

Leitlinien

zu Liquiditätsmanagement-Instrumenten von OGAW und offenen AIF



Inhaltsverzeichnis

1. Anwendungsbereich.....	3
2. Rechtsrahmen, Abkürzungen und Begriffsbestimmungen.....	4
2.1 Rechtsrahmen.....	4
2.2 Abkürzungen.....	4
2.3 Begriffsbestimmungen.....	5
3. Zweck.....	6
4. Einhaltung der Leitlinien und Meldepflichten.....	6
4.1. Status der Leitlinien.....	6
4.2. Meldepflichten.....	7
5. Leitlinien zu Liquiditätsmanagement-Instrumenten von OGAW und offenen AIF.....	8
5.1 Leitlinien zu allgemeinen Grundsätzen.....	8
5.2 Leitlinien zu quantitativen Liquiditätsmanagement-Instrumenten.....	10
5.2.1 Leitlinien zur Aussetzung von Zeichnungen, Rückkäufen und Rücknahmen („Aussetzungen“).....	10
5.2.2 Leitlinien zu Rücknahmebeschränkungen.....	11
5.2.3 Leitlinien zur Verlängerung von Kündigungsfristen.....	12
5.2.4 Leitlinien zur Sachauskehr.....	13
5.3 Leitlinien zu Instrumenten zum Verwässerungsschutz.....	13
5.3.1 Leitlinien zu Rücknahmegebühren.....	15
5.3.2 Leitlinien zum Swing Pricing.....	15
5.3.3 Leitlinien zum Dual Pricing.....	16
5.3.4 Leitlinien zur Verwässerungsschutzgebühr.....	16
5.4 Leitlinien zur Abspaltung illiquider Anlagen.....	17

1. Anwendungsbereich

Für wen?

1. Diese Leitlinien richten sich an die zuständigen Behörden und Fondsverwalter.

Was?

2. Diese Leitlinien gelten in Bezug auf Artikel 18a Absatz 2 der OGAW-Richtlinie und Artikel 16 Absätze 2b und 2c der AIFM-Richtlinie.

Wann?

3. Diese Leitlinien gelten ab dem Geltungsbeginn der in Artikel 18a Absatz 3 der OGAW-Richtlinie und Artikel 16 Absatz 2g der AIFM-Richtlinie genannten technischen Regulierungsstandards.
4. Abweichend von Unterabsatz 1 gelten diese Leitlinien für Fonds, die bereits vor dem in Unterabsatz 1 genannten Geltungsbeginn bestanden, zwölf Monate nach diesem Zeitpunkt.

2. Rechtsrahmen, Abkürzungen und Begriffsbestimmungen

2.1 Rechtsrahmen

OGAW-Richtlinie	Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) ¹
AIFM-Richtlinie	Richtlinie 2011/61/EU 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 ²
ESMA-Verordnung	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 ³

2.2 Abkürzungen

OGAW	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
AIF	Alternativer Investmentfonds
AIFM	Verwalter alternativer Investmentfonds
LMT	Liquiditätsmanagement-Instrument
NAV	Nettoinventarwert
ADT	Instrument zum Verwässerungsschutz
ADL	Verwässerungsschutzgebühr

¹ ABl. L 302 vom 17.11.2009, S. 32.

² ABl. L 174 vom 1.7.2011, S. 1.

³ ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 84.

2.3 Begriffsbestimmungen

Fondsverwalter

- a) eine Verwaltungsgesellschaft gemäß der Definition in Artikel 2 Absatz 1 Buchstabe b der OGAW-Richtlinie;
- b) eine Investmentgesellschaft, die keine nach der OGAW-Richtlinie zugelassene Verwaltungsgesellschaft im Sinne von Artikel 30 Unterabsatz 1 der OGAW-Richtlinie benannt hat;
- c) ein AIFM gemäß der Definition in Artikel 4 Absatz 1 Buchstabe b der AIFM-Richtlinie, der einen offenen AIF verwaltet

Instrument zum Verwässerungsschutz Rücknahmegebühren, Swing Pricing, Dual Pricing, Verwässerungsschutzgebühren

Ausgewählte Liquiditätsmanagement-Instrumente Die vom Fondsverwalter unter den in Anhang IIA Nummern 2 bis 8 der OGAW-Richtlinie und in Anhang V Nummern 2 bis 8 der AIFM-Richtlinie aufgeführten Liquiditätsmanagement-Instrumente ausgewählten Instrumente, d. h. Rücknahmebeschränkung, Verlängerung der Kündigungsfristen, Rücknahmegebühr, Swing Pricing, Dual Pricing, Verwässerungsschutzgebühr, Sachauskehr

außergewöhnliche Umstände

Unvorhergesehene Ereignisse, betriebliche oder regulatorische Rahmenbedingungen, die die Fähigkeit des Fonds erheblich beeinträchtigen, seine normalen Geschäftsfunktionen auszuüben, wodurch der Fondsverwalter vorübergehend daran gehindert wird, die aus der Passivseite der Bilanz resultierenden Finanzierungsverpflichtungen zu erfüllen

3. Zweck

5. Diese Leitlinien werden im Rahmen der Mandate veröffentlicht, die in der Richtlinie zur Änderung der AIFM-Richtlinie und der OGAW-Richtlinie (Richtlinie (EU) 2024/927 des Europäischen Parlaments und des Rates⁴) festgelegt sind. Insbesondere sehen die Mandate in Artikel 18a Absatz 4 der OGAW-Richtlinie und Artikel 16 Absatz 2h der AIFM-Richtlinie vor, dass die ESMA Leitlinien für die Auswahl und Kalibrierung von Liquiditätsmanagement-Instrumenten durch OGAW und AIFM für das Liquiditätsrisikomanagement und die Minderung der Risiken für die Finanzstabilität ausarbeitet.
6. Die vorliegenden Leitlinien basieren zudem auf Artikel 16 Absatz 1 der ESMA-Verordnung.
7. Auch wenn die Hauptverantwortung für Liquiditätsmanagement-Instrumente weiterhin bei den OGAW-Verwaltungsgesellschaften und AIFM verbleibt, besteht der Zweck dieser Leitlinien darin, kohärente, effiziente und wirksame Aufsichtspraktiken zu etablieren und die gemeinsame, einheitliche und kohärente Anwendung des Unionsrechts, insbesondere von Artikel 18a Absatz 2 der OGAW-Richtlinie und Artikel 16 Absätze 2b und 2c der AIFM-Richtlinie in Bezug auf die Auswahl, Aktivierung und Kalibrierung von Liquiditätsmanagement-Instrumenten sicherzustellen.

4. Einhaltung der Leitlinien und Meldepflichten

4.1. Status der Leitlinien

8. Im Einklang mit Artikel 16 Absatz 3 der ESMA-Verordnung unternehmen die zuständigen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer alle erforderlichen Anstrengungen, um diesen Leitlinien nachzukommen.
9. Die zuständigen Behörden, auf welche diese Leitlinien Anwendung finden, kommen ihnen nach, indem sie diese Leitlinien gegebenenfalls in ihren nationalen Rechts- und/oder Aufsichtsrahmen übernehmen. Dies gilt auch für jene Leitlinien, die sich in erster Linie an die Finanzmarktteilnehmer richten. In diesem Fall sollten die

⁴ Richtlinie (EU) 2024/927 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. März 2024 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 (ABl. L, 2024/927, 26.3.2024).

zuständigen Behörden durch ihre Aufsicht sicherstellen, dass die Finanzmarktteilnehmer den Leitlinien nachkommen.

4.2. Meldepflichten

10. Die zuständigen Behörden, für die diese Leitlinien gelten, müssen die ESMA binnen zwei Monaten nach Veröffentlichung dieser Leitlinien darüber unterrichten, ob sie den Leitlinien nachkommen oder nachzukommen beabsichtigen, und gegebenenfalls die Gründe nennen, warum sie diesen nicht nachkommen oder nicht nachzukommen beabsichtigen. Geht innerhalb dieser Frist keine Mitteilung ein, wird davon ausgegangen, dass die zuständigen Behörden den Leitlinien nicht nachkommen. Ein entsprechendes Formular für diese Mitteilung ist auf der ESMA-Webseite verfügbar.
11. Für die Finanzmarktteilnehmer besteht keine Pflicht zur Mitteilung, ob sie diesen Leitlinien nachkommen.

5. Leitlinien zu Liquiditätsmanagement-Instrumenten von OGAW und offenen AIF

5.1 Leitlinien zu allgemeinen Grundsätzen

12. Die Hauptverantwortung für das Liquiditätsrisikomanagement sowie für die Auswahl, Kalibrierung, Aktivierung und Deaktivierung von Liquiditätsmanagement-Instrumenten liegt beim Fondsverwalter. Bei der Auswahl der geeigneten Liquiditätsmanagement-Instrumente sollten Fondsverwalter entsprechend berücksichtigen, dass die ausgewählten Liquiditätsmanagement-Instrumente eine wirksame Steuerung des Liquiditätsrisikos des Fonds sowohl unter normalen als auch unter angespannten Marktbedingungen ermöglichen und die Auswahl es ermöglicht unterschiedlichen Umständen Rechnung zu tragen.
13. Gemäß Artikel 18a Absatz 2 der OGAW-Richtlinie und Artikel 16 Absatz 2b der AIFM-Richtlinie sollten Fondsverwalter bei der Auswahl von Liquiditätsmanagement-Instrumenten gemäß Anhang IIA der OGAW-Richtlinie und Anhang V der AIFM-Richtlinie die Eignung dieser Instrumente unter Berücksichtigung aller relevanten Faktoren bewerten, insbesondere der folgenden:
- a) die rechtliche Struktur des Fonds und etwaige Besonderheiten in Zusammenhang mit dieser (z. B. börsengehandelte Fonds, Master-Feeder-Fonds);
 - b) Anlagestrategie und Anlagepolitik des Fonds;
 - c) die Bedingungen für die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen des Fonds, darunter die Mindestdauer der Kündigungsfrist, die Sperrfrist, die Abwicklungsdauer, die Rücknahmepolitik und die Handelsfrequenz;
 - d) das Liquiditätsprofil des Fonds und seiner zugrunde liegenden Vermögenswerte, einschließlich des voraussichtlichen Liquiditätsbedarfs, unter Berücksichtigung der Rücknahmeverlangen von Anlegern und anderer potenzieller Quellen für Liquiditätsrisiken auf der Passivseite der Fondsbilanz (z. B. Margin-Calls) unter normalen und angespannten Marktbedingungen sowie der Auswirkungen der Aktivierung der Liquiditätsmanagement-Instrumente auf das Liquiditätsprofil des Fonds;
 - e) die Ergebnisse der Liquiditätsstresstests;
 - f) die Merkmale der Anlegerstruktur des Fonds;
 - g) die Ausschüttungspolitik des Fonds;

- h) sonstige operative Hindernisse und Sachverhalte, die sich auf die Umsetzbarkeit der Einführung bestimmter Liquiditätsmanagement-Instrumente auswirken könnten.
14. Während die OGAW-Richtlinie und die AIFM-Richtlinie die Auswahl von mindestens zwei geeigneten Liquiditätsmanagement-Instrumenten aus den Listen in Anhang IIA der OGAW-Richtlinie und Anhang V der AIFM-Richtlinie vorschreiben, können Fondsverwalter mehr als zwei Liquiditätsmanagement-Instrumente sowie zusätzliche Liquiditätsmaßnahmen auswählen, um die allgemeine Widerstandsfähigkeit des Fonds und seine Fähigkeit zur Steuerung seiner Liquidität sowohl unter normalen als auch unter angespannten Marktbedingungen sicherzustellen. Bei der Auswahl zusätzlicher Liquiditätsmanagement-Instrumente oder Liquiditätsmaßnahmen sollten Fondsverwalter deren Eignung unter Berücksichtigung aller relevanten Faktoren – einschließlich mindestens der im vorstehenden Absatz genannten – bewerten.
15. Fondsverwalter sollten bei der Auswahl der zwei mindestens vorgeschriebenen Liquiditätsmanagement-Instrumente gegebenenfalls prüfen, ob es sinnvoll ist, sowohl ein quantitatives Liquiditätsmanagement-Instrument (d. h. Rücknahmebeschränkungen, Verlängerung der Kündigungsfrist) als auch ein Instrument zum Verwässerungsschutz (d. h. Rücknahmegebühren, Swing Pricing, Dual Pricing, Verwässerungsschutzgebühren) einzubeziehen. Dabei sind insbesondere die Anlagestrategie, die Rücknahmepolitik und das Liquiditätsprofil des Fonds sowie die Marktbedingungen zu berücksichtigen, unter denen das jeweilige Liquiditätsmanagement-Instrument aktiviert werden könnte. In diesem Zusammenhang können Fondsverwalter in Erwägung ziehen, ein Liquiditätsmanagement-Instrument für den Einsatz unter normalen Marktbedingungen und ein Liquiditätsmanagement-Instrument für den Einsatz unter angespannten Marktbedingungen auszuwählen.
16. Bei der Prüfung einer Aktivierung von Liquiditätsmanagement-Instrumenten sollten Fondsverwalter evaluieren, ob ein Liquiditätsmanagement-Instrument einzeln oder in Kombination mit zusätzlichen Liquiditätsmanagement-Instrumenten oder anderen Liquiditätsmaßnahmen aktiviert werden sollte.
17. Fondsverwalter sollten auf Verlangen der zuständigen Behörde nachweisen können, dass die Aktivierung und Kalibrierung der ausgewählten Liquiditätsmanagement-Instrumente im besten Interesse aller Anleger erfolgt und unter Berücksichtigung der Marktbedingungen und der relevanten Merkmale des Fonds (z. B. Liquiditätsprofil, Art der zugrunde liegenden Vermögenswerte, Anlegerbasis) angemessen und wirksam ist.
18. Fondsverwalter sollten sicherstellen, dass Informationen über die Höhe der eingehenden Zeichnungs- und Rücknahmeaufträge so behandelt werden, dass

vermieden wird, dass einige Anleger von Informationen über die Wahrscheinlichkeit der Aktivierung von Liquiditätsmanagement-Instrumenten profitieren (z. B. Erreichen von Schwellenwerten für die Aktivierung bei Rücknahmebeschränkungen).

5.2 Leitlinien zu quantitativen Liquiditätsmanagement-Instrumenten

5.2.1 Leitlinien zur Aussetzung von Zeichnungen, Rückkäufen und Rücknahmen („Aussetzungen“)

19. Fondsverwalter sollten die Aktivierung von Aussetzungen nur unter außergewöhnlichen Umständen in Erwägung ziehen, wenn dies unter Berücksichtigung der Interessen der Anleger gerechtfertigt ist. Eine nicht abschließende Aufzählung außergewöhnlicher Umstände, unter denen ein Fondsverwalter die Aktivierung von Aussetzungen in Erwägung ziehen kann, umfasst Folgendes: Schwierigkeiten bei der Bewertung von Vermögenswerten; schwerwiegende Liquiditätsprobleme (z. B. aufgrund von Margin-Calls oder signifikante Rücknahmeverlangen), bei denen die Durchführung des Verkaufs der zugrunde liegenden Vermögenswerte zu Liquiditätsproblemen für den Fonds führen könnte (z. B. hohe Abschläge bei der Veräußerung von Vermögenswerten oder eine erhebliche Verwässerung der Ansprüche der verbleibenden Anleger); kritische Cybervorfälle, die sich auf die Handlungsfähigkeit des Fonds, des Fondsverwalters und/oder der Dienstleister des Fonds auswirken; unvorhergesehenes Schließen von Märkten, Handelsbeschränkungen, Schließung von Handelsplätzen; schwerwiegende finanzielle und/oder politische Krisen; Feststellung erheblicher Betrugsfälle; Naturkatastrophen.
20. Aussetzungen können das Aussetzen der Berechnung des Nettoinventarwerts umfassen, insbesondere im Falle einer unsicheren Bewertung und wenn es nicht möglich ist, den Nettoinventarwert des Fonds bzw. der Fonds zu berechnen. Andernfalls sollte der Fondsverwalter soweit möglich die Vermögenswerte des Fonds weiter bewerten und den Nettoinventarwert veröffentlichen, und sicherstellen, dass den Anlegern ordnungsgemäße Informationen zur Verfügung gestellt werden, einschließlich des Umstandes, dass der Fonds für Zeichnungen, Rücknahmen und Rückkäufe geschlossen ist.
21. Obwohl Aussetzungen in bestimmten Fällen aktiviert werden können, während der Fondsverwalter noch darüber entscheidet, ob der Fonds liquidiert werden soll, sollten Fondsverwalter sicherstellen, dass Aussetzungen nur vorübergehend aktiviert werden (d. h. mit dem Ziel, den Fonds nicht dauerhaft auszusetzen, sondern ihn gegebenenfalls zu einem späteren Zeitpunkt wieder zu öffnen, zu liquidieren oder die Abspaltung illiquider Anlagen zu aktivieren).

22. Fondsverwalter sollten Folgendes bei der Kalibrierung von Aussetzungen berücksichtigen:
- a) die Kriterien für die Bewertung und Überwachung der Bedingungen, die zu ihrer Aktivierung geführt haben;
 - b) die Kriterien für die Überprüfung und mögliches Revidieren der Entscheidung über die Aussetzung sowie eine Änderung der Umstände, die dies rechtfertigen würden.

5.2.2 Leitlinien zu Rücknahmebeschränkungen

23. Fondsverwalter sollten die Auswahl von Rücknahmebeschränkungen für alle Fonds in Betracht ziehen, da alle Vermögenswerte unter angespannten Marktbedingungen potenziell von Liquiditätsproblemen betroffen sein könnten und eine Aktivierung dieses Liquiditätsmanagement-Instruments nützlich sein kann, um eine Aktivierung von Aussetzungen von Rücknahmen zu vermeiden.
24. Die Auswahl von Rücknahmebeschränkungen sollte insbesondere berücksichtigt werden von:
- a) Verwalter von Fonds mit konzentrierter Anlegerbasis, bei denen eine Rücknahme in erheblichem Umfang zu Liquiditätsproblemen für den Fonds führen würde und Anleger beeinträchtigen würde, insbesondere die verbleibenden Anleger;
 - b) Verwalter von Fonds, deren Vermögenswerte möglicherweise weniger liquide, inhärent illiquide sind oder unter angespannten Marktbedingungen illiquide werden könnten und/oder deren Verkauf längere Zeit in Anspruch nehmen würde.
25. Fondsverwalter sollten die Aktivierung von Rücknahmebeschränkungen bei Rücknahmeaufträgen in Betracht ziehen, sobald der Schwellenwert überschritten wird. Die Aktivierung von Rücknahmebeschränkungen kann weniger geeignet sein, wenn ein Fonds von Bewertungsproblemen betroffen ist. In einem derartigen Fall kann der Verwalter die Verwendung anderer Liquiditätsmanagement-Instrumente in Erwägung ziehen (z. B. Aussetzungen in Verbindung mit der Aussetzung der Berechnung des Nettoinventarwerts).
26. Fondsverwalter sollten einen Schwellenwert für die Aktivierung kalibrieren, um sicherzustellen, dass eine Rücknahmebeschränkung immer dann aktiviert werden kann, wenn der Verwalter Rücknahmen im besten Interesse der Anleger begrenzen muss. Bei der Kalibrierung dieses Schwellenwerts sollten die Verwalter Folgendes berücksichtigen:
- a) die Frequenz der Berechnung des Nettoinventarwerts;

- b) das Anlageziel des Fonds;
 - c) die Liquidität der zugrunde liegenden Vermögenswerte;
 - d) die aktuellen Marktbedingungen;
 - e) erwartete Zahlungsströme.
27. Fondsverwalter sollten die Auswahl von Rücknahmebeschränkungen nicht hinsichtlich der maximalen Dauer ihrer Anwendung oder der maximalen Anzahl ihrer Aktivierungen einschränken, solange der Einsatz von Rücknahmebeschränkungen temporärer Natur bleibt. Diese Aspekte sollten vom Fondsverwalter unter Berücksichtigung des jeweiligen Einzelfalls festgelegt werden.
- 27.a Verwalter von AIF ohne Beteiligung von Privatanlegern und mit einer begrenzten Anzahl professioneller Anleger sollten Rücknahmebeschränkungen auf Anlegerebene in Betracht ziehen, die allein oder in Kombination mit Beschränkungen auf Fondsebene zum Einsatz kommen können, um mögliche Vorteile, die allein aufgrund der zeitlichen Reihenfolge des Eingangs von Rücknahmeverlangen entstehen (first-mover advantage), zu begrenzen.

5.2.3 Leitlinien zur Verlängerung von Kündigungsfristen

28. Fondsverwalter sollten eine Verlängerung der Kündigungsfristen für alle Fonds in Erwägung ziehen. Da dieses Liquiditätsmanagement-Instrument zusätzliche Zeit für die Veräußerung der zugrunde liegenden Vermögenswerte bietet, sollte es insbesondere berücksichtigt werden bei:
- a) Fonds, deren Liquidität in Zeiten angespannter Marktbedingungen besonders gefährdet ist;
 - b) AIF, die in weniger liquide Vermögenswerte investieren, insbesondere für Immobilien- und Private-Equity-Fonds, die in Bezug auf die Liquidität ihrer Vermögenswerte unter normalen Marktbedingungen eine adäquate Rücknahmehäufigkeit aufweisen.
29. Fondsverwalter sollten die Aktivierung einer Verlängerung der Kündigungsfristen sowohl unter normalen als auch unter angespannten Marktbedingungen in Erwägung ziehen, wobei zu berücksichtigen ist, dass dies in bestimmten Situationen, beispielsweise im Falle erhöhter Anteilscheinrücknahmen, zweckmäßig sein könnte.
30. Fondsverwalter sollten eine Aktivierung der Verlängerung der Kündigungsfristen für OGAW unter normalen Marktbedingungen sorgfältig prüfen, wobei die Liquidität der

Vermögenswerte sowie die Interessen der Anleger entsprechend zu berücksichtigen sind.

31. Um einen Anstieg der Rücknahmeforderungen zu vermeiden, sollten Fondsverwalter die Dauer der Verlängerung der Kündigungsfristen sorgfältig kalibrieren und dabei die Dauer für eine ordnungsgemäße Liquidation der zugrunde liegenden Vermögenswerte im Interesse der Anleger entsprechend berücksichtigen.

5.2.4 Leitlinien zur Sachauskehr

32. Bei der Auswahl der Sachauskehr sollten Fondsverwalter Folgendes berücksichtigen:

- a) die Struktur des Fonds;
- b) die Anlegerkonzentration;
- c) die Art von Vermögenswerten und
- d) die Beschränkungen, die gemäß Artikel 18a Absatz 2 der OGAW-Richtlinie und Artikel 16 Absatz 2b der AIFM-Richtlinie für die Nutzung der Sachauskehr nur für professionelle Anleger gelten.

5.3 Leitlinien zu Instrumenten zum Verwässerungsschutz

33. Fondsverwalter sollten die Auswahl von Instrumenten zum Verwässerungsschutz für alle Arten von Fonds in Betracht ziehen, um eine wesentliche Verwässerung von Ansprüchen der Anleger und potenzielle Vorteile, die allein aufgrund der zeitlichen Reihenfolge des Eingangs von Rücknahmeverlangen entstehen (first-mover advantage), zu begrenzen.

34. Fondsverwalter sollten die verschiedenen Ebenen einer Aktivierung von Instrumenten zum Verwässerungsschutz auf Fondsebene sorgfältig prüfen und im Voraus angemessene Schwellenwerte für die Aktivierung festlegen sowie diese regelmäßig überprüfen, um wesentliche Verwässerungseffekte für Anleger zu vermeiden. Dabei sind sowohl normale als auch angespannte Marktbedingungen, Anlagestrategie, verwaltete Vermögenswerte, Größe und der Merkmale des Portfolios, geschätzte Liquiditätskosten, Anlegerprofil, Liquiditätsprofil jedes Fonds und historische Fondszuflüsse und -abflüsse zu berücksichtigen.

35. Fondsverwalter sollten berücksichtigen, dass die Aktivierung von Instrumenten zum Verwässerungsschutz unter bestimmten Umständen herausfordernd sein kann, z. B. bei eingeschränkter Marktliquidität und/oder bestehenden Bewertungsunsicherheiten. In diesen Fällen können Fondsverwalter neben dem

Einsatz der Instrumente zum Verwässerungsschutz auch den Einsatz anderer Liquiditätsmanagement-Instrumente in Betracht ziehen (z. B. quantitative Liquiditätsmanagement-Instrumente).

36. Fondsverwalter sollten sicherstellen, dass die Aktivierung von Instrumenten zum Verwässerungsschutz die Pflicht des Fondsverwalters alle Vermögenswerte jederzeit fair und angemessen zu bewerten, nicht beeinträchtigt.
37. Fondsverwalter sollten Instrumente zum Verwässerungsschutz sowohl unter normalen als auch unter angespannten Marktbedingungen aktivieren, um so Anlegern, die Anteile zeichnen und/oder zurückgeben, die geschätzten Liquiditätskosten entsprechend anzulasten. Die geschätzten Liquiditätskosten sollten
 - a) explizite Transaktionskosten für Zeichnungen, Rückkäufe oder Rücknahmen umfassen;
 - b) implizite Transaktionskosten berücksichtigen, einschließlich wesentlicher Auswirkungen von Käufen oder Verkäufen von Vermögenswerten auf den Markt, die nach bestem Ermessen geschätzt werden, wenn dies für die zugrundeliegende Anlagestrategie angemessen ist. Eine geeignete Grundlage für die Schätzung von Marktauswirkungen könnte die Analyse historischer Transaktionen unter ähnlichen Marktbedingungen durch Vergleich der Preise zum Zeitpunkt der Auftragserteilung und den tatsächlich erzielten Ausführungspreisen sein;
 - c) auf den Kosten basieren, die mit einem anteiligen Verkauf aller Vermögenswerte im Portfolio verbunden sind (d. h. ein „Pro-rata-Ansatz“), sofern dies eine faire Schätzung der tatsächlichen Liquiditätskosten darstellt. Sollte der Pro-rata-Ansatz keine faire Schätzung der Liquiditätskosten ermöglichen, kann die Schätzung entsprechend angepasst werden, wenn dies erwartete Liquiditätskosten bei Transaktionen in ausgewählten Einzelpositionen des Portfolios genauer darstellt. Verwalter können die mittels Pro-rata-Ansatz ermittelten Kosten in Stressphasen anwenden um potenzielle Verwässerungseffekte für die im Fonds verbleibenden Anleger zu minimieren.
38. Um sicherzustellen, dass die Kalibrierung der Instrumente zum Verwässerungsschutz die geschätzten Liquiditätskosten gemäß dem vorstehenden Absatz entsprechend darstellen, sollte diese vom Fondsverwalter regelmäßig überprüft und gegebenenfalls angepasst werden.
39. Fondsverwalter sollten auf Anfrage der nationalen zuständigen Aufsichtsbehörde nachweisen können, dass die Kalibrierung der Instrumente zum Verwässerungsschutz sowohl unter normalen als auch unter angespannten

Marktbedingungen fair und angemessen ist und den Interessen der Anleger Rechnung trägt.

5.3.1 Leitlinien zu Rücknahmegebühren

40. Fondsverwalter können die Auswahl von Rücknahmegebühren für alle Arten von Fonds in Betracht ziehen; diese können jedoch insbesondere für die folgenden Fonds zweckmäßig sein:

- a) Fonds, die in Vermögenswerte investieren, bei denen feste, transparente und/oder vorhersehbare Transaktionskosten anfallen, beispielsweise Provisionen für Immobilienmakler oder Notargebühren, und/oder geringe Schwankungen bei den Transaktionskosten aufweisen (z. B. fixe Steuern und Abgaben bei Immobilientransaktionen);
- b) Fonds, die in weniger liquide Vermögenswerte investieren, bei denen andere Instrumente zum Verwässerungsschutz wie Swing Pricing aufgrund unregelmäßiger Preisbildung und einer eingeschränkten Anzahl von Preisquellen nur schwer oder gar nicht umsetzbar sein können.

41. Bei der Kalibrierung der vorab festgelegten Bandbreite der Rücknahmegebühren sollten Fondsverwalter eine Methode anwenden, die, sofern statisch, eine Überprüfung und Anpassung ermöglicht, um höheren Liquiditätskosten oder angespannten Marktbedingungen entsprechend Rechnung zu tragen.

5.3.2 Leitlinien zum Swing Pricing

42. Fondsverwalter sollten die Auswahl des Swing Pricing für Fonds in Betracht ziehen, deren zugrunde liegende Vermögenswerte aktiv gehandelt werden, für die Informationen zu den Handelskosten (Geld-/Briefkurs) verfügbar sind und diese regelmäßig aktualisiert werden. Dies gilt insbesondere für Fonds, die überwiegend in Vermögenswerte mit marktbedingten Liquiditätskosten investieren. Fondsverwalter sollten berücksichtigen, dass Swing Pricing möglicherweise weniger geeignet ist, wenn die Handelskosten nicht jederzeit verfügbar sind.

43. Fondsverwalter sollten die Entscheidung zur Aktivierung eines konkreten Swing-Pricing-Modells (d. h. vollständig oder teilweise mit einem einheitlichen oder gestaffeltem Swing-Faktor) sowie die Kalibrierung des Swing-Faktors unter Berücksichtigung der Marktbedingungen entsprechend einer vom Fondsverwalter festgelegten Methodik treffen.

44. Bei der Kalibrierung des Swing Pricings sollten Fondsverwalter sicherstellen, dass die geschätzten Liquiditätskosten unter Berücksichtigung der Marktbedingungen und im Einklang mit den in Absatz 37 genannten Grundsätzen in den Swing-Faktor einschließlich wesentlicher Auswirkungen der Transaktionen auf den Markt einfließen.
45. Fondsverwalter können einen maximalen Swing-Faktor festlegen. In Fällen, in denen die Anpassung des Swing-Faktors über den maximalen Swing-Faktor hinausgeht, sollte der Fondsverwalter in der Lage sein, den angewendeten Swing-Faktor nachträglich zu rechtfertigen, falls die zuständige Behörde dies verlangt.
46. Fondsverwalter sollten sicherstellen, dass eine Entscheidung zur Neukalibrierung des maximalen Swing-Faktors gerechtfertigt ist und im besten Interesse der Anleger getroffen wird.

5.3.3 Leitlinien zum Dual Pricing

47. Fondsverwalter sollten die Auswahl des Dual Pricings potenziell für Fonds in Betracht ziehen, die überwiegend in Vermögenswerte investieren, deren Liquiditätskosten in erster Linie durch die Geld-Brief-Spanne bestimmt werden.
48. Auch wenn das Dual Pricing für Fonds besser geeignet sein kann, die in Vermögenswerte investieren, deren Liquiditätskosten hauptsächlich aus der Geld-Brief-Spanne resultieren, sollten Fondsverwalter etwaige erhebliche Auswirkungen auf den Markt oder explizite Transaktionskosten durch eine zusätzliche Anpassung des Nettoinventarwerts gesondert berücksichtigen.

5.3.4 Leitlinien zur Verwässerungsschutzgebühr

49. Fondsverwalter sollten eine Verwässerungsschutzgebühr für folgende Fonds als besonders geeignet betrachten:
 - a) Fonds mit einer hohen Anlegerkonzentration (d. h. einer geringen Zahl von Anlegern), um dem Risiko zu begegnen, dass ein oder mehrere Anleger ihre Anteile kurzfristig vollständig zurückgeben;
 - b) Fonds mit signifikantem Zeichnungs- und/oder Rücknahmevolumen, das sich negativ auf die bestehenden Anleger des Fonds auswirken könnte (z. B. könnten in Bezug auf den Nettoinventarwert kleinere Fonds stärker von Liquiditätskosten, die durch große Rücknahmen verursacht werden, betroffen sein);
 - c) Fonds, die in weniger liquide Vermögenswerte investieren (z. B. Hochzinsanleihen, Small-Cap-Aktien);

- d) Fonds, für die Informationen zu Handelskosten (Geld-/Briefkurs) allgemein verfügbar sind (z. B. Fonds, die in Vermögenswerte mit marktabhängigen Liquiditätskosten investieren).
50. Fondsverwalter sollten beachten, dass eine Verwässerungsschutzgebühr laufend oder dynamisch auf Basis vorab festgelegter Kriterien und Schwellenwerte aktiviert werden kann.
51. Obwohl die Verwässerungsschutzgebühr unter normalen Marktbedingungen laufend angewendet werden kann, sollten Fondsverwalter die Kalibrierung im Hinblick auf sich ändernde Marktbedingungen überprüfen, um ihre Wirksamkeit bei der Erhaltung der Liquidität des Fonds sicherzustellen.
52. Fondsverwalter sollten die Verwässerungsschutzgebühr auf Grundlage derselben Faktoren kalibrieren, die bei der Kalibrierung von Swing-Faktoren genutzt werden, d. h., bei der Kalibrierung der Verwässerungsschutzgebühr sollten, sofern angemessen und im Einklang mit den Grundsätzen in Absatz 37, alle geschätzten expliziten und geschätzten impliziten Transaktionskosten berücksichtigt werden. Sie sollte überprüft und erforderlichenfalls angepasst werden, um sicherzustellen, dass sich regelmäßig ändernde Marktbedingungen entsprechend berücksichtigt werden.

5.4 Leitlinien zur Abspaltung illiquider Anlagen

53. Fondsverwalter sollten die Aktivierung der Abspaltung von illiquiden Anlagen nur unter außergewöhnlichen Umständen und nur dann in Erwägung ziehen, wenn dies unter Berücksichtigung der Interessen der Anleger gerechtfertigt ist. Eine nicht abschließende Liste von außergewöhnlichen Umständen, unter denen ein Fondsverwalter die Aktivierung einer Abspaltung illiquider Anlagen in Erwägung ziehen kann, umfasst Folgendes:
- a) erhebliche Bewertungsunsicherheit und/oder Illiquidität eines bestimmten Teils des Fondsportfolios, für den es keinen aktiven Markt gibt und/oder für den der Handel verboten ist (z. B. aufgrund von Sanktionen) und/oder für den eine faire Bewertung vorübergehend nicht verfügbar ist, mit dem Ziel, diesen Teil vom übrigen Fonds zu trennen, (damit dieser für Anleger für Zeichnungen und Rücknahmen offen bleibt);
 - b) Betrug, Finanzkrisen oder Krieg, von denen ein bestimmter Sektor oder eine bestimmte Region betroffen ist.
54. Bei der Kalibrierung der Abspaltung illiquider Anlagen sollten Verwalter Folgendes berücksichtigen:

- a) die Festlegung der Bedingungen für die Aktivierung einer Abspaltung illiquider Anlagen sowie die Festlegung, wann diese Bedingungen nicht mehr gegeben sind;
- b) die Festlegung von Kriterien für die Bewertung und Überwachung der Bedingungen, die zum Einsatz der Abspaltung illiquider Anlagen geführt haben;
- c) die Prüfung, ob es sinnvoll ist, Barmittel einzusetzen, um potenzielle Verbindlichkeiten aus der Abspaltung illiquider Anlagen zu steuern;
- d) die Kriterien für die Überprüfung und mögliche Änderung der Entscheidung über die Abspaltung illiquider Anlagen sowie die Änderung der Bedingungen, die dies rechtfertigen würden.

