Einsatz von Instrumenten des Liquiditätsmanagements bzw. den Umgang mit der Bewertungsunsicherheit.
2. Die folgenden Erwägungen sollten im Rahmen der aufsichtlichen Überprüfung berücksichtigt werden, wobei Bereiche, die aus Sicht der Finanzstabilität von Bedeutung sind, besonders berücksichtigt werden sollten:

a) **Fonds mit besonders großen Risikopositionen am Markt für Unternehmensanleihen**

Im Rahmen einer gezielten Überprüfung von Fonds mit besonders großen Risikopositionen am Markt für Unternehmensanleihen dürften die folgenden Informationen aus Sicht der Finanzstabilität besonders nützlich sein:

- i) *Informationen für die Bewertung des Fondsverhaltens zu Beginn der COVID-19-Pandemie* Diese Informationen könnten Folgendes umfassen: i) die Höhe der Rücknahmen zu Beginn der COVID-19-Pandemie, als die Rücknahmen bei einer Reihe von Fonds für Unternehmensanleihen auf einem erhöhten Niveau lagen; ii) wie Instrumente des Liquiditätsmanagements seinerzeit eingesetzt wurden und welche spezifischen Instrumente von verschiedenen Fondstypen eingesetzt wurden; sowie iii) welche Arten von Vermögenswerten zur Deckung von Rücknahmen verkauft wurden und wie dies durchgeführt wurde (z. B. durch Sachauskehrung („vertical slicing“)).
- ii) *Informationen für die Bewertung des derzeitigen Stands der Vorbereitungen* Diese Informationen könnten eine Beschreibung folgender Aspekte umfassen: i) die verschiedenen Instrumente des Liquiditätsmanagements, die den identifizierten Fonds zur Verfügung stehen; ii) wie sich die Fondsverwalter selbst auf mögliche künftige negative Schocks vorbereiten; iii) wie die Fondsverwalter selbst auf mögliche erneute Rücknahmen reagieren würden; iv) die aktuellen Bestände an liquiden Vermögenswerten der identifizierten Fonds; sowie v) die Anzahl und Art der Fondsanleger (beispielsweise Privat- oder institutionelle Anleger).

b) **Fonds mit besonders großen Risikopositionen am Immobilienmarkt**

Im Rahmen einer gezielten Überprüfung von Fonds mit besonders großen Risikopositionen am Immobilienmarkt dürften die folgenden Informationen aus Sicht der Finanzstabilität besonders nützlich sein:

- i) *Informationen für die Bewertung des derzeitigen Ausmaßes der Bewertungsunsicherheit und des Umfangs der Rücknahmen* Diese Informationen könnten eine Beschreibung folgender Aspekte umfassen: i) Probleme im Zusammenhang mit der Bewertungsunsicherheit, denen Immobilienfonds gegebenenfalls in verschiedenen Ländern ausgesetzt sind; ii) die Art und Weise, in der Instrumente des Liquiditätsmanagements bislang eingesetzt wurden; iii) die Anzahl der Rücknahmeanträge seit dem Ausbruch der COVID-19-Pandemie und die Art und Weise, in der die identifizierten Fonds auf diese Anträge reagiert haben.
- ii) *Informationen für die Bewertung des derzeitigen Stands der Vorbereitungen* Diese Informationen könnten eine Beschreibung folgender Aspekte umfassen: i) die strukturellen Merkmale von Immobilienfonds (z. B. Handelsfrequenz, Kündigungsfristen usw.); ii) die verschiedenen Instrumente des Liquiditätsmanagements, die den identifizierten Fonds zur Verfügung stehen; iii) wie sich die Fondsverwalter selbst auf mögliche künftige negative Schocks vorbereiten; iv) wie die Fondsverwalter selbst auf eine Zunahme der Bewertungsunsicherheit/Rücknahmen reagieren würden; v) die aktuellen Bestände an liquiden Vermögenswerten der identifizierten Fonds; sowie vi) die Anzahl und Art der Fondsanleger (beispielsweise Privat- oder institutionelle Anleger).