



European Securities and
Markets Authority

Leitlinien

zu Artikel 25 der Richtlinie 2011/61/EU



Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|----|
| I. Anwendungsbereich..... | 3 |
| II. Rechtsrahmen, Abkürzungen und Begriffsbestimmungen | 4 |
| III. Zweck..... | 5 |
| IV. Einhaltung der Leitlinien und Meldepflichten..... | 6 |
| V. Leitlinien zu Artikel 25 der Richtlinie 2011/61/EU | 7 |
| VI. Anhänge..... | 15 |

I. Anwendungsbereich

Für wen?

1. Diese Leitlinien richten sich an die zuständigen Behörden.

Was?

2. Diese Leitlinien gelten in Bezug auf Artikel 25 der Richtlinie über die Verwaltung alternativer Investmentfonds (AIFMD).

Wann?

3. Diese Leitlinien gelten nach Ablauf von zwei Monaten nach dem Datum ihrer Veröffentlichung auf der ESMA-Website in allen EU-Amtssprachen.

II. Rechtsrahmen, Abkürzungen und Begriffsbestimmungen

Rechtsrahmen

| | |
|---------------------------------|---|
| <i>AIFMD</i> | Richtlinie 2011/65/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 ¹ |
| <i>AIFMD-Level 2-Verordnung</i> | Delegierte Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission 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 |
| <i>ESMA-Verordnung</i> | Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission ² |

Abkürzungen

| | |
|-------|---|
| AIF | Alternativer Investmentfonds |
| AIFM | Verwalter alternativer Investmentfonds |
| ASR | Jährlicher statistischer Bericht |
| EBA | Europäische Bankenaufsichtsbehörde |
| EIOPA | Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung |
| ESFS | Europäisches Finanzaufsichtssystem |
| ESMA | Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde |
| EZB | Europäische Zentralbank |
| NAV | Nettoinventarwert |

¹ ABI. L 174 vom 1.7.2011, S. 1.

² ABI. L 331 vom 15.12.2010, S. 84.

III. Zweck

4. Die vorliegenden Leitlinien basieren auf Artikel 16 Absatz 1 der ESMA-Verordnung. Ziel dieser Leitlinien ist es, innerhalb des Europäischen Finanzaufsichtssystems (ESFS) kohärente, effiziente und wirksame Aufsichtspraktiken zu schaffen und eine gemeinsame, einheitliche und kohärente Anwendung von Artikel 25 der AIFMD sicherzustellen. Sie beziehen sich insbesondere auf die Bewertung des Systemrisikos in Bezug auf Hebelfinanzierung und sollen sicherstellen, dass die zuständigen Behörden bei der Beurteilung, ob die Voraussetzungen für die Ergreifung von Maßnahmen in Bezug auf Hebelfinanzierung erfüllt sind, einen einheitlichen Ansatz verfolgen.

IV. Einhaltung der Leitlinien und Meldepflichten

Status dieser Leitlinien

5. Gemäß Artikel 16 Absatz 3 der ESMA-Verordnung unternehmen die zuständigen Behörden alle erforderlichen Anstrengungen, um diesen Leitlinien nachzukommen.
6. Die zuständigen Behörden, für die diese Leitlinien gelten, sollten diesen nachkommen, indem sie sie auf angemessene Art in ihren nationalen Rechts- und/oder Aufsichtsrahmen integrieren.

Meldepflichten

7. Binnen zwei Monaten nach Veröffentlichung der Leitlinien auf der Website der ESMA in allen Amtssprachen der EU müssen die zuständigen Behörden, für welche diese Leitlinien gelten, die ESMA darüber unterrichten, ob sie den Leitlinien (i) nachkommen, (ii) nicht nachkommen, jedoch nachzukommen beabsichtigen oder (iii) nicht nachkommen und nicht nachzukommen beabsichtigen.
8. Für den Fall der Nichteinhaltung müssen die zuständigen Behörden der ESMA zudem innerhalb von zwei Monaten ab dem Datum, an welchem die Leitlinien in allen Amtssprachen der EU auf der Website der ESMA veröffentlicht worden sind, die Gründe für die Nichteinhaltung der Leitlinien mitteilen.
9. Eine Vorlage für diese Mitteilung ist auf der ESMA-Website verfügbar. Die ausgefüllte Vorlage ist an die ESMA zu senden.

V. Leitlinien zu Artikel 25 der Richtlinie 2011/61/EU

V.I. Leitlinien zur Bewertung des Systemrisikos in Bezug auf Hebelfinanzierungen

10. Bei der Beurteilung des Ausmaßes, in dem die Nutzung von Hebelfinanzierungen zur Entstehung von Systemrisiken im Finanzsystem gemäß Artikel 25 der AIFMD beiträgt („Risikobewertung“), sollten die zuständigen Behörden eine Reihe quantitativer und qualitativer Informationen berücksichtigen.
11. Die zuständigen Behörden sollten die Risikobewertung vierteljährlich durchführen.
12. Die Risikobewertung sollte in zwei Schritten erfolgen:
 - a) Schritt 1: Umfang, Quelle und unterschiedliche Nutzung von Hebelfinanzierungen (Tabelle 1)
 - b) Schritt 2: Systemrisiko in Bezug auf Hebelfinanzierung (Tabelle 2)
13. Im Rahmen von Schritt 1 sollten die zuständigen Behörden AIF identifizieren, von denen mit größerer Wahrscheinlichkeit Risiken für das Finanzsystem ausgehen. Die folgenden AIF stellen mit höherer Wahrscheinlichkeit Risiken für das Finanzsystem dar:
 - a) AIF, die Hebelfinanzierungen auf Grundlage von Artikel 111 Absatz 1 der AIFMD-Level 2-Verordnung in beträchtlichem Umfang nutzen,
 - b) AIF, die Hebelfinanzierungen auf der Grundlage von Artikel 111 Absatz 1 der AIFMD-Level 2-Verordnung nicht in beträchtlichem Umfang nutzen und deren verwaltete Vermögenswerte (aufsichtsrechtliche Assets under Management) zum Berichtszeitpunkt über 500 Mio. EUR³ betragen, und
 - c) AIF, die andere als die unter den Buchstaben a und b genannten Hebelfinanzierungen ausweisen, und deren ungewöhnliche Höhe – gemessen anhand der in Tabelle 1 enthaltenen Indikatoren – ein Risiko für die Finanzstabilität darstellen kann.
14. Für die Zwecke von Absatz 13 Buchstabe c ist eine „ungewöhnlich hohe Nutzung von Hebelfinanzierungen“ eine Nutzung von Hebelfinanzierungen, die sich signifikant (z. B. ein hohes Perzentil in der Verteilung) von der anderer AIF unterscheidet, wenn man den Wert der Hebelfinanzierungen des AIF mit Folgendem vergleicht:
 - a) dem Median- oder Durchschnittswert der Hebelfinanzierungen von AIF desselben Typs (z. B.: Hedgefonds, Private-Equity-Fonds, Immobilienfonds, Dachfonds und andere AIF), und
 - b) dem historische Median- oder Durchschnittswert der Hebelfinanzierungen des AIF.
15. Im Rahmen von Schritt 2 sollten die zuständigen Behörden die potenziellen mit den Hebelfinanzierungen verbundenen Systemrisiken für die Finanzstabilität der in

³ Dieser Schwellenwert entspricht gemäß Artikel 110 Absatz 3 Buchstaben a und c der AIFMD-Level 2-Verordnung einer halbjährlichen oder vierteljährlichen Meldefrequenz für zugelassene AIFM, je nach den Merkmalen der Verwalter und der verwalteten AIF. Vollständige Übersichten zu den Meldefrequenzen finden Sie in den ESMA-Leitlinien zu den Berichtspflichten.

Schritt 1 ermittelten AIF bewerten und in ihre Bewertung zumindest die folgenden Risiken einfließen lassen:

- a) Risiko von Auswirkungen auf den Finanzmarkt,
- b) Risiko von Notverkäufen,
- c) Risiko einer direkten Ansteckung von Finanzinstituten, und
- d) Risiko der Unterbrechung der direkten Kreditvermittlung.

16. Die zuständigen Behörden sollten ihre Risikobewertung auf die AIFMD-Daten stützen, die sie entsprechend der in Artikel 110 der AIFMD-Level 2-Verordnung festgelegten Meldefrequenz erhalten haben. Zusätzlich zu den AIFMD-Daten sollten die zuständigen Behörden für einige der in Tabelle 2 enthaltenen Indikatoren die besten verfügbaren Daten verwenden, einschließlich nationaler Aufsichtsdaten und/oder Daten Dritter, wenn dies angemessen ist. Für ein möglichst einheitliches Vorgehen sollten die zuständigen Behörden auf die in Anhang I enthaltene (nicht abschließende) Liste von Datenquellen zurückgreifen.
17. Die zuständigen Behörden sollten der ESMA die Ergebnisse ihrer Risikobewertung mindestens einmal jährlich und immer dann mitteilen, wenn sie ein für die Finanzstabilität relevantes Risiko feststellen. Die zuständigen Behörden sollten andere zuständige Behörden in der EU informieren, wenn die Geschäfte oder Vorkehrungen des AIFM in anderen EU-Rechtsordnungen Risiken für die Finanzstabilität und die Integrität des Finanzsystems bergen könnten.
18. Die zuständigen Behörden sollten ihre Risikobewertung, erforderlichenfalls in Kombination mit einer qualitativen Bewertung, nutzen, um die AIF auszuwählen, für die es angemessen ist, gemäß den Leitlinien in Abschnitt V.II eine Obergrenze für Hebelfinanzierungen festzulegen.

Tabelle 1

| Systemrisiko in Bezug auf Hebelfinanzierung | Indikator | Beschreibung | Anwendungsbereich | Datenquelle ⁴ |
|--|---|--|-------------------|--------------------------|
| Messgrößen für Hebelfinanzierung Umfang, Quelle und unterschiedliche Nutzung von Hebelfinanzierungen | Hebelfinanzierung (nach Brutto-Methode) | Hebelfinanzierung des AIF, berechnet anhand der Brutto-Methode | Einzelner AIF | AIFMD: 294 |
| | Hebelfinanzierung (nach Commitment-Methode) | Hebelfinanzierung des AIF, berechnet anhand der Commitment-Methode | Einzelner AIF | AIFMD: 295 |
| | Bereinigte Hebelfinanzierung (brutto) ⁵ | Bruttorisiken (ohne Zinsderivate und FEX zu Absicherungszwecken) als Prozentsatz des Nettoinventarwerts (NAV) | Einzelner AIF | AIFMD: 123,124, 53 |
| | Hebel aus Kreditfinanzierung | Wert der Ausleihungen von Barmitteln oder Wertpapieren als Prozentsatz des NAV | Einzelner AIF | AIFMD: 283,286, 53 |
| Verwaltete Vermögenswerte | Verwaltete Vermögenswerte (aufsichtsrechtliche Assets under Management) | Wert der verwalteten Vermögenswerte in der Basiswährung des AIF, unter Verwendung der in Artikeln 2 und 10 der AIFMD-Level 2-Verordnung festgelegten Methode | Einzelner AIF | AIFMD: 48 |

⁴ Die Zahlen beziehen sich auf das entsprechende Feld in der Berichterstattung unter der AIFMD.

⁵ Diese Messgröße schließt Zinsderivate (IRD) von der Berechnung der Hebelfinanzierung aus und folgt damit dem im ASR Bericht über EU-AIF verwendeten Ansatz. In der Tat führt die Nutzung von Zinsderivaten tendenziell zu einer Aufblähung der Messgrößen für die Hebelfinanzierung, da Zinsderivate anhand des Nominalbetrags gemessen werden (und nicht wie beim Commitment-Ansatz entsprechend der Laufzeit angepasst werden).

Tabelle 2

| Systemrisiko in Bezug auf Hebelfinanzierung | Indikator | Beschreibung | Anwendungsbereich | Datenquelle ⁶ |
|---|---|--|-----------------------------------|---|
| Auswirkungen auf den Markt Die Größe eines AIF oder einer Gruppe von AIF reicht aus, um den Markt zu beeinflussen | Netto-Risikoposition | NAV x Hebelfinanzierung (berechnet anhand der Commitment-Methode) | Einzelner AIF | AIFMD: 53, 295 |
| | Marktposition auf dem zugrunde liegenden Markt | Hauptkategorien der Vermögenswerte, in die der AIF investiert hat, im Vergleich zur Größe des zugrunde liegenden Marktes | Gruppe von AIF | AIFMD: 123, 124 Größe des zugrunde liegenden Marktes auf Grundlage externer Daten (siehe Anhang II) |
| | | Volumen der Umschichtungen pro Assetklasse innerhalb des Berichtszeitraums im Vergleich zu den Umschichtungen der Assetklasse | Gruppe von AIF | AIFMD: 126 Umschichtungen im zugrunde liegenden Markt auf Grundlage externer Daten (siehe Anhang II) |
| Risiko aus Notverkäufen Die Aktivitäten eines AIFM könnten zu einer Abwärtsspirale bei den Preisen von Finanzinstrumenten oder anderen Vermögenswerten in einer Weise beitragen, die die Tragfähigkeit dieser Finanzinstrumente oder anderer Vermögenswerte gefährdet | Anlegerkonzentration | Prozentualer Anteil am Eigenkapital des AIF, der sich im wirtschaftlichen Eigentum der fünf größten Eigentümer befindet | Einzelner AIF | AIFMD: 118 |
| | Liquiditätsprofil | Durchschnittliche Differenz (über die Laufzeitbänder hinweg) zwischen dem Anteil des liquidierbaren Portfolios des AIF und der Fähigkeit der Anleger, Rückzahlungen zu erhalten | Einzelner AIF | AIFMD: 53, 57, 178-184, 186-192 |
| | Anteil der weniger liquiden Vermögenswerte | Zu den illiquiden Vermögenswerten gehören Sachwerte, nicht börsennotierte Aktien, Unternehmens- und Wandelanleihen ohne Investment-Grade-Rating sowie Kredite (als Prozentansatz der verwalteten Vermögenswerte) | Einzelner AIF | AIFMD: 33, 123, |
| | Potenzieller Liquiditätsbedarf infolge eines Marktschocks (Einzelner AIF: als % des NAV; Gruppe von AIF: in Basiswährung) | Risikomaßnahmen | Nettoaktiendelta | Einzelner AIF oder Gruppe von AIF |
| Netto-DV 01 | | | | |
| Netto-CS 01 | | | | |
| Zusätzliche Informationen, die die zuständigen Behörden von den AIFM gemäß Artikel 24 Absatz 5 | | Value-at-Risk (VaR) | Einzelner AIF oder Gruppe von AIF | AIFMD: 53, 139,145, 302 |
| | | Vega-Risiko | | |
| | | Netto-FX-Delta | | |

⁶ Die Zahlen beziehen sich auf das entsprechende Feld in der Berichterstattung unter der AIFMD.

| | Indikator | Beschreibung | Anwendungsbereich | Datenquelle ⁶ |
|---|---|---|----------------------|--|
| | | AIFMD regelmäßig verlangen könnten | Netto-Rohstoff-Delta | |
| | Sonstiger potenzieller Liquiditätsbedarf | Potenzieller Liquiditätsbedarf aus dem Abruf von Sicherheiten (bei Derivaten und Repo-Geschäften von AIF) im Verhältnis zu den verfügbaren liquiden Mitteln | Einzelner AIF | AIFMD: 185, 284-289, 157-159 |
| | | Potenzieller Liquiditätsbedarf (nach Quelle) | Einzelner AIF | AIFMD: 297-301 |
| Risiko einer direkten Ansteckung von Finanzinstituten Die Risikopositionen eines AIF oder mehrerer AIFs könnten eine wichtige Quelle von Markt-, Liquiditäts- oder Gegenparteiisiko für ein Finanzinstitut darstellen | Verflechtungen mit Finanzinstituten über Anlagen | Wert der Anlagen in von Finanzinstituten ausgegebenen börsennotierten Aktien und Unternehmensanleihen. | Gruppe von AIF | AIFMD: 123 (von Finanzinstituten ausgegebene Wertpapiere) |
| | | Summe der Risikopositionen auf Kaufseite (Long) in strukturierten und verbrieften Produkten. | Gruppe von AIF | AIFMD: 53, 57, 123 |
| | Gegenparteiisiko | Gegenpartei-Nettokreditrisiko (Markt-to-Market) gegenüber dem AIF | Einzelner AIF | 160-171 Größe der AIF-Gegenpartei auf Grundlage externer Daten (siehe Anhang II) |
| | | Potenzieller Liquiditätsbedarf infolge eines Marktshocks ⁷ (siehe oben) | Einzelner AIF | Einzelner AIF |
| | Verflechtungen mit Finanzinstituten auf Anlegerbasis | Das Finanzinstitut ist einem Verlustrisiko ausgesetzt ⁸ | Gruppe von AIF | AIFMD: 209 |
| Risiko der Unterbrechung der direkten Kreditvermittlungstätigkeit AIF, die zur Finanzierung der Realwirtschaft beitragen und ihre Hebelfinanzierung | Investitionen von AIF in Kreditinstrumente von Nicht-Finanzinstituten | Summe der Long-Positionen in Unternehmensanleihen und Wandelanleihen, die nicht von Finanzinstituten begeben wurden | Gruppe von AIF | AIFMD: 123 |

⁷ Liquiditätsbedarf aus Derivaten stellt insbesondere ein Gegenparteiisiko für die Gegenpartei dar.

⁸ Das Risiko der Banken gegenüber Schattenbanken wird jedoch durch die Leitlinien der EBA begrenzt. Die EBA ist der Ansicht, dass nur AIF mit begrenzter Hebelfinanzierung als nicht unter die Definition von „Schattenbanken“ fallend angesehen werden könnten.

| Systemrisiko in Bezug auf Hebelfinanzierung | Indikator | Beschreibung | Anwendungsbereich | Datenquelle ⁶ |
|--|-----------|---|-------------------|--------------------------|
| während des Abschwungs reduzieren tragen so zur Prozyklizität des gesamten Kreditangebots bei. | | Summe aus „leveraged loans“ (Kredite an hochverschuldete Unternehmen) und sonstigen Krediten. | Gruppe von AIF | AIFMD: 123 |

V.II. Leitlinien für eine Begrenzung des Umfangs von Hebelfinanzierungen

19. Bei der Entscheidung, einem AIFM, der AIF verwaltet, die Risiken für die Finanzstabilität darstellen, Obergrenzen für Hebelfinanzierungen aufzuerlegen, sollten die zuständigen Behörden (wie in den Fallstudien in Anhang II dargestellt) Folgendes berücksichtigen:
- Risiken, die von AIF entsprechend ihrer Art (Hedge-Fonds, Private-Equity-Fonds, Immobilienfonds, Dachfonds oder jede andere relevante Art) und ihrem Risikoprofil, wie es durch die gemäß Absatz 12 durchgeführte Risikobewertung definiert wurde, ausgehen,
 - Risiken, die von gemeinsamen Risikopositionen ausgehen. Stellen die zuständigen Behörden fest, dass eine Gruppe von AIF desselben Typs und mit ähnlichen Risikoprofilen gemeinsam Systemrisiken in Bezug auf die Hebelfinanzierung darstellen kann, sollten sie die Obergrenzen für Hebelfinanzierungen in ähnlicher oder gleicher Weise auf alle AIF in dieser Gruppe von AIF anwenden.
20. Die zuständigen Behörden sollten Obergrenzen für Hebelfinanzierungen mit Bedacht umsetzen, sowohl in Bezug auf den Zeitpunkt als auch auf die schrittweise Einführung und Beendigung:
- Wenn die zuständigen Behörden einem AIF oder einer Gruppe von AIF, der bzw. die eine Bedrohung für die Finanzstabilität darstellen, fortlaufende Obergrenzen für Hebelfinanzierungen auferlegen, sollten die Obergrenzen so lange beibehalten werden, wie die von dem AIF oder der Gruppe von AIF ausgehenden Risiken nichtabnehmen;
 - Wenn die zuständigen Behörden vorübergehende Obergrenzen für Hebelfinanzierungen festlegen, um die Entstehung von Risiken, einschließlich eines prozyklischen Verhaltens eines AIF oder einer Gruppe von AIF, zu begrenzen – z. B. wenn der AIF zu einem übermäßigen Kreditwachstum oder zur Entstehung überhöhter Preise für Vermögenswerte beiträgt, – sollten die Obergrenzen aufgehoben werden, wenn die Änderung der Marktbedingungen oder das Verhalten des AIF nicht mehr prozyklisch ist;
 - Die zuständigen Behörden sollten Obergrenzen für Hebelfinanzierungen schrittweise einführen („Einführungsphase“), um Prozyklizität zu vermeiden, insbesondere wenn eine prozyklische Auferlegung von Obergrenzen das Risiko auslösen könnte, das die zuständigen Behörden mindern wollen; und

d) Die zuständigen Behörden sollten die Möglichkeit in Betracht ziehen, zyklische Obergrenzen anzuwenden, um die Entstehung und das Eintreten von Risiken in den Auf- und Abschwungphasen des Finanzzyklus zu dämpfen.

21. Bei der Festlegung der angemessenen Höhe von Obergrenzen für Hebelfinanzierungen sollten die zuständigen Behörden berücksichtigen, wie wirksam diese dem Risiko von Marktauswirkungen, Notverkäufen, Ansteckung finanzieller Gegenparteien sowie Störungen der Kreditvermittlungstätigkeit entgegenwirken, um sicherzustellen, dass der Sektor weiterhin in der Lage ist, wichtige Dienstleistungen für die Wirtschaft zu erbringen. Die zuständigen Behörden sollten folgende Punkte berücksichtigen:

a) Wenn Risiken direkt mit dem Umfang der Hebelfinanzierungen zusammenhängen, sollte die Auferlegung von Obergrenzen für Hebelfinanzierungen darauf abzielen, das Ausmaß der Risiken zu reduzieren;

b) Wenn Risiken teilweise mit dem Umfang zusammenhängen, aber die Auferlegung von Obergrenzen die Risiken möglicherweise nicht im gleichen Verhältnis reduziert, weil AIF ihre Strategie anpassen können, um das gleiche Risikoniveau beizubehalten, sollten die zuständigen Behörden erwägen, andere Beschränkungen für die Verwaltung der AIF aufzuerlegen (z. B. Beschränkungen der Anlage-, Rücknahme- oder Risikopolitik); und

c) Wenn die Auferlegung von Obergrenzen vorübergehend zu einer Erhöhung der Risiken führen kann, z. B. durch die Veräußerung von Vermögenswerten mit geringerem Risiko durch einen AIFM, um die neuen Anforderungen zu erfüllen, sollten die zuständigen Behörden zumindest bis zum Ende der Einführungsphase andere Beschränkungen für die Verwaltung des AIF auferlegen. Die Beschränkungen könnten beispielsweise die Festlegung von Obergrenzen für den Anteil bestimmter Vermögenswerte auf der Grundlage ihres Beitrags zum Risikoprofil des AIF, ihrer Sensitivität gegenüber Marktrisikofaktoren, ihrer Exposition gegenüber dem Gegenpartierisiko oder ihrer Liquidität unter angespannten Marktbedingungen umfassen. Um Liquiditätsinkongruenzen entgegenzuwirken, können die zuständigen Behörden den AIFM auch auffordern, Rücknahmegrundsätze zu implementieren und die Häufigkeit der von einem AIF angebotenen Rücknahmen zu verringern oder Kündigungsfristen für diese Rücknahmen vorzuschreiben.

22. Die zuständigen Behörden sollten die Wirksamkeit von Obergrenzen für Hebelfinanzierungen bei der Eindämmung übermäßiger Hebelfinanzierungen unter Berücksichtigung der folgenden Punkte bewerten:

a) Verhältnismäßigkeit der Obergrenzen für die Hebelfinanzierung in Bezug auf das Systemrisiko, das durch die Nutzung von Hebelfinanzierungen durch den AIFM entsteht;

b) Robustheit von Obergrenzen für Hebelfinanzierungen gegenüber Gaming und Arbitrage, insbesondere:

i) Stellen die zuständigen Behörden fest, dass von einem AIF mit der Hebelfinanzierung verbundene Systemrisiken ausgehen können, so sollten für verschiedene Arten von AIF, die ein ähnliches Risikoprofil aufweisen, dieselben

Obergrenzen entsprechend der Risikobewertung in Betracht gezogen werden. Dadurch soll insbesondere vermieden werden, dass ein AIFM eine andere Art von AIF angibt, um Obergrenzen für Hebelfinanzierungen zu vermeiden; und

ii) Komplexität der Kalibrierung.

VI. Anhänge

Anhang I: Nutzung von externen Daten zum Zweck der Risikobewertung

1. Die zuständigen Behörden können AIF in ihrem Markt mit auf EU-Ebene aggregierten Daten vergleichen: Die ESMA veröffentlicht jährlich ihren statistischen Bericht über alternative Investmentfonds in der EU⁹.
2. Zur Bewertung von Systemrisiken in Bezug auf Hebelfinanzierungen können externe Daten erforderlich sein, um die Risikoposition des AIF in Bezug auf seine Gegenpartei oder den Markt, in dem er tätig ist, zu messen. Dies ist insbesondere der Fall, wenn:
 - a) die zuständigen Behörden den Marktanteil eines AIF oder einer Gruppe von AIF bewerten wollen; in diesem Fall würden sie Informationen zur Risikoposition des AIF und der Größe des zugrunde liegenden Marktes benötigen;
 - b) die zuständigen Behörden das Gegenparteirisiko messen wollen; in diesem Fall benötigen sie Informationen über die Gegenpartei.
3. Die in Tabelle 3 angegebenen Datenquellen gelten unbeschadet etwaiger weiterer Datenquellen, die die ESMA in Zukunft zur Verbesserung der Vollständigkeit, insbesondere in Bezug auf Instrumente und geografische Gebiete, aufnehmen kann.

| Gehandelte Instrumente und individuelle Risikopositionen | Zugrunde liegender Markt | Quelle |
|---|---|---|
| a) Wertpapiere | | |
| Börsennotierte Aktien | börsennotierte Aktien | EZB: Ausgewählte Statistiken für das Euro-Währungsgebiet und nationale Untergliederung – Wertpapieremissionen |
| Nicht von Finanzinstituten ausgegebene Unternehmensanleihen | auf Euro lautende Schuldverschreibungen, die von Unternehmen (ex Banken und Versicherungen) ausgegeben werden | EZB: Ausgewählte Statistiken für das Euro-Währungsgebiet und nationale Untergliederung – Wertpapieremissionen |
| Von Finanzinstituten ausgegebene Unternehmensanleihen | auf Euro lautende Schuldverschreibungen, die von nicht monetären Finanzinstituten ausgegeben werden | EZB: Ausgewählte Statistiken für das Euro-Währungsgebiet und nationale Untergliederung – Wertpapieremissionen |
| Staatsanleihen | auf Euro lautende, von Zentralregierungen ausgegebene Schuldverschreibungen | EZB: Ausgewählte Statistiken für das Euro-Währungsgebiet und nationale Untergliederung – Wertpapieremissionen |

⁹ Die (zum Zeitpunkt der Herausgabe dieser Leitlinien) neueste Ausgabe des jährlichen statistischen Berichts der ESMA, EU Alternative Investment Funds 2020, ist hier verfügbar: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1006_asr-aif_2020.pdf

| | | |
|--|---|---|
| Strukturierte/verbriefte Produkte | finanzielle Mantelkapitalgesellschaften | EZB-Statistik – Finanzielle Kapitalgesellschaften – Finanzielle Mantelkapitalgesellschaften – |
| b) Derivate | | |
| Aktienderivate | Aktienderivate | ESMA: Jährlicher statistischer Bericht (ASR) über EU-Derivatemärkte |
| CDS | Kreditderivate | ESMA: Jährlicher statistischer Bericht (ASR) über EU-Derivatemärkte |
| Fremdwährung | Währungsderivate | ESMA: Jährlicher statistischer Bericht (ASR) über EU-Derivatemärkte |
| Zinsderivate | Zinsderivate | ESMA: Jährlicher statistischer Bericht (ASR) über EU-Derivatemärkte |
| Rohstoffderivate | Rohstoffderivate | ESMA: Jährlicher statistischer Bericht (ASR) über EU-Derivatemärkte |
| c) Organismen für gemeinsame Anlagen | | |
| Geldmarktfonds- und Cash-Management-OGA | Bilanzen der Geldmarktfonds des Euroraums | EZB-Statistik – Geld, Kredit und Bankenwesen – Kreditinstitute und Geldmarktfonds |
| ETF | Bilanzen von Investmentfonds im Euroraum | EZB-Statistik – Finanzielle Kapitalgesellschaften – Bilanzen von Investmentfonds |
| Andere OGA | Bilanzen von Investmentfonds im Euroraum | EZB-Statistik – Finanzielle Kapitalgesellschaften – Bilanzen von Investmentfonds |
| Größte Risikopositionen gegenüber Gegenparteien | Daten zur Gegenpartei | Quelle |
| Banken | Bilanz der Bank | EU-weite Transparenzuntersuchung der EBA |
| Versicherungen | Bilanz der Versicherung | EIOPA-Versicherungsstatistik |

Anhang II: Fallbeispiele (zur Veranschaulichung)

| Hebelbedingtes Systemrisiko | | Indikator* | | Dachfonds | | Hedgefonds | | Immobilienfonds | | PE Fonds | | Sonstige | |
|-----------------------------|---|--|-------|---------------|--------|---------------|--------|-----------------|-------|---------------|--------|---------------|--|
| Schritt 1 | Messgrößen für die Hebelfinanzierung | Bereinigte Hebelfinanzierung (brutto) | AIF 1 | 90. Perzentil | AIF 2 | 90. Perzentil | AIF 3 | 90. Perzentil | AIF 4 | 90. Perzentil | AIF 5 | 90. Perzentil | |
| | | | 8x | 1x | 15x | 11x | 4x | 2x | 3x | 1x | 4x | 2x | |
| Schritt 2 | Auswirkungen auf den Markt | Nettorisikoposition (in Mio. EUR) | AIF 1 | 90. Perzentil | AIF 2 | 90. Perzentil | AIF 3 | 90. Perzentil | AIF 4 | 3. Quartil | AIF 5 | 3. Quartil | |
| | | | 2 300 | 353 | 50 000 | 2 528 | 1 500 | 295 | 170 | 81 | 230 | 185 | |
| Schritt 2 | Risiko aus Notverkäufen | Liquiditätsprofil* | AIF 1 | Median | AIF 2 | Median | AIF 3 | Median | AIF 4 | Median | AIF 5 | Median | |
| | | | 12 % | 0,00 % | 0,00 % | 13 % | 0,00 % | 0,00 % | 47 % | 0,00 % | 46% | 0,00 % | |
| | | | AIF 1 | Median | AIF 2 | 3. Quartil | AIF 3 | 90. Perzentil | AIF 4 | 90. Perzentil | AIF 5 | 90. Perzentil | |
| 4 % | 3 % | 27 % | 25 % | 368 % | 400 % | 221 % | 113 % | 350 % | 119 % | | | | |
| Schritt 2 | Risiko einer direkten Ansteckung von Finanzinstituten | Wert einer Long-Position von Investitionen in börsennotierte Aktien und Unternehmensanleihen von Finanzinstituten und Summe der Risikopositionen auf Kaufseite (Long) in strukturierte und verbrieft Produkte. | AIF 1 | Median | AIF 2 | 90. Perzentil | AIF 3 | Median | AIF 4 | 90. Perzentil | AIF 5 | Median | |
| | | | 2 % | 7 % | 41 % | 33 % | 0,00 % | 0 % | 0 % | 0 % | 0,00 % | 14 % | |

Bedeutung der Farben: grün=durchschnittliches oder geringes Risiko für einen AIF dieser Art, orange=hohes Risiko für einen AIF dieser Art (relativ gesehen), rot=hohes Risiko für einen AIF (absolut gesehen).

*Höhere Werte weisen auf höhere Risiken hin, außer beim Indikator für das Liquiditätsprofil.

1. AIF sollten entsprechend dem absoluten Wert der Indikatoren und dem relativen Wert im Vergleich zu AIF desselben Typs und anderen AIF bewertet werden. Die obigen Beispiele (AIF 1–5) basieren auf realen Fällen. Alle AIF sind in beträchtlichem Maße hebel-finanziert (Commitment-Hebel-finanzierung $> \times 3$) und sollten daher der Risikobewertung unterzogen werden.
2. Ein hoher absoluter Wert eines Indikators ist in der Tabelle rot dargestellt. Ein hoher relativer Wert im Vergleich zu AIF desselben Typs wird orange dargestellt. Grün bedeutet einen niedrigen oder mittleren Wert. Für jeden Indikator wird in der Tabelle auch ein Vergleich mit der entsprechenden deskriptiven Statistik für AIF derselben Kategorie angegeben (z. B. ein Vergleich mit dem Median, dem 3. Quartil oder dem 90. Perzentil).
3. AIF 1 weist sowohl in absoluten Zahlen als auch im Vergleich zu AIF desselben Typs (den Dachfonds) eine hohe Hebel-finanzierung auf. Das Hauptrisiko liegt in den potenziellen Auswirkungen auf den Markt aufgrund der hohen Nettorisikoposition (EUR 2,3 Mrd.). Das Risiko von Notverkäufen und einer direkten Ansteckung von Finanzinstituten scheint begrenzt zu sein und mit anderen AIF derselben Kategorie vergleichbar. Daher sollte die zuständige Behörde in Erwägung ziehen, diesem AIF Obergrenzen für Hebel-finanzierungen aufzuerlegen, wenn sie erwartet, dass der AIF unter Berücksichtigung der Tiefe des Marktes, auf dem er aktiv ist, potenzielle Auswirkungen auf den Markt hat (d.h. dass er in der Lage ist, bei der Veräußerung von Vermögenswerten die Marktpreise zu beeinflussen).
4. AIF 2 weist sowohl in absoluten Zahlen als auch im Vergleich zu AIF desselben Typs eine sehr hohe Hebel-finanzierung auf. Das Hauptrisiko liegt in den potenziellen Auswirkungen auf den Markt aufgrund der sehr hohen Nettorisikoposition (50 Mrd. EUR). Außerdem hält er einen relativ hohen Anteil an weniger liquiden Vermögenswerten (27 % des NAV), hat ein weniger liquides Profil als AIF derselben Kategorie (0 % gegenüber 13 %) und hat ein Risiko gegenüber Finanzinstituten (41 % des NAV). Daher sollte die zuständige Behörde in Erwägung ziehen, diesem AIF Obergrenzen für Hebel-finanzierungen aufzuerlegen, insbesondere um seine potenziellen Auswirkungen auf den Markt zu verringern.
5. AIF 3 weist eine höhere Hebel-finanzierung im Vergleich zu AIF desselben Typs auf und hat eine relativ hohe Nettorisikoposition (1,5 Mrd. EUR). Der AIF ist, wie die meisten AIF desselben Typs, in illiquide Vermögenswerte (Immobilien) investiert. Diese Kombination kann im Falle einer Periode signifikanter Rücknahmen zu Notverkäufen führen. Das Liquiditätsprofil des AIF weist jedoch keine Liquiditätsinkongruenzen auf. Daher sollte die zuständige Behörde die Auferlegung von Obergrenzen für Hebel-finanzierungen auf Grundlage einer eingehenderen Analyse der Angemessenheit der Rücknahmepolitik des AIF in Betracht ziehen.
6. AIF 4 weist eine höhere Hebel-finanzierung und eine relativ hohe Nettorisikoposition im Vergleich zu anderen AIF desselben Typs auf, das Nettorisiko ist jedoch in absoluten Zahlen begrenzt (170 Mio. EUR). Der AIF ist, wie die meisten AIF desselben Typs, in illiquide Vermögenswerte (Private-Equity) investiert. Diese Kombination kann im Falle einer Periode signifikanter Rücknahmen zu Notverkäufen führen. Das Liquiditätsprofil des AIF weist jedoch keine Liquiditätsinkongruenzen auf. Daher sollte die zuständige Behörde die Auferlegung von Obergrenzen für Hebel-finanzierungen auf Grundlage einer eingehenderen Analyse der Angemessenheit der Rücknahmepolitik des AIF in Betracht ziehen.

7. AIF 5 gehört zur Kategorie „Sonstige“. Er weist eine höhere Hebelfinanzierung und eine relativ hohe Nettorisikoposition im Vergleich zu AIF desselben Typs auf, das Nettorisiko ist jedoch in absoluten Zahlen begrenzt (230 Mio. EUR). Der AIF ist stark in weniger liquide Vermögenswerte (Private-Equity) investiert, weist aber keine Liquiditätsinkongruenzen auf. Angesichts der Art dieses AIF („Sonstige“) sollte die zuständige Behörde die Auferlegung von Obergrenzen für Hebelfinanzierungen auf Grundlage einer eingehenderen Analyse des Geschäftsmodells dieses AIF und insbesondere der Angemessenheit seiner Rücknahmepolitik in Erwägung ziehen.