

Was der neue Liquiditäts-Stresstest für Spezialfonds

Die ESMA hat neue Empfehlungen für Liquiditäts-Stresstests herausgegeben. Es fehlen zwar weiterhin verbindliche Regeln für Fondsmanager, aber die Kontrolleure haben ein Rahmenwerk geschaffen, das als Standard auch im Spezialfonds-Segment fungieren und somit zu Kostensenkungen führen kann. Eine Einordnung von Matthias Thomas vom Investment Consultant Real Exchange.

Die europäische Fondsindustrie hat neue Vorgaben zur Sicherstellung ihrer Liquidität erhalten. Die ESMA hat neue Leitlinien für Liquiditäts-Stresstests herausgegeben, die zum November 2020 in Kraft getreten sind. Sie richten sich an Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVG), Verwahrstellen und nationale Aufsichtsbehörden. Die Maßnahme ist zum einen eine periodische Erneuerung der bestehenden Stresstests-Regularien. Zum anderen ist sie als Empfehlung aufzufassen, in wirtschaftlich angespannten Zeiten Mittel zur Sicherstellung der Liquidität im jeweiligen Vehikel anzuwenden.

Wegen der Vielfalt der europäischen Fondslandschaft bleiben allerdings die regulatorischen Vorgaben vage. Die europäischen Kontrolleure vermeiden verbindliche Risikoszenarien, neue Liquiditätsvorgaben oder allgemeine Fristenregelungen.

Der Grund: Zu unterschiedlich fallen die Risikoszenarien je nach Fondstypus aus. Aktienfonds mit ihren jederzeit an der Börse handelbaren Wertpapieren müssen sich viel stärker und häufiger Stresstests unterwerfen als ihre illiquiden Pendanten der Alternativen Investmentfonds (AIF). Allgemein gilt: Je mehr Liquidität im Fonds, desto höher ist das Risiko. Hierzu zählen allen voran Anteilrückgaben, die im Bereich der Publikumsfonds per Gesetz zweimal pro Monat, de facto sogar täglich sichergestellt sind.

Doppelte Sicherheit in der institutionellen Immobilienanlage

Im Bereich der offenen Immobilien-Spezialfonds, die sich ausschließlich an institutionelle Anleger wenden, gibt es daher eine doppelte Liquiditätssicherung: Zum einen sind Immobilien ein illiquides Asset, zum anderen sind Anteilscheinrückgaben im AIF-Segment eine Rarität.

Illiquide Assets sind zwar grundsätzlich dadurch definiert, dass ihre kurzfristige Veräußerung nur unter erheblichen Preisabschlägen möglich ist. Der Sekundärmarkt für Immobilien-Spezial-AIF beweist aktuell jedoch das Gegenteil. Hier sind Transaktionen zu beobachten, die auch mit hohem Aufschlag zum Net Asset Value (NAV) erfolgen, da Investoren in Corona-Zeiten umso mehr an einer strategischen Neuausrichtung ihrer Asset-Allokation interessiert sind.

Der NAV ist damit nur eines von vielen gleichwertigen Kriterien zur Bewertung der indirekten Immobilieninvestments. Anteilscheinrückgaben besitzen darüber hinaus im Spezialfondssegment Seltenheitswert. Fondsverträge schreiben in der Regel Fristen für die Rückgabe vor, die der KVG Handlungsspielraum für eine Beschaffung frischer Liquidität belassen. Noch 2017 schrieb die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bafin) in ihrem Bericht zu Liquiditätsstresstests deutscher KVGs, dass die Anteilscheinrückgabe „grundsätzlich in Abstimmung zwischen Anleger und KVG“ geschehe.

Mehr Standardisierung wagen

Trotz der doppelten Liquiditätssicherung gilt: Einheitliche Rahmenbedingungen für die Sicherstellung der Fondsliquidität schaffen Sicherheit in das Anlageprodukt Spezialfonds und senken durch eine skalierbare Richtlinie die Verwaltungskosten. Stresstests müssen dann nicht immer wieder neu konfiguriert werden.

Den gesetzlichen Rahmen hierfür bieten neben dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) und der dazugehörigen Ausführungsverordnung (KAVerOV) die EU-Richtlinie über die Verwalter von AIF (AIFM-VO) sowie die Bafin-Richtlinie über die Mindestanforderungen an das KVG-Risikomanagement von 2017 (KaMaRisk). In der Praxis stellen Mietausfälle, Zinsänderungen und nicht zuletzt neue Rechtsregularien unverzichtbare Elemente für die Liquiditätsprüfung des Fonds dar. Im Zusammenspiel von historischer Betrachtung, hypothetischen Stressszenarien und Experteneinschätzungen ergibt sich eine belastbare Prüfung der jeweiligen Fondsliquidität.

Zudem sind auch reaktive Mechanismen für den Fall der finanziellen Schieflage des Fonds festzulegen: Hierzu zählt beispielsweise eine Strategie, welche Fondsobjekte zunächst veräußert beziehungsweise welche unter allen Umständen gehalten werden sollen.

Im Fall der Fälle

Die Leitlinien zum Liquiditäts-Stresstest sind ein wertvolles Hilfsmittel, um möglichen Schieflagen jeglicher Art vorzubeugen. Für alle Fonds empfiehlt sich eine Liquiditätsstreuung, die ausreichende liquide Mittel auch dann vorhält, wenn es keine gesetzliche Vorgabe gibt, wie es beispielsweise bei den Publikumsfonds der Fall ist.

Ein weiteres wertvolles Liquiditäts-Instrumentarium stellt der Sekundärmarkt dar. Fondsmanager können über spezialisierte Vermittler einen Interessenten-Pool potenzieller Käufer von Anteilscheinen aufbauen. Kommt es zum Ausstieg einzelner Anleger aus dem Fonds, kann über eine unabhängige Preisindikation für den Anteilschein eine Transaktion innerhalb weniger Wochen erfolgen.

Die KVG als Fondsverwalter hält den Wert ihrer Assets under Management (AUM) aufrecht, der Anlegerkreis des Fonds kann über diesen Weg sogar erhöht werden. Der Sekundärmarkt für offene Immobilien-Spezial-AIF ist zwar bislang noch einem hohen Diskretionsgrad unterworfen, was transparente Angaben zum Markt erschwert. Doch in der aktuellen gesamtwirtschaftlichen Lage werden mehr Transaktionen auf dem Sekundärmarkt zwangsläufig auch zu höherer Transparenz führen.

Weitere Informationen finden Sie im Internet: www.real-exchange.de