



Brüssel, den 18. November 2025  
(OR. en)

15550/25

EF 375  
ECOFIN 1532  
DELECT 174

### ÜBERMITTLUNGSVERMERK

---

Absender:	Frau Martine DEPREZ, Direktorin, im Auftrag der Generalsekretärin der Europäischen Kommission
Eingangsdatum:	17. November 2025
Empfänger:	Frau Thérèse BLANCHET, Generalsekretärin des Rates der Europäischen Union
Nr. Komm.dok.:	C(2025) 7643 final
Betr.:	DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) .../... DER KOMMISSION vom 17.11.2025 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards zur Festlegung der Merkmale von Liquiditätsmanagement-Instrumenten

---

Die Delegationen erhalten in der Anlage das Dokument C(2025) 7643 final.

---

Anl.: C(2025) 7643 final



EUROPÄISCHE  
KOMMISSION

Brüssel, den 17.11.2025  
C(2025) 7643 final

**DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) .../... DER KOMMISSION**

**vom 17.11.2025**

**zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates  
durch technische Regulierungsstandards zur Festlegung der Merkmale von  
Liquiditätsmanagement-Instrumenten**

(Text von Bedeutung für den EWR)

## BEGRÜNDUNG

### **1. KONTEXT DES DELEGIERTEN RECHTSAKTS**

Die Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD) schafft einen harmonisierten Rechtsrahmen für die Zulassung, den Betrieb und den Vertrieb alternativer Investmentfonds (AIF) in der Europäischen Union. Mit der Richtlinie (EU) 2024/927 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. März 2024 wurde die AIFM-Richtlinie geändert, mit dem Ziel, die Transparenz bei Übertragungsvereinbarungen zu erhöhen, die Verfügbarkeit und Nutzung von Liquiditätsmanagement-Instrumenten zu harmonisieren und den Rahmen für die aufsichtliche Berichterstattung zu verbessern.

Mithilfe von Liquiditätsmanagement-Instrumenten können Verwalter offener AIF die Liquidität der von ihnen verwalteten AIF besser steuern, dem Rückgabedruck unter angespannten Marktbedingungen begegnen und die Anlegerinteressen schützen. Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB), die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA), der Rat für Finanzstabilität (FSB) und die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) haben empfohlen, die Vorschriften für die Nutzung von Liquiditätsmanagement-Instrumenten durch offene Fonds zu harmonisieren.

Mit der Richtlinie (EU) 2024/927 wurde ein harmonisiertes Regelwerk für die Verfügbarkeit und Nutzung von Liquiditätsmanagement-Instrumenten durch AIFM eingeführt, damit die von ihnen verwalteten AIF angespannten Marktbedingungen und erhöhtem Rückgabedruck besser standhalten können und divergierende nationale Praktiken bei der Nutzung von Liquiditätsmanagement-Instrumenten möglichst gering gehalten werden. In diesem Zusammenhang wurde in Anhang V der Richtlinie 2011/61/EU eine harmonisierte Liste von Liquiditätsmanagement-Instrumenten festgelegt. Gemäß den neuen Vorschriften müssen AIFM für jeden von ihnen verwalteten offenen AIF mindestens zwei geeignete Liquiditätsmanagement-Instrumente aus dieser Liste auswählen, die im Interesse der Anleger gegebenenfalls eingesetzt werden können. Die neuen Vorschriften gelten ab dem 16. April 2026.

Nach Artikel 16 Absatz 2g der Richtlinie 2011/61/EG, in der durch die Richtlinie (EU) 2024/927 geänderten Fassung, arbeitet die ESMA bis zum 16. April 2025 Entwürfe technischer Regulierungsstandards aus, um die Merkmale der in Anhang V der Richtlinie 2011/61/EU aufgeführten Liquiditätsmanagement-Instrumente zu präzisieren.

In Artikel 16 Absatz 5 der Richtlinie 2011/61/EU, in der durch die Richtlinie (EU) 2024/927 geänderten Fassung, wird der Kommission die Befugnis übertragen, diese technischen Regulierungsstandards im Wege eines delegierten Rechtsakts zu erlassen. Mit der vorliegenden delegierten Verordnung werden die von der ESMA ausgearbeiteten und der Kommission übermittelten technischen Regulierungsstandards gemäß Artikel 10 der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>1</sup> angenommen. In Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU werden in der vorliegenden delegierten Verordnung die Merkmale der folgenden Liquiditätsmanagement-Instrumente festgelegt: Aussetzung von Zeichnungen, Rückkäufen und Rücknahmen, Rücknahmebeschränkungen, Verlängerung der Kündigungsfristen,

---

<sup>1</sup> 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 (ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 84).

Rückgabegebühren, Swing Pricing, Dual Pricing, Verwässerungsschutzgebühr, Sachauskehr und Abspaltung illiquider Anlagen („Side Pockets“).

Bei der Ausarbeitung dieser Standardentwürfe hat die ESMA die Vielfalt der Anlagestrategien und zugrunde liegenden Vermögenswerte von AIF berücksichtigt. Diese Verordnung darf die Fähigkeit der AIFM, jedes geeignete Liquiditätsmanagement-Instrument für alle Anlageklassen, Hoheitsgebiete und Marktbedingungen zu nutzen, nicht einschränken.

## 2. KONSULTATIONEN VOR ANNAHME DES RECHTSAKTS

Am 8. Juli 2024 veröffentlichte die ESMA ein Konsultationspapier zum Inhalt des Entwurfs technischer Regulierungsstandards zu den Merkmalen von Liquiditätsmanagement-Instrumenten gemäß Artikel 16 Absatz 2g der Richtlinie 2011/61/EU, geändert durch die Richtlinie (EU) 2024/927. Die öffentliche Konsultation endete am 8. Oktober 2024. Unter Berücksichtigung der Ergebnisse der öffentlichen Konsultation hat die ESMA an dem Standardentwurf mehrere Änderungen vorgenommen. Um den unterschiedlichen Marktpraktiken Rechnung zu tragen, hat die ESMA insbesondere die Art und Weise, wie der Schwellenwert für die Aktivierung von Rücknahmebeschränkungen für AIF ausgedrückt wird und wie Rücknahmeaufträge bei der Berechnung des Schwellenwerts für die Aktivierung von Rücknahmebeschränkungen berücksichtigt werden sollten, flexibler gestaltet. Darüber hinaus hat die ESMA bei bestimmten Liquiditätsmanagement-Instrumenten spezielle Bestimmungen zu deren Anwendung auf bestimmte Anteilsklassen wieder gestrichen und klargestellt, dass in Fällen, in denen im Rahmen der regulären Handelsaktivitäten börsengehandelter Fonds vom Mechanismus der Sachauskehr Gebrauch gemacht wird, dies nicht als Aktivierung des Liquiditätsmanagement-Instruments „Sachauskehr“ angesehen werden sollte. Insgesamt gingen 33 Konsultationsbeiträge bei der ESMA ein. Die ESMA konsultierte darüber hinaus auch die Interessengruppe Wertpapiere und Wertpapiermärkte, die jedoch von einer Stellungnahme zu den Entwürfen absah.

Die ESMA fügte ihrem Entwurf technischer Regulierungsstandards eine Kosten-Nutzen-Analyse bei, in der sie zu dem Schluss gelangte, dass die mit der Umsetzung dieser technischen Regulierungsstandards verbundenen Aufsichts- und Compliance-Kosten insgesamt gerechtfertigt sind und durch die Vorteile, die ein harmonisierter unionsweiter Rahmen für Liquiditätsmanagement-Instrumente für alle Aufsichtsbehörden, AIFM, AIF und Anleger mit sich bringt, weitgehend aufgewogen werden.

## 3. RECHTLICHE ASPEKTE DES DELEGIERTEN RECHTSAKTS

Am 15. April 2025 veröffentlichte die ESMA ihren Schlussbericht zu dem Entwurf technischer Regulierungsstandards zu Liquiditätsmanagement-Instrumenten und legte diesen Entwurf der Europäischen Kommission zur Annahme vor<sup>2</sup>. Die Kommission hat den vorgelegten Entwurf technischer Regulierungsstandards einer rechtlichen Prüfung unterzogen und daraufhin zwar keine inhaltlichen Anforderungen geändert, jedoch Anpassungen an den Bestimmungen der Standards vorgenommen, um die Rechtmäßigkeit und legislative Qualität der vorliegenden Verordnung sowie die Kohärenz ihrer Vorschriften mit der Richtlinie 2011/61/EU sicherzustellen.

**Artikel 1** legt die Merkmale der Aussetzung von Zeichnungen, Rückkäufen und Rücknahmen fest. Darin wird klargestellt, dass Zeichnungen, Rückkäufe und Rücknahmen gleichzeitig ausgesetzt werden müssen und dass dieses Liquiditätsmanagement-Instrument auf alle Anteilsklassen des AIF anzuwenden ist.

---

<sup>2</sup> [Final report on the draft Regulatory Technical Standards on Liquidity Management Tools under the AIFMD and UCITS Directive.](#)

**Artikel 2** legt die Merkmale von Rücknahmebeschränkungen fest. Darin wird die Methode für die Berechnung des Aktivierungsschwellenwerts und für die Aktivierung dieses Liquiditätsmanagement-Instruments dargelegt. Zudem wird die Anwendung dieses Liquiditätsmanagement-Instruments auf alle Anleger des AIF näher erläutert.

**Artikel 3** legt die Merkmale der Verlängerung der Kündigungsfristen fest. Darin werden die Besonderheiten der Verlängerung der Kündigungsfristen bei Aktivierung dieses Liquiditätsmanagement-Instruments präzisiert.

**Artikel 4** legt die Merkmale von Rückgabegebühren fest. Darin werden die Elemente erläutert, die bei der Berechnung der Bandbreite der Rückgabegebühren und der Methode zur Berechnung ihrer Höhe zu berücksichtigen sind.

**Artikel 5** legt die Merkmale von Swing Pricing fest. Darin wird die Methode zur Berechnung des Swing-Faktors und dessen Auswirkungen auf den Nettoinventarwert der Anteile des AIF dargelegt.

**Artikel 6** legt die Merkmale von Dual Pricing fest. Darin werden die Berechnungsmethode für dieses Liquiditätsmanagement-Instrument und die Elemente, die bei seiner Aktivierung zu berücksichtigen sind, dargelegt.

**Artikel 7** legt die Merkmale der Verwässerungsschutzgebühr fest. Darin wird die Methode zur Berechnung der Gebühr und zur Aktivierung dieses Liquiditätsmanagement-Instruments dargelegt.

**Artikel 8** legt die Merkmale der Sachauskehr fest. Darin werden die Mechanismen zur Aktivierung dieses Instruments dargelegt. Ferner wird klargestellt, dass der von börsengehandelten AIF im Rahmen ihrer regulären Handelsaktivitäten genutzte Mechanismus der Sachauskehr nicht als Aktivierung dieses Liquiditätsmanagement-Instruments anzusehen ist.

**Artikel 9** legt die Merkmale der Abspaltung illiquider Anlagen („Side Pockets“) fest. Darin werden die verschiedenen Arten von Side Pockets und die Mechanismen für ihre Aktivierung dargelegt.

**Artikel 10** legt einen Übergangszeitraum für die Anwendung dieser Verordnung für AIF fest, die vor dem 16. April 2026 aufgelegt wurden.

# DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) .../... DER KOMMISSION

vom 17.11.2025

## zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards zur Festlegung der Merkmale von Liquiditätsmanagement-Instrumenten

(Text von Bedeutung für den EWR)

DIE EUROPÄISCHE KOMMISSION —

gestützt auf den Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union,

gestützt auf die 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<sup>3</sup>, insbesondere auf Artikel 16 Absatz 2i Unterabsatz 2,

in Erwägung nachstehender Gründe:

- (1) Um die Anleger zu schützen und Spillover-Effekte einzudämmen, sollte eine Aussetzung von Zeichnungen, Rückkäufen und Rücknahmen gleichzeitig und für denselben Zeitraum gelten.
- (2) Zum Schutz bestehender Anleger und zur Steuerung des Zuflusses neuer Anlagen in einen AIF sollte ein AIFM die Möglichkeit haben, Zeichnungen zu beschränken und zugleich Rückkäufe und Rücknahmen durch bestehende Anleger weiterhin zuzulassen („Soft Closure“). Eine solche Vorgehensweise sollte jedoch nicht als Liquiditätsmanagement-Instrument im Sinne von Anhang V der Richtlinie 2011/61/EU angesehen werden, da sie nicht dazu dient, Liquiditätsrisiken zu steuern oder dem Rückgabedruck unter angespannten Marktbedingungen zu begegnen.
- (3) Unter Berücksichtigung der Anlageziele und der Rücknahmepolitik eines AIF sollte der Schwellenwert für die Aktivierung einer Rücknahmebeschränkung entweder auf der Ebene des AIF („Beschränkung auf Fondsebene“) oder auf der Ebene der Anleger („Beschränkung auf Anlegerebene“) oder als Kombination aus beidem festgelegt werden. In Übereinstimmung mit den Leitlinien der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden für das Liquiditätsrisikomanagement offener Fonds<sup>4</sup> sollte bei der Festlegung des Schwellenwerts für die Aktivierung einer Beschränkung auf Fondsebene die Summe der Netto- oder Brutto-Rücknahmeaufträge auf Ebene des AIF für einen bestimmten Handelstag oder einen bestimmten Zeitraum berücksichtigt werden. Darüber hinaus sollte der Aktivierungsschwellenwert als Prozentsatz des Nettoinventarwerts des AIF, als monetärer Wert, als Prozentsatz der flüssigen Mittel gemäß Artikel 50 Absatz 1 der

---

<sup>3</sup> ABl. L 174 vom 1.7.2011, S. 1, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>.

<sup>4</sup> IOSCO, Guidance for Open-ended Funds for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management, Mai 2025, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD799.pdf>.

Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>5</sup> oder als Kombination der oben genannten Werte ausgedrückt werden. Um den durch einen möglichen First-Mover-Advantage entstehenden Anlegerschutzbedenken entgegenzuwirken und um offene AIF mit einer begrenzten Zahl professioneller Anleger zu berücksichtigen, sollte der Schwellenwert für die Aktivierung einer Rücknahmebeschränkung auf Anlegerebene die individuellen Rücknahmeaufträge jedes Anlegers im AIF berücksichtigen und entweder als Prozentsatz der Beteiligung eines Anlegers am AIF oder als Prozentsatz des Nettoinventarwerts des AIF ausgedrückt und mit dem Rücknahmeauftrag dieses Anlegers verglichen werden. Wird der Schwellenwert für die Aktivierung überschritten, sollte ein AIFM unter Berücksichtigung der Liquidität des AIF, der Marktbedingungen und der Interessen der Anleger entscheiden können, ob er Rücknahmebeschränkungen aktiviert oder weiterhin Rücknahmeaufträge ausführt.

- (4) Sofern dies den Anlagezielen und der Rücknahmepolitik des AIF vereinbar ist, sollte ein AIFM eine kombinierte Rücknahmebeschränkung aktivieren können, die sowohl Elemente einer Rücknahmebeschränkung auf Anlegerebene als auch auf Fondsebene umfasst.
- (5) Um eine faire Behandlung der Anleger zu gewährleisten, sollte ein AIFM bei der Aktivierung von Rücknahmebeschränkungen die Möglichkeit haben, bei dem nicht ausgeführten Teil der Rücknahmeaufträge nach vorher festgelegten, den Anlegern mitgeteilten Bedingungen zu verfahren. Diese können unter anderem die automatische Übertragung des nicht ausgeführten Teils der Rücknahmeaufträge auf den folgenden Handelstag mit oder ohne Vorrang vor Rücknahmeaufträgen, die zu einem späteren Handelstag eingereicht wurden, oder die Stornierung dieser nicht ausgeführten Rücknahmeaufträge umfassen.
- (6) Um die Anleger zu schützen und die Marktstabilität in angespannten Phasen oder bei ungewöhnlichen Rückgabeaktivitäten zu wahren, kann ein AIFM die Verlängerung der Kündigungsfristen aktivieren. Je nach Anlageziel und Rücknahmepolitik des AIF kann diese Verlängerung der Kündigungsfrist eine bestimmte Anzahl von Tagen, Wochen oder Monaten betragen oder auf einen konkreten Termin vor dem Rücknahmedatum festgelegt sein. Sofern dies mit der Anlagestrategie und der Rücknahmepolitik des AIF vereinbar ist, kann die Mindestkündigungsfrist, die Anleger bei der Rückgabe ihrer Anteile einem AIF einräumen müssen, gleich Null sein. In diesem Fall sollte der AIFM dennoch die Möglichkeit haben, eine Verlängerung der Kündigungsfristen zu beschließen und gegebenenfalls zu aktivieren, indem er die Kündigungsfrist über die null Tage betragende Kündigungsfrist hinaus verlängert.
- (7) Da der Abwicklungsprozess in der Regel nicht durch den AIFM kontrolliert wird, sollte dieser Prozess auch nicht in die verlängerte Kündigungsfrist einbezogen werden.
- (8) Um die Anleger zu schützen, sollte die Verlängerung der Kündigungsfristen keine Auswirkungen auf die Rücknahmehäufigkeit des AIF haben.
- (9) In Übereinstimmung mit den Leitlinien der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden für das Liquiditätsrisikomanagement offener Fonds und um sicherzustellen, dass die bestehenden oder verbleibenden Anleger eines AIF nicht durch die durch Zeichnungen und Rückgaben verursachten Liquiditätskosten benachteiligt werden, sollten die Liquiditätskosten den zeichnenden und rückgebenden Anlegern auferlegt werden und zwar durch Liquiditätsmanagement-Instrumente zum Verwässerungsschutz, d. h. durch

---

<sup>5</sup> 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, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj>).

Rückgabegebühren, Swing Pricing, Dual Pricing und Verwässerungsschutzgebühren. Die Liquiditätskosten setzen sich aus expliziten und impliziten Transaktionskosten für Zeichnungen oder Rücknahmen zusammen und schließen auch etwaige erhebliche Auswirkungen auf den Markt ein. Bei der Aktivierung eines Liquiditätsmanagement-Instruments zum Verwässerungsschutz sollte ein AIFM die geschätzten expliziten Transaktionskosten berücksichtigen. Soweit dies mit der Anlagestrategie des AIF vereinbar ist, sollte der AIFM auch die impliziten Transaktionskosten berücksichtigen, einschließlich etwaiger erheblicher Marktauswirkungen von Vermögenswertkäufen oder -verkäufen, die zur Erfüllung von Rücknahmeaufträgen getätigt werden. Um der Vielfalt der zugrunde liegenden Vermögenswerte von AIF Rechnung zu tragen, sollten die Transaktionskosten, für die keine bzw. keine verlässlichen Informationen zur Berechnung der impliziten Transaktionskosten, einschließlich erheblicher Auswirkungen auf den Markt, verfügbar sind, bestmöglich geschätzt werden.

- (10) Um die durch die Auszahlung von Anlegern verursachten Liquiditätskosten zu decken, sollten die Rückgabegebühren von den Anteilsinhabern bzw. -eignern bei der Rückgabe ihrer Anteile an den AIF gezahlt werden. Werden Rückgabegebühren erhoben, sollte ein AIFM diese von dem an die rückgebenden Anleger ausgezahlten Betrag abziehen können.
- (11) Als Merkmal des Swing Pricing sollte ein AIFM einen Swing-Faktor festlegen, der zur Anpassung des Nettoinventarwerts der Anteile des von ihm verwalteten AIF verwendet wird. Um sicherzustellen, dass alle zeichnenden und rückgebenden Anleger beim Kauf oder der Rückgabe von Anteilen eines AIF denselben Preis zahlen oder erhalten, sollte der veröffentlichte Nettoinventarwert der Anteile dieses AIF der Nettoinventarwert nach Anwendung des Swing-Faktors sein.
- (12) Um eine faire Behandlung der Anleger zu gewährleisten und die Verwässerungseffekte aufgrund von Transaktionskosten, die durch Zeichnungen oder Rückgaben durch Anleger entstehen, zu mindern, sollte ein AIFM bei der Anwendung von Swing Pricing das Recht haben, den Nettoinventarwert der Anteile des von ihm verwalteten AIF an jedem Handelstag anzupassen (allgemein als „Full Swing“ bezeichnet) oder nur dann, wenn die Nettozeichnungen oder -rückgaben einen vorab festgelegten Schwellenwert überschreiten (allgemein als „Partial Swing“ bezeichnet). Bei beiden Arten von Swing Pricing wird die Richtung (d. h. ob der Swing-Faktor zum Nettoinventarwert der Anteile des AIF addiert oder davon abgezogen wird) durch die Nettokapitalaktivität am Handelstag bestimmt. Für einen bestimmten Handelstag mit Netto-Zeichnungen sollte daher der Swing-Faktor zum Nettoinventarwert der Anteile des AIF hinzugerechnet werden, der nach oben angepasst wird. Im umgekehrten Fall, d. h. für einen bestimmten Handelstag mit Netto-Rückgaben, sollte ein Swing-Faktor vom Nettoinventarwert der Anteile des AIF abgezogen werden, der somit nach unten angepasst wird. Um eine faire Behandlung der Anleger zu gewährleisten und die Anwendung des Swing Pricing sowohl unter normalen als auch unter angespannten Marktbedingungen zu erleichtern, sollte ein AIFM bei beiden Arten von Swing Pricing entscheiden können, ob er einen einzigen Swing-Faktor oder vom Umfang der Nettokapitalaktivitäten abhängige Swing-Faktoren anwendet (allgemein als „gestaffelter Ansatz“ bezeichnet) oder ob er andere Möglichkeiten, einschließlich gemischter Ansätze, nutzen möchte.
- (13) Die Merkmale des Dual Pricing sollten die Berechnungsmethode widerspiegeln. Um der Vielfalt der Anlagestrategien und Rücknahmebedingungen Rechnung zu tragen und im Einklang mit internationalen Empfehlungen sollte ein AIFM zwei alternative Berechnungsmethoden für das Dual Pricing in Betracht ziehen, indem er entweder zwei unterschiedliche Nettoinventarwerte unter Einbeziehung der Geld- und Briefkurse der

Vermögenswerte berechnet oder einen anpassbaren Spread in Bezug auf den Nettoinventarwert seiner Anteile festlegt.

- (14) Um die verbleibenden Anleger des AIF vor den Verwässerungseffekten potenziell großer Zeichnungen oder Rückgaben zu schützen, sollte ein AIFM, der die Verwässerungsschutzgebühr aktiviert, diese Gebühr bei Netto-Rückgaben auf die rückgebenden Anleger und bei Netto-Zeichnungen auf die zeichnenden Anleger anwenden.
- (15) Um zu verhindern, dass als Reaktion auf Rücknahmeaufträge große Wertpapierpakete verkauft werden müssen, sollte ein AIFM die Sachauskehr aktivieren können, wenn ein solcher Verkauf mit hoher Wahrscheinlichkeit erhebliche Transaktionskosten und Auswirkungen auf den Marktpreis für die Anteilseigner oder -inhaber des von ihm verwalteten AIF zur Folge hätte.
- (16) Zugelassene Teilnehmer und Market-Maker im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nummer 7 der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>6</sup> erfüllen wesentliche Funktionen im Tagesgeschäft börsengehandelter AIF. Zu den Aufgaben zugelassener Teilnehmer und Market-Maker gehören der Erwerb oder Verkauf von Anteilen eines börsengehandelten AIF auf dem Sekundärmarkt, die Unterstützung des AIFM des börsengehandelten AIF bei der Ausführung von Aufträgen sowie die Gewährleistung einer kontinuierlichen Liquidität und eines kontinuierlichen Handels auf dem Sekundärmarkt. Im Rahmen der regulären Handelsaktivitäten eines börsengehandelten AIF sollte die vollständige oder teilweise Lieferung der zugrunde liegenden Wertpapiere, die vom börsengehandelten AIF oder in dessen Auftrag gehalten werden, an zugelassene Teilnehmer und Market-Maker zur Erfüllung von Rücknahmeaufträgen nicht als Aktivierung des Liquiditätsmanagement-Instruments der Sachauskehr im Sinne von Anhang V Punkt 8 der Richtlinie 2011/61/EU angesehen werden, da eine solche Transaktion nicht dem Liquiditätsmanagement des Portfolios eines börsengehandelten AIF dient.
- (17) Um Liquiditätsrisiken im Zusammenhang mit Vermögenswerten des AIF zu mindern, deren wirtschaftliche oder rechtliche Merkmale sich aufgrund außergewöhnlicher Umstände erheblich verändert haben oder unklar geworden sind, sollte ein AIFM die Möglichkeit haben, durch buchmäßige oder physische Trennung Side Pockets zu aktivieren.
- (18) Liegt es im besten Interesse des AIF und seiner Anleger, die Side Pocket innerhalb der bestehenden Fondsstruktur zu belassen, so sollte ein AIFM die Möglichkeit haben, durch buchmäßige Trennung eine Side Pocket zu schaffen. In diesem Fall sollten Vermögenswerte, deren wirtschaftliche oder rechtliche Merkmale sich aufgrund außergewöhnlicher Umstände erheblich verändert haben oder unklar geworden sind, einer speziellen Anteilsklasse des AIF zugeordnet werden.
- (19) Liegt es im besten Interesse des AIF, die Vermögenswerte, deren wirtschaftliche oder rechtliche Merkmale sich aufgrund außergewöhnlicher Umstände erheblich verändert haben oder unklar geworden sind, zu isolieren, so sollte ein AIFM die Möglichkeit haben, durch physische Trennung eine Side Pocket zu aktivieren. In diesem Fall sollten die betroffenen Vermögenswerte entweder im ursprünglichen AIF verbleiben oder auf einen neuen AIF übertragen werden.
- (20) Um die Anleger zu schützen und das Risiko eines Übergreifens auf die übrigen AIF zu mindern, sollten Side Pockets für Zeichnungen, Rückkäufe und Rücknahmen geschlossen

---

<sup>6</sup> Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 349, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>).

werden. Im Interesse der Anleger sollte ein AIFM jedoch unabhängig davon, ob die Side Pocket durch buchmäßige oder physische Trennung geschaffen wurde, die Möglichkeit haben, die Side Pocket im Namen des von ihm verwalteten AIF zu veräußern oder zu liquidieren und die Erlöse an die Endanleger entsprechend dem Verhältnis ihrer Beteiligung an der Side Pocket auszuschütten.

- (21) Um Rechtssicherheit und Kohärenz mit der Richtlinie 2011/61/EU zu gewährleisten, sollte die vorliegende Verordnung für AIF, die nach dem Geltungsbeginn dieser Verordnung aufgelegt werden, ab dem 16. April 2026 gelten. Damit die ausgewählten Liquiditätsmanagement-Instrumente aktiviert werden können, würde die Einhaltung dieser Verordnung Änderungen an den Fondsunterlagen und eine Aktualisierung der bestehenden Prozesse sowie der technischen Infrastruktur von AIFM und AIF erfordern. Für AIF, die vor Inkrafttreten dieser Verordnung aufgelegt wurden, sollte deshalb eine Übergangsfrist von einem Jahr vorgesehen werden, damit diese sich an die neuen Regelungen anpassen können. Doch sollten diese AIF sich auch dafür entscheiden können, dieser Verordnung ab ihrem Geltungsbeginn, d. h. ab dem 16. April 2026, zu unterliegen.
- (22) Die vorliegende Verordnung beruht auf dem Entwurf technischer Regulierungsstandards, der der Kommission von der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde übermittelt wurde.
- (23) Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde hat zu diesem Entwurf eine öffentliche Konsultation durchgeführt, die damit verbundenen potenziellen Kosten- und Nutzeneffekte analysiert und die Stellungnahme der nach Artikel 37 der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>7</sup> eingesetzten Interessengruppe Wertpapiere und Wertpapiermärkte eingeholt —

HAT FOLGENDE VERORDNUNG ERLASSEN:

#### *Artikel 1*

#### ***Aussetzung von Zeichnungen, Rückkäufen und Rücknahmen***

- (1) Ein AIFM muss Zeichnungen, Rückkäufe und Rücknahmen gleichzeitig, für denselben Zeitraum und für alle Anleger des AIF aussetzen.  
Ein AIFM darf Rücknahmen nicht aussetzen, ohne gleichzeitig auch Zeichnungen und Rückkäufe auszusetzen.
- (2) Eine Aussetzung von Zeichnungen, Rückkäufen und Rücknahmen muss zeitlich begrenzt sein und sich ausschließlich auf den Zeitraum beschränken, der zur Bewältigung der außergewöhnlichen Umstände, die diese Aussetzung rechtfertigen, erforderlich ist; sie darf nur angewendet werden, wenn sie unter Berücksichtigung der Interessen der Anleger hinreichend begründet ist.
- (3) Verfügt ein AIF über mehrere Anteilklassen, so gilt die Aussetzung der Zeichnungen, Rückkäufe und Rücknahmen für alle Anteilklassen dieses AIF.

---

<sup>7</sup> 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 (ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 84, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2010/1095/oj>).

*Artikel 2*  
**Rücknahmebeschränkungen**

- (1) Beschließt ein AIFM, Rücknahmebeschränkungen zu aktivieren, so muss er diese Rücknahmebeschränkungen einheitlich auf alle Anleger des AIF anwenden.
- (2) Für eine Rücknahmebeschränkung muss ein Schwellenwert für die Aktivierung festgelegt werden, unterhalb dessen die Rücknahmebeschränkung nicht aktiviert werden kann.  
Die Aktivierungsschwellenwert wird auf eine der folgenden Ebenen festgelegt:
  - a) auf der Ebene des AIF („Beschränkung auf Fondsebene“);
  - b) auf der Ebene der Anleger („Beschränkung auf Anlegerebene“);
  - c) eine Kombination von beidem.
- (3) Wird der Aktivierungsschwellenwert gemäß Absatz 2 Unterabsatz 2 Buchstabe a festgelegt, so beruht er auf den gesamten Netto- oder Brutto-Rücknahmeaufträgen des AIF, die für einen bestimmten Handelstag oder über einen bestimmten Zeitraum eingegangen sind, und wird wie folgt ausgedrückt:
  - a) als Anteil am Nettoinventarwert des AIF;
  - b) als monetärer Wert;
  - c) als Prozentsatz der flüssigen Mittel gemäß Artikel 50 Absatz 1 der Richtlinie 2009/65/EG;
  - d) als Kombination der Buchstaben a, b oder c.
- (4) Wird der Aktivierungsschwellenwert auf Anlegerebene gemäß Absatz 2 Unterabsatz 2 Buchstabe b festgelegt, so beruht er auf den individuellen Brutto-Rücknahmeaufträgen, die für einen bestimmten Handelstag oder über einen bestimmten Zeitraum von den jeweiligen Anteilsinhabern bzw. -eignern eingegangen sind, und wird wie folgt ausgedrückt:
  - a) als Prozentsatz der Beteiligung eines Anteilsinhabers bzw. -eigners am AIF;
  - b) als Anteil am Nettoinventarwert des AIF.
- (5) Beschließt ein AIFM, eine Rücknahmebeschränkung zu aktivieren, so muss er die Rücknahmeaufträge aller Anleger des AIF für einen bestimmten Handelstag anteilig in Höhe eines Betrags ausführen, der mindestens dem Schwellenwert für die Aktivierung entspricht.

*Artikel 3*  
**Verlängerung der Kündigungsfristen**

- (1) Die verlängerte Kündigungsfrist umfasst den Zeitraum zwischen dem Eingang des Rücknahmeauftrags beim AIFM und dessen Ausführung.  
Sie umfasst nicht die für die Abwicklung erforderliche Zeit.
- (2) Die Verlängerung der Kündigungsfrist hat keine Auswirkungen auf die Rücknahmehäufigkeit des AIF.

*Artikel 4*  
**Rückgabegebühren**

- (1) Die im Voraus festgelegte Bandbreite der Rückgabegebühren trägt den geschätzten expliziten Transaktionskosten Rechnung. Soweit dies mit der Anlagestrategie des AIF

vereinbar ist, sollte die im Voraus festgelegte Bandbreite der Rückgabegebühren auch den impliziten Transaktionskosten Rechnung tragen, einschließlich etwaiger erheblicher Auswirkungen des zur Erfüllung der Rücknahmeaufträge erfolgten Verkaufs von Vermögenswerten auf den Markt. Diese impliziten Transaktionskosten sind bestmöglich zu schätzen.

- (2) Die Rückgabegebühren werden entweder als Prozentsatz der Brutto-Rücknahmeaufträge oder als monetärer Wert oder als Kombination aus beidem angegeben. Die Höhe der Rückgabegebühren kann je nach Umfang des Rücknahmeauftrags variieren.
- (3) Für die Zwecke von Absatz 1 und der Artikel 5, 6 und 7 bezeichnet der Begriff „explizite Transaktionskosten“ Kosten, die einem AIF beim Erwerb oder Verkauf von Vermögenswerten direkt entstehen, deren Betrag stabil ist und die im Vorfeld der Transaktion quantifizierbar sind. Dazu gehören unter anderem Maklergebühren, Handelsabgaben, Steuern und Abwicklungsgebühren.

Implizite Transaktionskosten sind Kosten, die dem AIF beim Erwerb oder Verkauf von Vermögenswerten indirekt entstehen und sich in erster Linie aus dem Spread zwischen Geld- und Briefkurs sowie den Marktauswirkungen ergeben. Diese impliziten Transaktionskosten können je nach Art der zugrunde liegenden Vermögenswerte und Marktbedingungen variieren.

#### *Artikel 5* **Swing Pricing**

- (1) Der Swing-Faktor schließt die in Artikel 4 Absatz 3 Unterabsatz 1 genannten geschätzten expliziten Transaktionskosten ein. Soweit mit der Anlagestrategie des AIF vereinbar, schließt der Swing-Faktor auch die in Artikel 4 Absatz 3 Unterabsatz 2 genannten impliziten Transaktionskosten ein, samt etwaiger erheblicher Marktauswirkungen von Vermögenswertkäufen oder -verkäufen, die zur Erfüllung dieser Zeichnungs- oder Rücknahmeaufträge getätigt werden. Diese impliziten Transaktionskosten sind bestmöglich zu schätzen.
- (2) Der Swing-Faktor wird als Prozentsatz des Nettoinventarwerts der Anteile des AIF ausgedrückt.
- (3) Ein AIFM kann Swing Pricing anwenden, wenn eine Differenz zwischen den Rücknahmeaufträgen und den Zeichnungsaufträgen besteht („Full Swing“) oder wenn die Differenz einen vorab festgelegten Schwellenwert für die Aktivierung überschreitet („Partial Swing“). In jedem Falle gilt Folgendes:
  - a) Ergibt die Differenz zwischen den Rücknahmeaufträgen und den Zeichnungsaufträgen für einen bestimmten Handelstag Netto-Rücknahmen, so wird der Swing-Faktor vom Nettoinventarwert der Anteile des AIF abgezogen.
  - b) Ergibt die Differenz zwischen den Rücknahmeaufträgen und den Zeichnungsaufträgen für einen bestimmten Handelstag Netto-Zeichnungen, so wird der Swing-Faktor zum Nettoinventarwert der Anteile des AIF hinzugerechnet.
- (4) Swing Pricing kann verschiedene Swing-Faktoren umfassen, die unterschiedlichen Schwellenwerten für die Aktivierung entsprechen.

*Artikel 6*  
**Dual Pricing**

- (1) Aktiviert ein AIFM das Instrument des Dual Pricing, so verwendet er zu diesem Zweck eine der folgenden Berechnungsmethoden:
  - a) Berechnung von zwei Nettoinventarwerten:
    - i) einem Nettoinventarwert für Zeichnungen, der auf der Grundlage der Briefkurse der vom AIF gehaltenen Vermögenswerte ermittelt wird;
    - ii) einem Nettoinventarwert für Rücknahmen, der auf der Grundlage der Geldkurse der vom AIF gehaltenen Vermögenswerte ermittelt wird;
  - b) Berechnung eines einzigen Nettoinventarwerts für zeichnende und rückgebende Anleger.
- (2) Bei beiden in Absatz 1 genannten Berechnungsmethoden schließen die Liquiditätskosten, um die der Nettoinventarwert pro Anteil angepasst wird, die in Artikel 4 Absatz 3 Unterabsatz 1 genannten geschätzten expliziten Transaktionskosten ein. Soweit mit der Anlagestrategie des AIF vereinbar, schließen die Liquiditätskosten auch die in Artikel 4 Absatz 3 Unterabsatz 2 genannten impliziten Transaktionskosten ein, samt etwaiger erheblicher Marktauswirkungen von Vermögenswertkäufen oder -verkäufen, die zur Erfüllung dieser Zeichnungs- oder Rücknahmeaufträge getätigt werden. Diese impliziten Transaktionskosten sind bestmöglich zu schätzen.

*Artikel 7*  
**Verwässerungsschutzgebühr**

- (1) Verwässerungsschutzgebühren schließen die in Artikel 4 Absatz 3 Unterabsatz 1 genannten geschätzten expliziten Transaktionskosten ein. Soweit mit der Anlagestrategie des AIF vereinbar, schließen Verwässerungsschutzgebühren auch die in Artikel 4 Absatz 3 Unterabsatz 2 genannten impliziten Transaktionskosten ein, samt etwaiger erheblicher Marktauswirkungen von Vermögenswertkäufen oder -verkäufen, die zur Erfüllung dieser Zeichnungs- oder Rücknahmeaufträge getätigt werden. Diese impliziten Transaktionskosten sind bestmöglich zu schätzen.
- (2) Die Verwässerungsschutzgebühren werden ausgedrückt als
  - a) Prozentsatz der Zeichnungs- oder Rücknahmeaufträge;
  - b) monetärer Wert.
- (3) Ein AIFM kann Verwässerungsschutzgebühren aktivieren, wenn an einem bestimmten Handelstag
  - a) der Gesamtbetrag der Rücknahmeaufträge jenen der Zeichnungsaufträge übersteigt, was Netto-Rücknahmen zur Folge hat;
  - b) der Gesamtbetrag der Zeichnungsaufträge jenen der Rücknahmeaufträge übersteigt, was Netto-Zeichnungen zur Folge hat.

Für die Zwecke von Buchstabe a wird die Verwässerungsschutzgebühr von dem Betrag abgezogen, der an die rückgebenden Anleger ausgezahlt wird.

Für die Zwecke von Buchstabe b wird die Verwässerungsschutzgebühr den zeichnenden Anlegern in Rechnung gestellt.

*Artikel 8*  
**Sachauskehr**

- (1) Eine Sachauskehr entspricht der Übertragung von Vermögenswerten, die vom AIF gehalten werden, an die rückgebenden Anleger anstelle von Bargeld zur Erfüllung von Rücknahmeaufträgen. Die Übertragung von Vermögenswerten an Anleger kann direkt oder indirekt über Intermediäre erfolgen.
- (2) Im Rahmen der regulären Handelsaktivitäten eines börsengehandelten AIF ist die vollständige oder teilweise Lieferung der zugrunde liegenden Wertpapiere, die vom börsengehandelten AIF oder in dessen Auftrag gehalten werden, an einen zugelassenen Teilnehmer oder Market-Maker zur Erfüllung von Rücknahmeaufträgen nicht als Aktivierung der Sachauskehr im Sinne von Anhang V Punkt 8 der Richtlinie 2011/61/EU anzusehen.

*Artikel 9*  
**Abspaltung illiquider Anlagen (Side Pockets)**

- (1) Eine Side Pocket kann wie folgt ausgestaltet sein:
  - a) als spezifische Anteilsklasse des AIF, die speziell geschaffen wurde, um die buchmäßige Trennung der Vermögenswerte, deren wirtschaftliche oder rechtliche Merkmale sich aufgrund außergewöhnlicher Umstände erheblich verändert haben oder unklar geworden sind, von den anderen Vermögenswerten dieses AIF umzusetzen („buchmäßige Trennung“);
  - b) als separate Anteilsklasse des AIF, die speziell geschaffen wurde, um die Vermögenswerte, deren wirtschaftliche oder rechtliche Merkmale sich aufgrund außergewöhnlicher Umstände erheblich verändert haben oder unklar geworden sind, von den anderen Vermögenswerten dieses AIF zu trennen („physische Trennung“).
- (2) Für die Zwecke der in Absatz 1 Buchstabe a genannten Side Pocket werden Zeichnungen, Rückkäufe und Rücknahmen in anderen Anteilsklassen als der für die Side Pocket bestimmten Anteilsklasse auf der Grundlage des Nettoinventarwerts des AIF durchgeführt, der nach Ausschluss der Vermögenswerte, die der buchmäßigen Trennung unterliegen, berechnet wird.

Die Side-Pocket-Anteilsklasse wird für Zeichnungen, Rückkäufe und Rücknahmen geschlossen.
- (3) Aktiviert ein AIFM eine Side Pocket gemäß Absatz 1 Buchstabe b, so wird mit den Vermögenswerten, deren wirtschaftliche oder rechtliche Merkmale sich aufgrund außergewöhnlicher Umstände erheblich verändert haben oder unklar geworden sind, wie folgt verfahren:
  - a) Sie verbleiben im ursprünglichen AIF, während die übrigen Vermögenswerte auf einen neuen AIF übertragen oder durch Verschmelzung auf einen bestehenden AIF übertragen werden; oder
  - b) sie werden auf den neuen AIF übertragen, während die übrigen Vermögenswerte im ursprünglichen AIF verbleiben.

Die Side Pocket wird für Zeichnungen, Rückkäufe und Rücknahmen geschlossen.

Aktiviert ein AIFM eine Side Pocket gemäß Unterabsatz 1 Buchstabe a, so verwaltet er den neuen AIF im Einklang mit der Anlagestrategie des ursprünglichen AIF.

Aktiviert ein AIFM eine Side Pocket gemäß Unterabsatz 1 Buchstabe b, so verwaltet er den ursprünglichen AIF weiterhin im Einklang mit seiner bestehenden Anlagestrategie.

- (4) Bei der Einrichtung einer Side Pocket werden jedem Anleger Anteile der Side Pocket entsprechend seiner jeweiligen Beteiligung am ursprünglichen AIF zugeteilt.

*Artikel 10*

***Übergangsbestimmungen***

Bis zum 16. April 2027 gelten AIF, die vor dem 16. April 2026 aufgelegt wurden, als mit dieser Verordnung konform. Doch können sich diese AIF auch dafür entscheiden, ab dem 16. April 2026 dieser Verordnung zu unterliegen, sofern der AIFM diese Entscheidung den zuständigen Behörden seines Herkunftsmitgliedstaats mitteilt.

*Artikel 11*

***Inkrafttreten und Anwendung***

Diese Verordnung tritt am zwanzigsten Tag nach ihrer Veröffentlichung im *Amtsblatt der Europäischen Union* in Kraft.

Sie gilt ab dem 16. April 2026.

Diese Verordnung ist in allen ihren Teilen verbindlich und gilt unmittelbar in jedem Mitgliedstaat.

Brüssel, den 17.11.2025

*Für die Kommission*  
*Die Präsidentin*  
*Ursula VON DER LEYEN*