

IIWM-Paper No. 19

Schriftenreihe des IIWM

Institut für Immobilienwirtschaft und -management

August 2026

Jonas Braselmann

Lars Bernhard Schöne

Regulatorische Anforderungen und Instrumente für das Liquiditätsma- nagement offener Immobilienfonds



IIWM Institut für
Immobilienwirtschaft
und -management
TH Aschaffenburg

ISSN (print) 2568-4140

ISSN (online) 2568-5872

www.iiwm.de

Zitierempfehlung: **Brasermann, Jonas; Schöne, Lars Bernhard** (2026): Regulatorische Anforderungen und Instrumente für das Liquiditätsmanagement offener Immobilienfonds. In: IIWM (Hrsg.): IIWM-Paper No. 19, Aschaffenburg: IIWM Institut für Immobilienwirtschaft und -management, August 2026.

Impressum

ISSN (print) 2568-4140
ISSN (online) 2568-5872

Herausgeber:

IIWM Institut für Immobilienwirtschaft und -management
Technische Hochschule Aschaffenburg

Vertreten durch die Institutsleitung:

Prof. Dr.-Ing. Lars Bernhard Schöne

Prof. Dr. Verena Rock MRICS

Würzburger Straße 45

63743 Aschaffenburg

Tel.: +49(0)6021-4206-745

Web: www.iiwm.de

E-Mail: institutsleitung@iiwm.de

Redaktion:

Jonas Brasermann

c/o IIWM Institut für Immobilienwirtschaft und -management

Technische Hochschule Aschaffenburg

Würzburger Straße 45

63743 Aschaffenburg

Bilder:

Soweit nicht anders gekennzeichnet von der Technischen Hochschule Aschaffenburg.

Regulatorische Anforderungen und Instrumente für das Liquiditätsmanagement offener Immobilienfonds

Regulatory Requirements and the Use of Liquidity Management Tools for Open-Ended Real Estate Funds

Jonas Braselmann

Lars Bernhard Schöne

Zusammenfassung

Offene Immobilien-Publikumsfonds stehen vor einem besonderen Spannungsfeld: Anleger können ihre Anteile zurückgeben, während Immobilien nicht kurzfristig und ohne Weiteres veräußert werden können. Gerade bei steigenden Mittelabflüssen stellt sich deshalb die Frage, wie früh eine Kapitalverwaltungsgesellschaft reagieren sollte und welche Liquiditätsmanagement-Instrumente in welcher Situation sinnvoll sind. Mit der AIFMD II und ihrer Umsetzung in deutsches Recht wurde der regulatorische Rahmen für die Auswahl und den Einsatz solcher Instrumente nochmals erweitert. Dieses Arbeitspapier greift diese Entwicklung auf und entwickelt mit dem ELM-Modell einen Ansatz, der Liquiditätskennzahlen und Stresstests mit einer abgestuften Prüfung geeigneter Instrumente verbindet. Anhand eines modellhaften Referenzfonds wird gezeigt, wie sich zunehmender Rückgabedruck auf die Einordnung der Liquiditätslage auswirkt und wann sich der Prüfpfad bis hin zur Rücknahmebeschränkung verschärft.

Ziel ist es, die Entscheidung über einen möglichen Instrumenteneinsatz vorzubereiten und nachvollziehbarer zu machen, ohne die Entscheidung der Kapitalverwaltungsgesellschaft vorwegzunehmen.

Summary

Open-ended real estate retail funds face a particular tension: investors are able to redeem their shares, while real estate assets cannot be sold quickly or without difficulty. Especially in periods of increasing outflows, this raises the question of how early an asset management company should react and which liquidity management tools are appropriate in a given situation. With AIFMD II and its implementation into German law, the regulatory framework for the selection and use of such instruments has been further expanded.

This working paper addresses these developments and introduces the ELM model, an approach that links liquidity indicators and stress tests with a staged assessment of suitable instruments. Using a model reference fund, it illustrates how increasing redemption pressure affects the assessment of the liquidity situation and when the review process intensifies up to the consideration of redemption gates. The aim is to prepare decisions on the possible use of liquidity management tools and make them more transparent, without anticipating the final decision of the asset management company.

Vorwort

„Eine Investition in Wissen bringt noch immer die besten Zinsen.“ so Benjamin Franklin.

In diesem doppelten Sinne gilt es in Wissen zu investieren, seine Fähigkeit zu stärken, Chancen zu erkennen, nachhaltige Entscheidungen zu treffen und folglich die aktuellen Herausforderungen zu meistern. Letztere bestehen insbesondere in den schwierigen Rahmenbedingungen, die unsere Sachwerte und Produkte in der Immobilienwirtschaft negativ beeinflussen. Besonders betroffen sind aktuell die offenen Immobilienfonds.

Steigende Rückgaben setzen diese Produkte derzeit unter Druck, da ihre Immobilien nur mit wesentlichem zeitlichem Vorlauf veräußert werden können. In diesem Kontext hat in den vergangenen Jahren das Liquiditätsmanagement offener Immobilienfonds massiv an Bedeutung gewonnen. Gleichzeitig haben sich mit der AIFMD II und ihrer Umsetzung in deutsches Recht die regulatorischen Anforderungen an den Umgang mit Liquiditätsrisiken noch einmal verschärft.

Mit dem vorliegenden 19. IIWM-Paper greifen wir diese Entwicklung auf. Die Grundlage der Schrift ist die Masterarbeit von Herrn Jonas Braselmann im Studiengang Immobilienmanagement an der Technischen Hochschule Aschaffenburg. Im Rahmen der Arbeit wurde untersucht, welche regulatorischen Anforderungen für offene Immobilien-Publikumsfonds gelten und wie Liquiditätsmanagement-Instrumente in unterschiedlichen Belastungssituationen eingeordnet werden können.

Aus der Analyse der regulatorischen Vorgaben und Fachliteratur entstand das Eskalations- und Liquiditätsmanagementmodell (ELM-Modell). Es zeigt einen möglichen Weg, wie die Liquiditätslage eines Fonds beurteilt und die Prüfung geeigneter Instrumente daran ausgerichtet werden kann. Die Anwendung erfolgt an einem modellhaften Referenzfonds, der verschiedene Rückgabesituationen abbildet und die Funktionsweise des Modells nachvollziehbar macht.

In diesem Sinne sind die „Zinsen“ dieser Investition in Wissen um den offenen Immobilienfonds nicht nur finanzieller Natur, sondern zeigen sich auch in persönlicher oder institutioneller Entfaltung, Selbständigkeit und Zukunftsfähigkeit.

Wir hoffen, auch mit diesem IIWM-Paper einen Beitrag zur Diskussion über den zukünftigen Umgang mit Liquiditätsrisiken bei offenen Immobilienfonds zu leisten und zugleich einen Ansatz aufzuzeigen, der auch für die Praxis von Interesse sein kann. Abschließend dürfen wir zu Kommentaren und kritischen Anmerkungen einladen, die der Verbesserung des Themas und der Vervollständigung sowie Professionalisierung des Liquiditätsmanagements dienen.

Aschaffenburg, im August 2026

Jonas Braselmann

Lars Bernhard Schöne

Inhalt

Abkürzungen	VIII
Abbildungen	IX
Tabellenverzeichnis	X
1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Zielsetzung der Arbeit	1
1.3 Vorstellung der Forschungsfrage	2
1.4 These der Arbeit	3
1.5 Aufbau der Arbeit	3
2 Grundlagen und regulatorischer Rahmen des Liquiditätsmanagements offener Immobilien-Publikumsfonds	4
2.1 Grundlagen offener Immobilien-Publikumsfonds	4
2.1.1 Struktur- und Funktionsweise offener Immobilien-Publikumsfonds	4
2.1.2 Entstehung und Relevanz struktureller Liquiditätsrisiken	4
2.1.3 Zielkonflikt zwischen Anlegerschutz und Werterhalt	7
2.2 Regulatorische Entwicklung der Liquiditätssteuerung	7
2.2.1 Liquiditätssteuerung vor der KAGB-Reform	7
2.2.2 Neuordnung durch das KAGB seit 2013	8
2.2.3 Weiterentwicklung des KAGB seit 2020	9
2.2.4 Europäische Harmonisierung ab 2026 durch das AIFMD II	9
2.2.5 Anforderungen an Kapitalverwaltungsgesellschaften im Überblick	12
2.3 Liquiditätsmanagement-Tools	12
2.3.1 Begriff und Systematik der LMTs	12
2.3.2 Vorstellung der neun LMTs	13
2.3.3 Eignung der LMTs für offene Immobilien-Publikumsfonds	15
2.4 Liquiditätsstresstests als Steuerungsinstrument	16
2.4.1 Methodische Anforderungen und Szenarien	17
2.4.2 Kennzahlen und Grenzen von Stresstests	17

3 Methodik	19
3.1 Forschungsdesign und methodische Grundanlage	19
3.2 Material- und Quellenbasis	19
3.3 Analyselogik der Dokumentenanalyse	20
3.4 Deduktive Modellbildung	21
3.5 Szenarioanalyse und Fallanwendung	22
3.6 Güte und Grenzen des Vorgehens	22
4 Regelbasiertes Eskalations- und Liquiditätsmanagementmodell zur situationsabhängigen Prüfung und Zuordnung von LMTs	24
4.1 Architektur des ELM-Modells	26
4.2 Komponente 1: Monitoring, Stresstest und Eskalationsbestimmung	27
4.2.1 Indikatoren	27
4.2.2 Schwellenwertmatrix	28
4.2.3 Funktionsablauf und Ad-hoc-Stresstest	30
4.2.4 Konstellationsprinzip und Eskalationsstufen	31
4.3 Komponente 2: Instrumentenzuordnung und Eskalationsreihenfolge	32
4.3.1 Modellrelevante Auswahlinstrumente	33
4.3.2 Nachrangige Instrumente	34
4.3.3 Sonderinstrumente nach Anhang V Nr. 1 und Nr. 9	35
4.4 Komponente 3: Governance, operative Umsetzung und Rückkopplung	36
4.4.1 Monitoring-Blatt als Entscheidungsdokument	36
4.4.2 Rollen und Entscheidungsvorbereitung	36
4.4.3 Entscheidungslogik	37
4.4.4 Deaktivierung und Wirkungskontrolle	37
5 Anwendung des ELM-Modells auf einen modellhaften Referenzfonds	39
5.1 Konzeption und Abgrenzung des Referenzfalls	39
5.2 Übertragung der Modellarchitektur und Basiskennzahlen	40
5.3 Anwendung von Komponente 1: Monitoring der fünf Indikatoren	43
5.4 Ad-hoc-Stresstest bei isoliertem Rückgabeschock	45
5.5 Gesamtbeurteilung und Eskalationsentscheidung	47
5.6 Anwendung von Komponente 2: Fallbezogene Instrumentenprüfung	48
5.6.1 Instrumentenprüfung in Eskalationsstufe 2	49
5.6.2 Instrumentenprüfung in Eskalationsstufe 3	50
5.6.3 Nachrangige Instrumente und Sonderpfade	50

5.6.4	Einordnung und Prüfung der LMTs im Referenzfall	51
5.7	Anwendung von Komponente 3: Governance und Wirkungskontrolle	52
5.8	Anlegerwirkung und Zielkonflikt	53
5.9	Grenzen und Ergebnis der Fallanwendung	54
6	Auswertung der Ergebnisse und Ableitung von Handlungsempfehlungen	55
6.1	Ergebnisse der regulatorischen Entwicklungsperspektive	55
6.2	Ergebnisse der Instrumentenperspektive	55
6.3	Ergebnisse der Modellperspektive: Beurteilung der Eskalationslogik	56
6.4	Ergebnisse der Anwendungsperspektive: Beurteilung der Fallanwendung	57
6.5	Zentrale Handlungsempfehlungen	58
6.6	Wissenschaftlicher Beitrag	59
6.7	Grenzen und Validierungsbedarf	59
6.8	Beantwortung der Forschungsfragen und Prüfung der These	61
7	Fazit und Ausblick	62
	Literatur- und Quellenverzeichnis	63
	Anlagenverzeichnis	65

Abkürzungen

Abkürzung	Bedeutung
AIF	Alternativer Investmentfonds
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management
ELM	Eskalations- und Liquiditätsmanagementmodell
ESMA	European Securities and Markets Authority
FSB	Financial Stability Board
InvG	Investmentgesetz
IOSCO	Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KVG	Kapitalverwaltungsgesellschaft
LMT	Liquiditätsmanagement-Tool
LST	Liquiditätsstresstests
NAV	Nettoinventarwert / Nettofondsvermögen
NMA	Nettomittelaufkommen
OGAW	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
RCR	Redemption Coverage Ratio (Rücknahmedeckungsquote)

Abbildungen

Abbildung 1: Strukturelles Liquiditätsmismatch offener Immobilienfonds.	6
Abbildung 2: Überblick regulatorische Entwicklung der Liquiditätssteuerung.	7
Abbildung 3: Prozess der AIFMD-II-Umsetzung von EU-Ebene bis nationaler Praxis.	10
Abbildung 4: Systematik der LMTs offener AIF nach AIFMD II.	13
Abbildung 5: Eskalations- und Liquiditätsmanagementmodell zur situationsabhängigen Prüfung und Zuordnung von LMTs.	25
Abbildung 6: Komponente 2 des ELM-Modells: stufenbezogene Instrumentenprüfung.	33
Abbildung 7: Instrumentenfilter und Eskalationszuordnung.	33
Abbildung 8: Nachrangige Instrumente für offene Immobilien-Publikumsfonds.	34
Abbildung 9: Sonderinstrumente außerhalb der Mindestauswahl.	35
Abbildung 10: Fallbezogene Anwendung der ELM-Modellarchitektur auf den modellhaften Referenzfonds.	41
Abbildung 11: In Stufe 2 vorrangig zu prüfende Instrumente.	49
Abbildung 12: In Stufe 3 vorrangig zu prüfende Instrumente.	50

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Strukturelle Voreinordnung der LMTs für offene Immobilien-Publikumsfonds.	15
Tabelle 2: Überblick der Liquiditätsindikatoren.....	28
Tabelle 3: Schwellenwertmatrix des ELM-Modells.	29
Tabelle 4: Basisdaten und abgeleitete Kennzahlen des ELM-Referenzfonds Deutschland zum Modellstichtag.	43
Tabelle 5: Monitoring der fünf ELM-Indikatoren in der Ausgangslage.	44
Tabelle 6: RCR-Sensitivität bei konstant gehaltener freier Liquidität.	46
Tabelle 7: Indikatorbefunde der Szenarioanalyse und resultierende Eskalationsstufe.	47
Tabelle 8: Zuordnung der Fallkonstellationen zu Eskalationsstufen im modellhaften Referenzfall.	51
Tabelle 9: Fallbezogene Ausfüllung der Governance-Komponente.	53
Tabelle 10: Einordnung des erhöhten Stressszenarios.	56
Tabelle 11: Anwendungsbedingungen und ihre Grenzen.	60

1 Einleitung

1.1 Problemstellung

Offene Immobilien-Publikumsfonds verbinden langfristig gebundene Immobilienanlagen mit der Möglichkeit, Fondsanteile zurückzugeben. Daraus entsteht ein Grundproblem des Produkts: Anleger erwarten Rückgabefähigkeit, während die Immobilien im Fonds nur mit zeitlichem Vorlauf und nicht ohne Preisrisiko veräußert werden können. Im normalen Marktumfeld lässt sich dieses Spannungsverhältnis steuern. Bei erhöhtem Rückgabedruck kann es jedoch zu einem Liquiditätsproblem werden.¹

Die Finanzkrise 2008 machte diese Verwundbarkeit im deutschen Markt deutlich. Mehrere offene Immobilien-Publikumsfonds setzten damals die Anteilscheinrücknahme aus, einige wurden später abgewickelt.² Der regulatorische Rahmen wurde infolge der Fondskrise über mehrere Reformschritte verschärft und die Anforderungen an das Management offener Immobilienfonds wurden deutlich ausgeweitet.³ Seit der Zinswende 2021/2022 hat das Thema erneut an Bedeutung gewonnen. Steigende Zinsen belasten Immobilienbewertungen, erschweren die Finanzierung von Immobilientransaktionen und machen festverzinsliche Anlagen wieder attraktiver.⁴ Für offene Immobilien-Publikumsfonds haben sich damit die Marktbedingungen spürbar verändert. 2024 verzeichneten sie erstmals seit 2006 einen Netto-Mittelabfluss. Anleger gaben per saldo Anteile im Wert von rund 6 Mrd. Euro zurück.⁵ Anhaltende Mittelabflüsse erhöhen den Bedarf an einer vorausschauenden Liquiditätssteuerung des Fonds.⁶

Parallel wurde der europäische Rahmen erweitert. Mit der Richtlinie (EU) 2024/927 gelten seit dem 16. April 2026 erweiterte Anforderungen an Liquiditätsmanagement-Tools (kurz: LMTs). Welches Instrument, wann in Betracht kommt, hängt von der Situation des einzelnen Fonds ab. Die bestehenden Vorgaben und Praxishilfen bestimmen jedoch nicht eindeutig, ab welcher Belastung eine LMT-Prüfung erforderlich ist und wie Liquiditätskennzahlen, Stressannahmen und fondsspezifische Risiken dabei zusammenzuführen sind.

Hier setzt die Arbeit an. Sie entwickelt einen strukturierten Ansatz, der diese Größen zu einer Prüfsystematik verbindet.

1.2 Zielsetzung der Arbeit

Ziel der Arbeit ist es, die regulatorischen Rahmenbedingungen und die praktische Anschlussfähigkeit von Liquiditätsmanagement-Tools (LMTs) für offene Immobilien-Publikumsfonds in Deutschland zu analysieren. Der im Titel genannte Einsatz von Instrumenten bezeichnet dabei die strukturierte Prüfung und Vorbereitung eines möglichen LMT-Einsatzes.

Darauf aufbauend wird ein regelbasiertes Eskalations- und Liquiditätsmanagementmodell (kurz: ELM-Modell) entwickelt. Es soll Belastungssituationen anhand definierter Kennzahlen

¹ Vgl. Schöffel (2012) S. 255 f.

² Vgl. Schöffel (2012) S. 267 ff.

³ Vgl. Schöffel (2012) S. 267-270; Kuhn/Schlump (2019) S. 203 f.

⁴ Vgl. Scope Fund Analysis (2025) S. 9.

⁵ Vgl. Scope Fund Analysis (2025) S. 7.

⁶ Vgl. FSB (2023) S. 8 f.; ESMA (2026) Rn. 12-14.

und Stressannahmen einordnen, Eskalationsstufen ableiten und die jeweils vorrangig zu prüfenden LMTs benennen. Die Arbeit betrachtet das Liquiditätsmanagement im Hinblick auf die Fähigkeit offener Immobilien-Publikumsfonds, Rückgabeverlangen der Anleger zu bedienen. Die operative Ertragskraft des Fonds ist nicht Gegenstand der Untersuchung. Daraus ergeben sich vier Teilziele:

- 1. Regulatorische Einordnung:** Es ist zu klären, welche regulatorischen Anforderungen das Liquiditätsmanagement offener Immobilien-Publikumsfonds bestimmen und in welchem Verhältnis der nationale Rechtsrahmen und die Vorgaben der AIFMD II zueinander stehen.
- 2. Bewertung der LMTs:** Die unionsrechtlich vorgesehenen LMTs werden hinsichtlich ihrer Eignung für offene Immobilien-Publikumsfonds bewertet.
- 3. Entwicklung der Modellogik:** Aus der regulatorischen Analyse und der Instrumentenbewertung wird eine regelbasierte Entscheidungs- und Eskalationslogik abgeleitet. Sie soll die Priorisierung und Vorbereitung der bereits ausgewählten und operativ vorgehaltenen LMTs anhand nachvollziehbarer Kriterien strukturieren. Dadurch soll sie zu einer proaktiveren Vorbereitung eines möglichen LMT-Einsatzes beitragen und den zuständigen Entscheidungsgremien strukturierte Handlungsoptionen bereitstellen. Die Entscheidung über den tatsächlichen Einsatz eines Instruments verbleibt bei der Kapitalverwaltungsgesellschaft.
- 4. Konzeptionelle Plausibilisierung:** Die Modellogik wird anhand eines konstruierten Referenzfalls mit definierten Rückgabeszenarien auf ihre interne Nachvollziehbarkeit und die Funktionsweise der Eskalationslogik geprüft.

1.3 Vorstellung der Forschungsfrage

Die übergeordnete Forschungsfrage lautet:

Unter welchen regulatorischen Anforderungen und fondsspezifischen Voraussetzungen sind LMTs bei offenen Immobilien-Publikumsfonds in Deutschland geeignet, und wie lassen sich ihre situationsabhängige Prüfung und die Vorbereitung einer möglichen Aktivierung anhand von Liquiditätskennzahlen und einer Eskalationslogik strukturieren? Diese Frage wird durch vier Teilfragen konkretisiert:

Entwicklungsperspektive: Wie haben sich die regulatorischen Rahmenbedingungen für das Liquiditätsmanagement offener Immobilien-Publikumsfonds in Deutschland von der Phase vor 2013 über das KAGB-Regime bis zur AIFMD-II-Umsetzung ab 2026 entwickelt?

Instrumentenperspektive: Welche der unionsrechtlich vorgesehenen Liquiditätsmanagement-Tools sind für offene Immobilien-Publikumsfonds praktisch anschlussfähig?

Modellperspektive: Wie lässt sich aus der regulatorischen Analyse und der Bewertung der Instrumente ein regelbasiertes Eskalations- und Liquiditätsmanagementmodell ableiten, das Liquiditätsdaten, Stressannahmen, Eskalationsstufen und LMT-Prüfungen nachvollziehbar verbindet?

Anwendungsperspektive: Welche Erkenntnisse ergeben sich aus der modellhaften Anwendung des ELM-Modells anhand definierter Rückgabeszenarien eines Referenzfonds?

1.4 These der Arbeit

Die Verfügbarkeit von LMTs allein löst das strukturelle Liquiditätsproblem offener Immobilien-Publikumsfonds nicht. Die aufsichtsrechtlichen Vorgaben bestimmen die maßgebliche Belastungssituation nicht abschließend.

Daraus ergibt sich die These, dass ein regelbasiertes Eskalations- und Liquiditätsmanagementmodell diese Konkretisierungslücke innerhalb eines konzeptionellen Rahmens strukturieren und operationalisieren kann, indem es Kennzahlen und Stresstestergebnisse zu Eskalationsstufen zusammenführt und den Stufen geeignete LMTs zur vorrangigen Prüfung und Vorbereitung zuordnet.

1.5 Aufbau der Arbeit

Die Arbeit gliedert sich in sieben Kapitel.

Kapitel 1 erläutert Problemstellung, Zielsetzung, Forschungsfragen und Aufbau der Arbeit.

Kapitel 2 behandelt die fachlichen und regulatorischen Grundlagen des Liquiditätsmanagements offener Immobilien-Publikumsfonds in Deutschland. Zunächst werden Struktur und Risikoprofil dieses Fondstyps erläutert. Anschließend werden die regulatorische Entwicklung, die relevanten Liquiditätsmanagement-Tools und die Funktion von Liquiditätsstresstests eingeordnet. Die Untersuchung beschränkt sich auf offene Immobilien-Publikumsfonds in Deutschland.

Kapitel 3 stellt das methodische Vorgehen der Arbeit dar. Im Mittelpunkt steht die Analyse regulatorischer und fachlicher Dokumente, die Bewertung der unionsrechtlich vorgesehenen Liquiditätsmanagement-Tools sowie die Entwicklung eines modellhaften Referenzfalls mit abgestuften Rückgabeszenarien.

Kapitel 4 entwickelt das ELM-Modell. Es adressiert die in Kapitel 2 herausgearbeitete Konkretisierungslücke, indem es Liquiditätsindikatoren und Stresswerte zu Eskalationsstufen verdichtet und diese Stufen mit einer verhältnismäßigen LMT-Prüfung verbindet.

Kapitel 5 wendet die drei Komponenten des ELM-Modells auf einen modellhaften Referenzfonds an. Anhand definierter Eingangswerte und abgestufter Rückgabeszenarien wird die Funktionsweise der Monitoring-, Eskalations- und Instrumentenlogik nachvollzogen.

Kapitel 6 bündelt und diskutiert die zentralen Ergebnisse der Untersuchung, beantwortet die Forschungsfragen und arbeitet die Grenzen der Arbeit heraus.

Kapitel 7 schließt die Arbeit mit einem Fazit und einem Ausblick auf weiteren Forschungs- und Handlungsbedarf ab.

2 Grundlagen und regulatorischer Rahmen des Liquiditätsmanagements offener Immobilien-Publikumsfonds

Kapitel 2 legt die fachlichen und regulatorischen Grundlagen des Liquiditätsmanagements offener Immobilienfonds bei Anteilsrückgaben dar. Zunächst wird die Struktur offener Immobilien-Publikumsfonds und die daraus resultierenden Liquiditätsrisiken dargestellt. Darauf aufbauend arbeitet das Kapitel die regulatorische Entwicklung der Liquiditätssteuerung auf, ordnet die entscheidenden LMTs im Hinblick auf offene Immobilienfonds ein und erläutert die Funktion von Stresstests im Risikomanagement.

2.1 Grundlagen offener Immobilien-Publikumsfonds

2.1.1 Struktur- und Funktionsweise offener Immobilien-Publikumsfonds

Offene Immobilienfonds sind indirekte Anlagevehikel, bei denen die Mittel vieler Anleger in einem Investmentvermögen gebündelt und überwiegend in physische Immobilien investiert werden.⁷ Anleger erwerben Anteile an diesem Sondervermögen und erhalten Zugang zu einem professionell verwalteten, diversifizierten Immobilienportfolio, ohne einzelne Objekte direkt erwerben zu müssen.⁸

Gemäß § 92 Abs. 1 KAGB wird das Kapital der Anleger in einem Sondervermögen gehalten, das vom eigenen Vermögen der Kapitalverwaltungsgesellschaft (kurz: KVG) getrennt ist.

Eine KVG ist nach § 17 Abs. 1 KAGB ein Unternehmen, dessen Geschäftsbetrieb auf die Verwaltung von Investmentvermögen gerichtet ist. Die Verwaltung umfasst mindestens die Portfolioverwaltung oder das Risikomanagement für einen oder mehrere Fonds. Nach § 26 Abs. 1 KAGB handelt die KVG ehrlich und mit der gebotenen Sachkenntnis und Gewissenhaftigkeit sowie im besten Interesse des Investmentvermögens beziehungsweise seiner Anleger und der Integrität des Marktes.

Die Unterscheidung zwischen offenen Immobilien-Publikumsfonds und Immobilien-Spezialfonds ist wesentlich.

Publikumsfonds richten sich an einen breiten Anlegerkreis und sind auch Privatanlegern zugänglich.⁹ Spezial-AIF dürfen gemäß § 1 Abs. 6 KAGB nur von professionellen und semiprofessionellen Anlegern erworben werden. Die Arbeit konzentriert sich auf Publikumsfonds, weil das Rückgaberecht hier Privatanlegern offensteht und der Gesetzgeber gerade an diesen Fondstyp die maßgeblichen Schutz- und Steuerungsvorschriften geknüpft hat.

2.1.2 Entstehung und Relevanz struktureller Liquiditätsrisiken

Das Risikoprofil offener Immobilien-Publikumsfonds ergibt sich unmittelbar aus ihrer Konstruktion. Auf der Passivseite stehen Fondsanteile, auf der Aktivseite ein Portfolio aus Immobilien,

⁷ Vgl. Schöffel (2012) S. 255 f.

⁸ Vgl. Trübestein (2012a) S. 32.

⁹ Vgl. Schöffel (2012) S. 255; 271.

das sich nicht kurzfristig und nicht ohne Verlustrisiko veräußern lässt.¹⁰ Das liegt in den strukturellen Eigenschaften der Assetklasse. Immobilien sind standortgebunden und heterogen, ihre geringe Fungibilität begrenzt die Marktfähigkeit. Der Erwerb bindet zudem hohes Kapital über lange Zeiträume, und geeignete Objekte sind nur eingeschränkt verfügbar.¹¹ Diese Eigenschaften begrenzen die Veräußerbarkeit der Aktivseite.

Dem steht die *Funding Liquidity* des Fonds gegenüber, seine Fähigkeit, Rückgabeverlangen der Anleger aus verfügbaren Mitteln zu bedienen. Das strukturelle Liquiditätsproblem offener Immobilien-Publikumsfonds entsteht aus dem Zusammenspiel beider Ebenen: Die geringe Marktliquidität der Immobilien begrenzt, wie schnell sich Mittel beschaffen lassen, während die regulatorisch eingeräumte Rückgabemöglichkeit eine kurzfristige Mittelbereitstellung verlangt.

Ursache ist damit eine zeitliche Inkongruenz, nicht mangelnde Ertragskraft. Finanztheoretisch lässt sich diese Inkongruenz als strukturelles Liquiditätsmissverhältnis (*Maturity Mismatch*) fassen.¹²

Auch die seit 2013 geltenden Rückgabefristen beseitigen diesen Mismatch nicht vollständig, weil die Veräußerung von Immobilien zeit- und preisabhängig ist und sich nicht verlässlich innerhalb der regulatorischen Fristen realisieren lässt.¹³

In Phasen kontinuierlicher Mittelzuflüsse bleibt dieses Missverhältnis folgenlos, bei rückläufigem Nettomittelaufkommen (NMA) kann es dazu führen, dass Rückgaben nicht mehr bedient werden können und der Fonds geschlossen werden muss.¹⁴

Wer früh seine Anteile zurückgibt, erhält den regulären Rücknahmepreis. Wer wartet, trägt das Risiko, dass die Fondsliquidität sinkt und wertbelastende Verkäufe notwendig werden. Der FSB beschreibt diesen Anreizmechanismus als *First-Mover-Vorteil*: Früh rückgebende Anleger erhalten günstigere Konditionen als später rückgebende Anleger.¹⁵ Daraus kann eine *Run-Dynamik* entstehen: Frühe Rückgaben sind aus Sicht des Einzelnen nachvollziehbar, wirken auf den Fonds aber destabilisierend.¹⁶

Verstärkt wird dieses Risiko durch die Bewertungssystematik offener Immobilien-Publikumsfonds. Gemäß § 168 Abs. 1 KAGB ergibt sich der Wert eines Anteils aus der Teilung des Wertes des Investmentvermögens durch die Zahl der umlaufenden Anteile; der Wert des Investmentvermögens entspricht der Summe der Vermögensgegenstände abzüglich der Verbindlichkeiten.

Für Immobilien-Sondervermögen bestimmen § 250 Abs. 1 und § 251 Abs. 1 KAGB die Bewertung der Immobilien durch voneinander unabhängige externe Bewerter sowie die mindestens quartalsweise und anlassbezogene Wertermittlung. Der ermittelte Wert fließt nach § 168 Abs. 1 KAGB in die laufende Anteilwertermittlung ein.

¹⁰ Vgl. Karl (2012) S. 296. Der Beitrag behandelt österreichische offene Immobilienfonds. Die herangezogenen Strukturaussagen gelten unabhängig vom nationalen Rechtsrahmen.

¹¹ Vgl. Oertel (2019) S. 22-25.

¹² Vgl. FSB (2023) S. 5.

¹³ Vgl. Karl (2012) S. 296; Oertel (2019) S. 25 f.

¹⁴ Vgl. Schöffel (2012) S. 256.

¹⁵ Vgl. FSB (2023) S. 11.

¹⁶ Vgl. FSB (2023) S. 6.

Steigt der Rückgabedruck dennoch weiter und bleibt die Marktliquidität eingeschränkt, drohen Notverkäufe. Um kurzfristig Mittel zu beschaffen, müssen Immobilien unter Zeitdruck veräußert werden, was sich nur unterhalb des beizulegenden Zeitwerts realisieren lässt. Solche erzwungenen Verkäufe werden als *Fire Sales* bezeichnet.¹⁷ Das trifft nicht nur den Fonds, es belastet zugleich die verbleibende Anlegergemeinschaft.

Abbildung 1 veranschaulicht die Eskalationslogik vom strukturellen Liquiditätsmissverhältnis über den First-Mover-Vorteil und die Run-Dynamik bis hin zum Fire-Sale-Mechanismus.

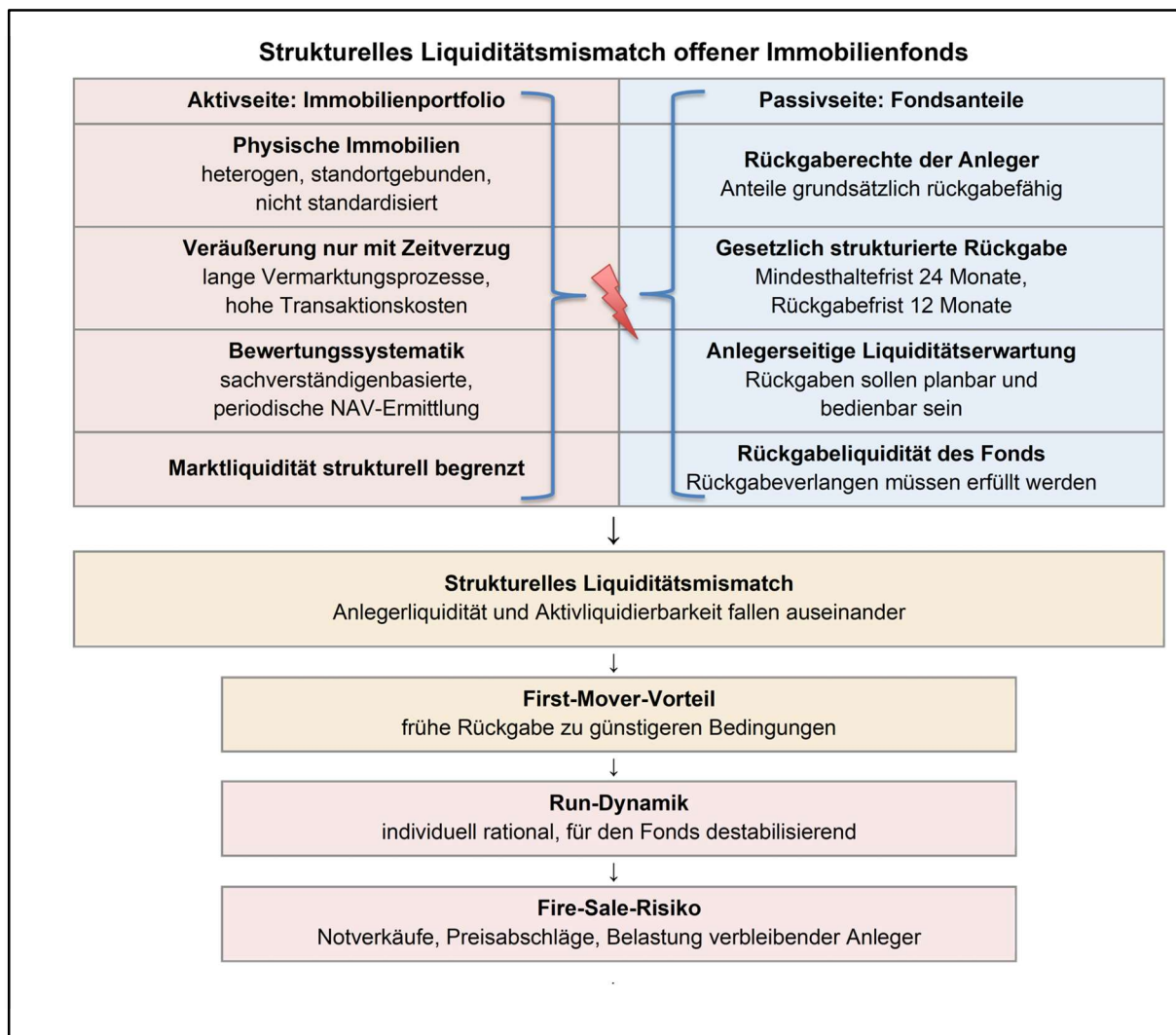


Abbildung 1: Strukturelles Liquiditätsmismatch offener Immobilienfonds.¹⁸

¹⁷ Vgl. Oertel (2019) S. 25 f.

¹⁸ In Anlehnung an Karl (2012) S. 296; FSB (2023) S. 5-11; Oertel (2019) S. 25 f.

2.1.3 Zielkonflikt zwischen Anlegerschutz und Werterhalt

Das strukturelle Liquiditätsrisiko offener Immobilien-Publikumsfonds erzeugt einen Zielkonflikt. Anleger haben ein legitimes Interesse an Sicherheit, Rentabilität und planbaren Rückgabemöglichkeiten ihrer Anlage.¹⁹ Eine zu weitgehende Rückgabeflexibilität kann den verbleibenden Anlegern schaden, wenn sie wertbelastende Verkäufe und Verwässerungseffekte nach sich zieht.

Nach § 26 Abs. 1 und Abs. 2 Nr. 6 KAGB hat die KVG im besten Interesse des Investmentvermögens beziehungsweise seiner Anleger zu handeln und alle Anleger fair zu behandeln. Sie muss daher die Rückgabeinteressen einzelner Anleger mit dem Schutz des Sondervermögens und der Gesamtheit der Anleger in Einklang bringen. Daraus ergibt sich die Notwendigkeit eines regulatorischen und steuerungsbezogenen Rahmens.

2.2 Regulatorische Entwicklung der Liquiditätssteuerung

Die Instrumente zur Liquiditätssteuerung offener Immobilien-Publikumsfonds haben sich über mehrere Jahrzehnte schrittweise entwickelt. Am Anfang stand ein Regelungsrahmen, der nur begrenzte Eingriffsmöglichkeiten kannte. Abbildung 2 gibt einen chronologischen Überblick über die wesentlichen Entwicklungsstufen.

Vor 2013	Seit 2013	Seit 2020	Ab 2026
InvG-Regime	KAGB-Reform	KAGB-Erweiterung	AIFMD II
Liquiditätspuffer und Rücknahmeaussetzung, ohne abgestuftes Instrumentarium	Liquiditätsmanagementsystem, Mindesthaltefrist, Rückgabefrist und Aussetzungspflicht	Rücknahmebeschränkung als weiteres Instrument zwischen Regelbetrieb und Aussetzung	Europäischer Harmonisierungsrahmen: Einsatz von mindestens zwei LMTs

Abbildung 2: Überblick regulatorische Entwicklung der Liquiditätssteuerung.²⁰

2.2.1 Liquiditätssteuerung vor der KAGB-Reform

Vor der Finanzkrise 2007/2008 stützte sich die Liquiditätssteuerung offener Immobilien-Publikumsfonds im Wesentlichen auf Liquiditätspuffer und interne Maßnahmen.²¹ Als äußerstes Instrument stand die Rücknahmeaussetzung zur Verfügung, die vorübergehende Aussetzung der Anteilsrücknahme durch die KVG.

Vor Einführung des Kapitalanlagegesetzbuchs (kurz: KAGB) bildete das Investmentgesetz (kurz: InvG) den Rechtsrahmen für offene Investmentvermögen in Deutschland.²²

Bis 2005 hatte das Segment weder eine Fondsschließung noch einen Fonds mit negativer Jahresperformance verzeichnet. Ab 2005 wurden die Schwächen dieses Rahmens sichtbar,

¹⁹ Vgl. Trübestein (2012a) S. 25.

²⁰ In Anlehnung an Schöffel (2012) S. 267-270, BVI/DK (2021) S. 1 sowie § 30a, § 98, § 255 und § 257 KAGB.

²¹ Vgl. Schöffel (2012) S. 255; 267.

²² Vgl. Schöffel (2012) S. 255.

als erste Mittelabflüsse einsetzten und sich in der Finanzkrise 2008 zuspitzten.²³ Infolge massiver Kapitalabzüge mussten mehrere Fonds die Anteilrücknahme aussetzen, bis 2010 wurden sieben Fonds liquidiert.²⁴ Die Krise machte deutlich, dass die Rücknahmeaussetzung das einzige verfügbare Steuerungsmittel unterhalb der Fondsauflösung war, der vollständigen Abwicklung und Liquidation des Sondervermögens.²⁵

2.2.2 Neuordnung durch das KAGB seit 2013

Mit dem Kapitalanlagegesetzbuch, das am 22. Juli 2013 in Kraft trat, wurde das bisherige InvG abgelöst. Das KAGB setzt die europäische Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (Alternative Investment Fund Managers Directive, kurz AIFMD) in deutsches Recht um und schafft einen einheitlichen Rechtsrahmen für die Verwaltung von Investmentvermögen in Deutschland.²⁶

Wesentliche Elemente der späteren Liquiditätssteuerung waren bereits durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz von 2011 vorbereitet worden, das erstmals Mindesthaltefristen und Kündigungsfristen einführte.²⁷ Das KAGB übernahm diese Regelungen und bettete sie in einen umfassenderen regulatorischen Rahmen ein. Nach § 30 Abs. 1 und 2 KAGB muss die KVG für jedes von ihr verwaltete Investmentvermögen ein angemessenes Liquiditätsmanagementsystem einrichten, die Liquiditätsrisiken überwachen und regelmäßig Liquiditätsstresstests durchführen. Für Immobilien-Sondervermögen treten zusätzliche Spezialregelungen hinzu. § 255 Abs. 3 und 4 KAGB ordnen eine Mindesthaltefrist von 24 Monaten und eine Rückgabefrist von zwölf Monaten an.

Nach § 253 Abs. 1 KAGB müssen mindestens 5 Prozent des Wertes des Sondervermögens für die Rücknahme von Anteilen verfügbar sein; zugleich dürfen insgesamt höchstens 49 Prozent des Fondsvermögens in den dort genannten Liquiditätsanlagen gehalten werden. Zudem besteht die Pflicht zu regelmäßigen Liquiditätsstresstests gemäß § 30 Abs. 2 KAGB.²⁸

§ 98 KAGB regelt die Rücknahme von Anteilen allgemein. Nach § 257 Abs. 1 KAGB hat die KVG die Rücknahme von Anteilen eines Immobilien-Sondervermögens auszusetzen, wenn die Bankguthaben und die Erlöse aus den nach § 253 Abs. 1 KAGB angelegten Mitteln nicht ausreichen oder nicht sogleich zur Verfügung stehen, um den Rücknahmepreis zu zahlen und die ordnungsgemäße laufende Bewirtschaftung sicherzustellen.

Das KAGB strukturierte die Liquiditätssteuerung offener Immobilienfonds deutlich stärker und zielte damit auf eine höhere Stabilität des Produkts.

²³ Vgl. Schöffel (2012) S. 267.

²⁴ Vgl. Trübestein (2012b) S. 447.

²⁵ Vgl. Schöffel (2012) S. 267 ff.

²⁶ Vgl. Kuhn/Schlump (2019) S. 206.

²⁷ Vgl. Schöffel (2012) S. 269 f.

²⁸ Vgl. BVI (2023) S. 2.

2.2.3 Weiterentwicklung des KAGB seit 2020

Mit der zum 28. März 2020 in Kraft getretenen Änderung des KAGB wurde das Instrumentarium des Liquiditätsmanagements erweitert. Seitdem stehen zusätzliche LMTs wie Rücknahmebeschränkungen, Swing Pricing und Rücknahmefristen zur Verfügung, die die Liquiditätssteuerung offener Investmentfonds verbessern sollen. Für die spätere Modelllogik ist die Rücknahmebeschränkung bedeutsam, weil sie einen abgestuften Eingriff zwischen regulärem Fondsbetrieb und vollständiger Rücknahmeaussetzung ermöglicht.²⁹ Die einzelnen LMTs und ihre Eignung für offene Immobilienfonds werden in Abschnitt 2.3 näher dargestellt.

2.2.4 Europäische Harmonisierung ab 2026 durch das AIFMD II

Den unionsrechtlichen Rahmen bildet die Richtlinie 2011/61/EU (AIFMD) in der durch die Richtlinie (EU) 2024/927 geänderten Fassung. Diese geänderte Fassung wird im Folgenden als AIFMD II bezeichnet. Auf die neuen und geänderten Vorschriften der AIFMD wird daher einheitlich unter der Bezeichnung AIFMD II Bezug genommen. Die Bezeichnung Richtlinie (EU) 2024/927 wird dagegen nur verwendet, wenn ausdrücklich der Änderungsrechtsakt selbst gemeint ist, etwa bei Aussagen zu seinem Erlass, seiner Umsetzungsfrist oder seiner Änderungswirkung. Diese Unterscheidung ist erforderlich, weil die Richtlinie (EU) 2024/927 neben der AIFMD auch die OGAW-Richtlinie 2009/65/EG ändert.

Nach Erwägungsgrund 33 der Richtlinie (EU) 2024/927 sollen die harmonisierte Verfügbarkeit und Nutzung von LMTs den Anlegerschutz und die Finanzstabilität stärken. Für deutsche offene Immobilienfonds bleibt das KAGB die zentrale Rechtsgrundlage.

Die unionsrechtlichen Vorgaben wurden durch das Fondsrisikobegrenzungs-gesetz in das KAGB überführt und erweitern den bestehenden nationalen Rahmen. Es entsteht ein abgestuftes Regelungsgefüge aus unionsrechtlichen Vorgaben, europäischer Konkretisierung und nationaler Umsetzung. Abbildung 3 fasst diese Entwicklung zusammen.

²⁹ Vgl. BVI/DK (2021) S. 1.

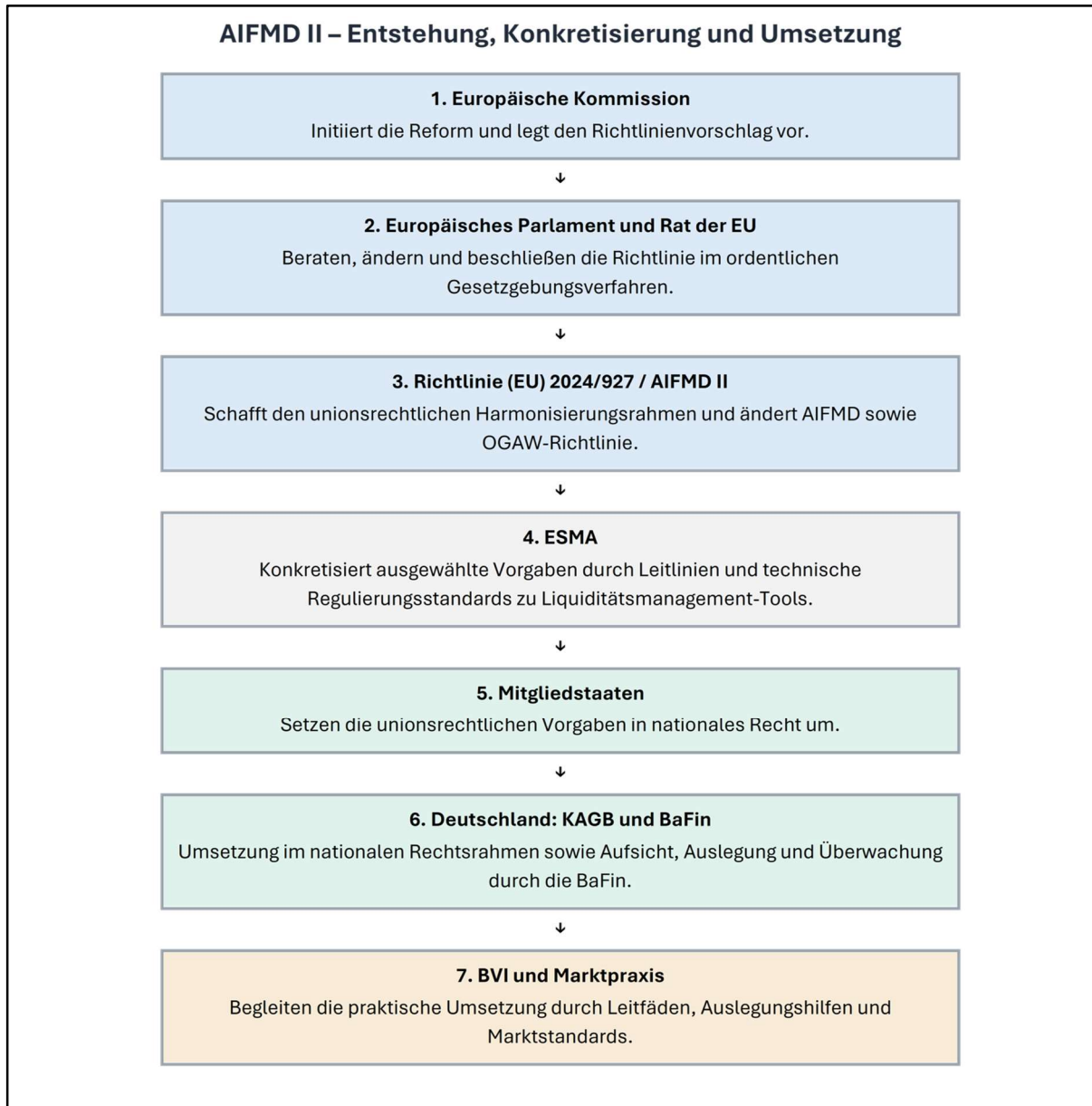


Abbildung 3: Prozess der AIFMD-II-Umsetzung von EU-Ebene bis nationaler Praxis.³⁰

AIFMD II - Auswahlpflicht und Instrumentenkatalog: Kernnorm für offene Immobilien-Publikumsfonds ist Art. 16 Abs. 2b AIFMD II.

Danach hat die KVG für jeden verwalteten offenen AIF mindestens zwei geeignete LMTs aus Anhang V Nr. 2 bis 8 auszuwählen. Die Eignung ist anhand der Anlagestrategie, des Liquiditätsprofils und der Rücknahmepolitik des Fonds zu beurteilen. Anhang V AIFMD II enthält insgesamt neun Liquiditätsmanagement-Instrumente. Der unionsrechtliche Instrumentenkatalog nach Anhang V AIFMD II ist in Anlage A1 dokumentiert.

³⁰ In Anlehnung an Richtlinie (EU) 2024/927, des Fondsrisikobegrenzungsgesetzes vom 9. April 2026 (BGBl. 2026 I Nr. 97) und ESMA (2026) Rn. 12-14.

Technische Konkretisierung: Die Delegierte Verordnung (EU) 2026/465 der Kommission vom 17. November 2025 ergänzt die Richtlinie 2011/61/EU hinsichtlich technischer Regulierungsstandards zur Spezifizierung der Merkmale von LMTs.

Die ESMA-Leitlinien vom 12.03.2026 ergänzen diesen technischen Rahmen um aufsichtliche Vorgaben zur Auswahl, Kalibrierung, Aktivierung und Deaktivierung.³¹ Als Auswahlkriterien nennen sie unter anderem Rechtsstruktur, Anlagestrategie, Rücknahmebedingungen, Liquiditätsprofil, Stresstestergebnisse, Anlegerstruktur und operative Umsetzbarkeit.³² Für AIF, die vor dem 16. April 2026 aufgelegt wurden, sieht Art. 10 der Delegierten Verordnung (EU) 2026/465 eine Übergangsregelung bis zum 16. April 2027 vor. Bis zu diesem Zeitpunkt gelten sie als mit der Verordnung konform. Die Übergangsfrist trägt dem Anpassungsbedarf bei den Fondsunterlagen, den bestehenden Prozessen und der technischen Infrastruktur.

Nationale Umsetzung durch das Fondsriskobegrenzungs-gesetz: Die Umsetzungsfrist der Richtlinie endete am 16. April 2026. Der BVI hatte in seiner Stellungnahme zum Regierungsentwurf eine 1:1-Umsetzung der EU-Vorgaben gefordert und auf den engen Umsetzungszeitraum sowie auf die operativen Anpassungen in der Prozesskette aus KVG und Verwahrstelle hingewiesen.³³

§ 30a Abs. 1 KAGB überführt die unionsrechtliche Auswahlpflicht in deutsches Recht und verpflichtet die KVG, für jedes verwaltete offene Investmentvermögen mindestens zwei geeignete LMTs auszuwählen.

Nach § 30a Abs. 1 und 2 KAGB zählen die Aussetzung der Rücknahme und die Abspaltung illiquider Anlagen nicht zur Mindestauswahl; außerdem darf die Auswahl nicht ausschließlich aus Swing Pricing und Dual Pricing bestehen.

Nach § 98 Abs. 2 und 5 KAGB stehen die Rücknahmeaussetzung und die Abspaltung illiquider Anlagen als Eingriffsinstrumente für außergewöhnliche Fälle zur Verfügung.

Für offene Immobilien-Sondervermögen modifiziert das Fondsriskobegrenzungs-gesetz darüber hinaus zwei fondstypbezogene Regelungen.

Erstens ordnet § 255 Abs. 5 KAGB eine Erfüllungsfiktion an. Die verlängerte Rückgabefrist ist für offene Immobilien-Sondervermögen strukturell bedeutsam, weil sie bereits im Regelbetrieb den Zeitraum zwischen Rückgabeeerklärung und Auszahlung streckt. Soweit § 255 Abs. 5 KAGB sie in den unionsrechtlichen Instrumentenrahmen einordnet, bleibt sie von der Rücknahmeaussetzung nach § 257 KAGB zu trennen.

Zweitens verschärft § 257 Abs. 4 KAGB das Krisenregime. Nach § 257 Abs. 4 KAGB ist ein Immobilien-Sondervermögen abzuwickeln, wenn 36 Monate nach der Aussetzung der Rücknahme die Bankguthaben und liquiden Mittel nicht ausreichen; dieselbe Rechtsfolge tritt ein, wenn die Rücknahme innerhalb von fünf Jahren zum dritten Mal ausgesetzt wird.

³¹ Vgl. ESMA (2026) Rn. 12.

³² Vgl. ESMA (2026) Rn. 13.

³³ Vgl. BVI (2026) S. 1 f.

2.2.5 Anforderungen an Kapitalverwaltungsgesellschaften im Überblick

Die in den Abschnitten 2.2.2 bis 2.2.4 dargestellten Vorschriften verdichten sich für Kapitalverwaltungsgesellschaften zu mehreren miteinander verbundenen Pflichtenkreisen. Den Ausgangspunkt bildet § 30 Abs. 1 und 2 KAGB. Danach muss die KVG für jedes verwaltete Investmentvermögen ein angemessenes Liquiditätsmanagementsystem einrichten und wirksame Verfahren zur Überwachung und Steuerung der Liquiditätsrisiken vorhalten.

Die Anforderungen lassen sich vier Pflichtenkreisen zuordnen, deren rechtliche Grundlagen bereits in Abschnitt 2.2.4 dargestellt wurden:

1. Fondsbezogene Auswahl und Begründung von mindestens zwei Liquiditätsmanagement-Instrumenten aus Anhang V Nr. 2 bis 8.
2. Einbettung der ausgewählten Instrumente in Strategien, Verfahren sowie operative und administrative Vorkehrungen.
3. Offenlegung in Anlagebedingungen, Verkaufsprospekt und gegebenenfalls in modifizierten Nettoinventarwerten.
4. Nach § 35 Abs. 2 Nr. 2 und 5 sowie Abs. 4a und 4b KAGB bestehen laufende und ereignisbezogene Meldepflichten gegenüber der BaFin; Anlegerinformationen sind nur nach der jeweils konkret einschlägigen Offenlegungsnorm zu erteilen.

Die operative Umsetzung betrifft die KVG und die gesamte Prozesskette aus KVG, Verwahrstelle, depotführenden Stellen und Vertrieb.

2.3 Liquiditätsmanagement-Tools

Für das Spannungsverhältnis zwischen Rückgabefähigkeit und illiquider Aktivseite hält der regulatorische Rahmen ein abgestuftes Instrumentarium bereit. Der folgende Abschnitt klärt zunächst Begriff und Systematik dieser Instrumente und stellt anschließend die einzelnen Tools und ihre Einsatzvoraussetzungen dar.

2.3.1 Begriff und Systematik der LMTs

LMTs sind Instrumente, mit denen KVG Mittelabflüsse steuern, Verwässerungseffekte begrenzen und in Stressphasen Zeit für geordnete Portfolioanpassungen gewinnen können. Sie ergänzen das laufende Liquiditätsmanagement. Ihr Einsatz setzt voraus, dass Liquiditätsrisiken fortlaufend überwacht und die Wirkungen auf Anleger und Sondervermögen abgewogen werden.³⁴ Jedes LMT greift in das Verhältnis zwischen rückgabewilligen und verbleibenden Anlegern ein.

Preisbezogene Instrumente belasten die Anleger, die durch Zeichnung oder Rückgabe Liquiditätskosten auslösen, und schützen dadurch die im Fonds verbleibenden Anleger vor Verwässerung.³⁵

Volumen- und zeitbezogene Instrumente begrenzen oder verzögern Mittelabflüsse und schaffen dadurch zusätzliche Handlungsspielräume für die KVG.

³⁴ Vgl. FSB (2023) S. 8 f.; ESMA (2026) Rn. 12-14.

³⁵ Vgl. ESMA (2026) Rn. 33 und 37.

Struktur- und Abwicklungsinstrumente schützen das Sondervermögen in außergewöhnlichen Situationen, greifen aber intensiv in Anlegerrechte ein und können erhebliche Reputationswirkungen auslösen.³⁶

Die Arbeit legt die neun Instrumente des Anhangs V AIFMD II zugrunde. Abbildung 4 zeigt die Einordnung der LMTs: Preisbezogene, Volumen- und zeitbezogene und Struktur- und Abwicklungsinstrumente im Überblick.

Systematik der Liquiditätsmanagement-Tools offener AIF nach AIFMD II		
Preisbezogene Instrumente	Volumen- und zeitbezogene Instrumente	Struktur- und Abwicklungsinstrumente
<i>Funktion: Liquiditätskosten verursachergerecht zuordnen</i>	<i>Funktion: Geschwindigkeit und Umfang von Abflüssen steuern</i>	<i>Funktion: In Fondsstruktur oder Rückgaberechte eingreifen</i>
<i>Ziel: Verwässerungsschutz</i>	<i>Ziel: Abflusssteuerung</i>	<i>Ziel: Stabilisierung bzw. Erhalt und Abwicklung des Fonds</i>
Zuordnung der Liquiditätsmanagement-Tools:		
1. Verwässerungsschutzgebühr Gesonderte Abgabe bei Rückgabe/Zeichnung	1. Rücknahmebeschränkung Vorübergehende teilweise Begrenzung von Rückgaben	1. Abspaltung illiquider Anlagen Trennung problematischer oder illiquider Vermögenswerte
2. Rückgabegebühr Gebühr bei Rückgabe, liquiditätskostenbezogen	2. Verlängerung der Kündigungsfristen Zeitliche Entzerrung von Rückgaben	2. Aussetzung von Zeichnungen, Rückkäufen und Rücknahmen Vollständiger Stopp der Rückgaben
3. Swing Pricing NAV-Anpassung per Swing-Faktor		3. Sachauskehr Auszahlung durch Übertragung von Vermögenswerten
4. Dual Pricing Separate An- und Rücknahmepreise mit Liquiditätskostenfaktor		
Anwendung: Im regulären Betrieb oder bei beginnendem Stress	Anwendung: Bei erhöhten Rückgabedruck	Anwendung: Bei einer ausgeprägten Stress- oder Krisensituation
Eskalationslogik: Einsatz je nach Eskalationsstufe		

Abbildung 4: Systematik der LMTs offener AIF nach AIFMD II.³⁷

2.3.2 Vorstellung der neun LMTs

Preisbezogene Verwässerungsschutzinstrumente

Verwässerungsschutzgebühr (Anti-Dilution Levy): Nach Art. 7 der Delegierten Verordnung (EU) 2026/465 kann die Verwässerungsschutzgebühr bei Nettoabflüssen rückgebenden und bei Nettozuflüssen zeichnenden Anlegern belastet werden. Sie umfasst die geschätzten expliziten und, soweit relevant, impliziten Transaktionskosten einschließlich wesentlicher Marktauswirkungen und wird zum unveränderten Nettoinventarwert erhoben.

³⁶ Vgl. FSB (2023) S. 8 f.

³⁷ In Anlehnung an Anhang V AIFMD II.

Rückgabegebühren (Redemption Fees): Gemäß Anhang V Nr. 4 AIFMD II werden Rückgabegebühren bei der Anteilrückgabe innerhalb einer vorab bestimmten Bandbreite unter Berücksichtigung der Liquiditätskosten erhoben.

Sie dienen dazu, die durch Rückgaben ausgelösten Liquiditätskosten verursachungsgerecht zuzuordnen und die verbleibenden Anleger vor Verwässerung zu schützen.

Swing Pricing: Der Nettoinventarwert wird durch einen Swing-Faktor angepasst. Dieser Faktor soll die durch Nettozuflüsse oder Nettoabflüsse ausgelösten Transaktions- und Liquiditätskosten auf die handelnden Anleger übertragen. Nach Art. 5 der Delegierten Verordnung (EU) 2026/465 umfasst der Swing-Faktor die geschätzten expliziten und impliziten Transaktionskosten einschließlich wesentlicher Marktauswirkungen. Beim Full Swing wird der Nettoinventarwert bei Nettozuflüssen oder Nettoabflüssen angepasst; beim Partial Swing erfolgt die Anpassung erst nach Überschreiten eines vorab festgelegten Schwellenwerts.

Dual Pricing nach Anhang V Nr. 6 AIFMD II verfolgt den Verwässerungsschutzzweck durch getrennte Zeichnungs- und Rücknahmepreise, die den Nettoinventarwert je nach Transaktionsrichtung um die Liquiditätskosten anpassen. Gemäß Art. 6 der Delegierten Verordnung (EU) 2026/465 kann Dual Pricing entweder über zwei auf Kauf- beziehungsweise Verkaufspreisen beruhende Nettoinventarwerte oder über einen für Zeichnungen und Rücknahmen unterschiedlich angepassten Nettoinventarwert umgesetzt werden.

Volumen- und zeitbezogene Steuerungsinstrumente

Rücknahmebeschränkung (Redemption Gates): Gemäß Anhang V Nr. 2 AIFMD II und Art. 2 der Delegierten Verordnung (EU) 2026/465 begrenzt ein Gate das an einem Bewertungstag ausführbare Rückgabevolumen, sobald der vorab in den Anlagebedingungen festgelegte Schwellenwert überschritten wird; die Rückgabebefragungen werden nach der fondsvertraglich festgelegten Methode ausgeführt. Praktisch erfolgt dies über eine anteilige Ausführung der Rückgabebefragungen, nicht ausgeführte Restorders werden je nach festgelegten Fondsbedingungen auf Folgetage übertragen oder storniert. Gates stoppen die Rückgaben nicht vollständig, sie begrenzen diese mengenmäßig.³⁸

Die Verlängerung der Rückgabefrist nach Anhang V Nr. 3 AIFMD II vergrößert den Zeitraum zwischen dem Eingang eines Rückgabeverlangens und seiner Ausführung. Nach Art. 3 der Delegierten Verordnung (EU) 2026/465 betrifft die Verlängerung nur diesen Zeitraum; die Abwicklungsdauer nach der Ausführung und die Rücknahmefrequenz des Fonds bleiben unberührt.

Struktur- und Abwicklungsinstrumente

Aussetzung von Zeichnungen, Rückkäufen und Rücknahmen (Rücknahmeaussetzung): Nach Anhang V Nr. 1 AIFMD II und Art. 1 der Delegierten Verordnung (EU) 2026/465 sind Zeichnungen, Rückkäufe und Rücknahmen grundsätzlich gleichzeitig, für denselben Zeitraum und gegenüber allen Anlegern auszusetzen. Die Aussetzung darf nur so lange aufrechterhalten werden, wie sie zur Bewältigung der außergewöhnlichen Umstände erforderlich und im Interesse der Anleger gerechtfertigt ist.

³⁸ Vgl. BVI/DK (2021) S. 1; 3 f.

Abspaltung illiquider Anlagen (Side Pockets): Nach § 98 Abs. 5 KAGB dürfen bestimmte illiquide oder problematische Vermögenswerte nur in außergewöhnlichen Fällen und unter Berücksichtigung der Anlegerinteressen über eine gesonderte Anteilklasse oder eine rechtlich getrennte Struktur vom übrigen Fondsvermögen abgespalten werden.

Sachauskehr: Gemäß § 98 Abs. 4 KAGB und Anhang V Nr. 8 AIFMD II können Rücknahmeverlangen durch die Übertragung von Vermögensgegenständen des Fonds erfüllt werden. Die Sachauskehr ist grundsätzlich beschränkt auf Rücknahmeverlangen professioneller Anleger.

2.3.3 Eignung der LMTs für offene Immobilien-Publikumsfonds

Mit der Auswahlpflicht des Art. 16 Abs. 2b AIFMD II und ihrer Umsetzung in § 30a KAGB wird der Instrumentenkatalog des Anhangs V AIFMD II zum verbindlichen Referenzrahmen für offene Immobilien-Publikumsfonds.

Welche Instrumente fondstypspezifisch tatsächlich geeignet sind, ist damit nicht entschieden. Die Einordnung hängt davon ab, ob ein Instrument zur illiquiden Aktivseite, den gesetzlichen Rückgaberegelungen und zur Anlegerstruktur passt. Die Vorprüfung verläuft entlang zweier Dimensionen. Rechtliche Verfügbarkeit meint die formale Einsetzbarkeit nach Unions- und nationalem Recht. Strukturelle Anschlussfähigkeit meint die Vereinbarkeit mit der Produktstruktur und den anlegerseitigen Rahmenbedingungen offener Immobilienfonds. Hinzu kommt die Unterscheidung zwischen regulären Auswahlinstrumenten und Ausnahmeinstrumenten.

Art. 16 Abs. 2b AIFMD II umfasst die reguläre Auswahl aus den Instrumenten des Anhangs V Nr. 2 bis 8. Die Instrumente nach Anhang V Nr. 1 und 9 stehen nach Art. 16 Abs. 2c AIFMD II daneben für außergewöhnliche Situationen zur Verfügung. Rücknahmeaussetzung und Abspaltung illiquider Anlagen stehen nach Art. 16 Abs. 2c AIFMD II außerhalb der Mindestauswahl, werden wegen ihrer Bedeutung für außergewöhnliche Situationen aber in die Voreinordnung der Arbeit einbezogen. Die Tabelle 1 gibt einen Überblick über die Eignung der LMTs für offene Immobilien-Publikumsfonds in Deutschland.

Instrument	Einordnung für offene Immobilien-Publikumsfonds
Verlängerte Rückgabefrist	strukturell anschlussfähig
Rücknahmebeschränkung	Eingeschränkt einsetzbar
Rückgabegebühr	Eingeschränkt einsetzbar
Verwässerungsschutzgebühr	Eingeschränkt einsetzbar
Swing Pricing	Geringe strukturelle Anschlussfähigkeit
Dual Pricing	Geringe strukturelle Anschlussfähigkeit
Sachauskehr	Geringe strukturelle Anschlussfähigkeit
Rücknahmeaussetzung	Krisen- und Ausnahmeinstrument
Abspaltung illiquider Anlagen	Krisen- und Ausnahmeinstrument

Tabelle 1: Strukturelle Voreinordnung der LMTs für offene Immobilien-Publikumsfonds.³⁹

³⁹ In Anlehnung an Anhang V AIFMD II, § 30a, § 98, § 255 und § 257 KAGB sowie ESMA (2026) Rn. 13-54.

Strukturell anschlussfähig ist die verlängerte Rückgabefrist, weil sie an die bestehende Fristenstruktur offener Immobilienfonds anknüpft und § 255 Abs. 5 KAGB sie ausdrücklich in den unionsrechtlichen Instrumentenrahmen einordnet.

Eingeschränkt einsetzbar sind Rücknahmebeschränkung, Rückgabegebühr und Verwässerungsschutzgebühr. Die Rücknahmebeschränkung verschafft Zeit, schafft aber keine Liquidität.⁴⁰ Rückgabegebühr und Verwässerungsschutzgebühr greifen den Verwässerungseffekt im Ansatz richtig auf, sind bei Immobilien jedoch nur schwer belastbar zu berechnen, weil die zugrunde zu legenden Liquiditätskosten nicht laufend standardisiert vorliegen.⁴¹

Geringe strukturelle Anschlussfähigkeit weisen Swing Pricing, Dual Pricing und Sachauskehr auf. Swing Pricing und Dual Pricing setzen laufend verfügbare Handelskosten voraus, deren belastbare Ermittlung bei Immobilien strukturell erschwert ist.⁴² Die Sachauskehr ist nach § 98 Abs. 4 KAGB grundsätzlich auf professionelle Anleger beschränkt und daher für Publikumsfonds kein reguläres Steuerungsinstrument.

Krisen- und Ausnahmeinstrumente sind Rücknahmeaussetzung und Abspaltung illiquider Anlagen. Beide stehen nicht unter der Auswahlpflicht. Für offene Immobilien-Sondervermögen ist die Rücknahmeaussetzung zusätzlich über § 257 Abs. 1 KAGB als gesetzlich konkretisiertes Kriseninstrument ausgestaltet. Die Abspaltung illiquider Anlagen greift bei abgrenzbaren Problemvermögenswerten, nicht bei allgemeinem Rückgabedruck.⁴³

Diese Voreinordnung bildet den Rahmen für die spätere Modellbildung.

2.4 Liquiditätsstresstests als Steuerungsinstrument

Liquiditätsstresstests (LST) simulieren Belastungssituationen und untersuchen, wie sich diese auf Verbindlichkeiten, Vermögenswerte und die Liquidität eines Fonds auswirken. Sie sollen Schwachstellen früh sichtbar machen und eine Grundlage für risikobezogene Entscheidungen schaffen.⁴⁴

Für offene Immobilien-Publikumsfonds ist das wichtig, weil kritische Situationen selten durch einen einzelnen Auslöser entstehen.⁴⁵ Rückgabedruck, sinkende Marktliquidität, Bewertungsanpassungen und veränderte Finanzierungsbedingungen treten im Markt meistens zusammen auf und verstärken sich gegenseitig. Regulatorisch sind Stresstests auf europäischer und nationaler Ebene verankert. Für offene Immobilien-Publikumsfonds gehören ein angemessenes Risiko- und Liquiditätsmanagementsystem sowie mindestens jährliche Liquiditätsstresstests zum rechtlichen Rahmen.⁴⁶ Die ESMA-Leitlinien konkretisieren diese Anforderungen. Frequenz und Ausgestaltung müssen an Liquiditätsprofil, Handelsfrequenz und Risikolage des Fonds angepasst werden, bei wesentlichen Liquiditätsrisiken sind zusätzlich Ad-hoc-Stresstests durchzuführen.⁴⁷

⁴⁰ Vgl. BVI/DK (2021) S. 2 f.; ESMA (2026) Rn. 23-27.

⁴¹ Vgl. ESMA (2026) Rn. 40 f.; 49–52.

⁴² Vgl. ESMA (2026) Rn. 42; 47 f.

⁴³ Vgl. ESMA (2026) Rn. 18-22; 53 f.

⁴⁴ Vgl. ESMA (2020) S. 7 f.

⁴⁵ Vgl. FSB (2023) S. 5-11; ESMA (2020) Rn. 49-56.

⁴⁶ Vgl. BVI (2023) S. 2.

⁴⁷ Vgl. ESMA (2020) Rn. 25-27.

2.4.1 Methodische Anforderungen und Szenarien

Die ESMA-Leitlinien benennen die methodischen Mindestanforderungen und verlangen, dass Verwalter im Rahmen der Liquiditätsstresstests Folgendes festlegen:

- welche Risikofaktoren sich auf die Liquidität des Fonds auswirken können,
- welche Szenarien und Schweregrade anzuwenden sind,
- welche Ergebnisse und Indikatoren auf Grundlage der LST-Ergebnisse zu überwachen sind,
- wie die LST-Ergebnisse und Indikatoren an die Geschäftsführung berichtet werden,
- wie das Risikomanagement, die Portfolioverwaltung und die Geschäftsführung diese Ergebnisse nutzen.⁴⁸

Stresstests müssen in den Risikomanagementprozess eingebettet sein und klare Melde- und Eskalationsverfahren umfassen.⁴⁹

Ein methodisch orientierter Ansatz findet sich in einem IMF Working Paper von Bouveret, in dem Liquiditätsstresstests als mehrstufiger Prozess beschrieben werden. Er unterscheidet den anzusetzenden Rücknahmeschock, die Messung der verfügbaren Liquiditätspuffer, die Liquidationsmethode und die abschließende Bewertung der Fondsresilienz.⁵⁰

Für offene Immobilienfonds sind innerhalb dieses Ablaufs drei Belastungsquellen maßgeblich: der Mittelabflussstress durch erhöhte Rückgabeverlangen, der Marktliquiditätsstress durch verzögerte oder nur mit Abschlägen mögliche Veräußerungen und der Bewertungs- und Refinanzierungsstress in einem angespannten Marktumfeld. Wie hoch der anzusetzende Mittelabfluss ausfällt, hängt dabei wesentlich vom Anlegertyp und von der Anleger- und Rückgabekonzentration ab.⁵¹ Für die Fallanwendung wird der Mittelabflussstress bewusst isoliert betrachtet und als passivseitiger Teilstresstest modelliert. Marktliquiditäts-, Bewertungs- und Refinanzierungsstress werden nicht eigenständig quantitativ simuliert.

2.4.2 Kennzahlen und Grenzen von Stresstests

Der Wert von Liquiditätsstresstests liegt in der strukturierten Analyse von Verwundbarkeiten. Ein zentrales Messinstrument zur Bewertung der Stressresilienz ist die Rücknahmedeckungsquote (Redemption Coverage Ratio, kurz: RCR). Sie setzt die verfügbaren liquiden Aktiva ins Verhältnis zu den stressbedingten Rückgaben.

Die Kennzahl gibt an, inwieweit die Aktiva eines Fonds ausreichen, um Finanzierungsverpflichtungen auf der Passivseite zu erfüllen. Eine RCR über eins bedeutet, dass die betrachteten Rückgaben eines festgelegten Zeitraums zum Stichtag rechnerisch durch die angesetzte Liquidität gedeckt sind.

Fällt sie unter eins, besteht eine rechnerische Deckungslücke, die durch zusätzliche Liquiditätsquellen oder Portfoliomaßnahmen adressiert werden muss. Bouveret ordnet die RCR als

⁴⁸ Vgl. ESMA (2020) Rn. 16.

⁴⁹ Vgl. ESMA (2020) Rn. 20-24.

⁵⁰ Vgl. Bouveret (2017) S. 6-8; 16-18.

⁵¹ Vgl. ESMA (2020) Rn. 30-32; 42-56.

Maßzahl der Fondsresilienz im Stresstest ein.⁵² Die ESMA-Leitlinien stützen diese Verwendung aufsichtlich. Sie definieren die Rücknahmedeckungsquote als Maß dafür, ob die Aktiva eines Fonds Verpflichtungen auf der Passivseite erfüllen können, etwa nach einem Rücknahmeschock. Zudem nennt die ESMA die RCR als möglichen Vergleichsindikator für zusammengeführte Stresstests der Aktiv- und Passivseite. Die RCR führt damit verfügbare Liquidität und stressbedingte Rückgaben in einer Deckungskennzahl zusammen.⁵³ Die RCR kann sowohl für das laufende Monitoring als auch für Liquiditätsstresstests genutzt werden. Im Monitoring zeigt sie, in welchem Umfang erwartete Rückgaben durch verfügbare Liquidität gedeckt sind. In Stresstests entstehen durch unterschiedliche Rückgabeschocks mehrere RCR-Werte und damit ein Stressprofil. Die genaue Berechnung, die Schwellenwerte und die verwendeten Kennzahlen werden in Kapitel 4 festgelegt.

Für die Modellanwendung werden Frühindikatoren und Zustandsindikatoren unterschieden. Die ESMA-Leitlinien empfehlen, historische Abflüsse, aktuelle Trends und Informationen aus dem Vertrieb gemeinsam zu beobachten, um normale und angespannte Marktphasen zu unterscheiden.⁵⁴ Die ESMA verbindet Stresstests ausdrücklich mit internen Limiten und Kennzahlen. Die Leitlinien nennen die Möglichkeit, LST-Ergebnisse anhand eines Hauptrisikoindikators messbar zu machen und daraus interne Liquiditätslimiten abzuleiten.⁵⁵

Für die Immobilienwirtschaft beschreibt Oertel dieses Prinzip als kennzahlenbasiertes Frühwarnsystem, bei dem das Unterschreiten definierter Grenzwerte einen Steuerungsimpuls setzt.⁵⁶ Übertragen auf offene Immobilien-Publikumsfonds heißt das: Ergebnisse von Liquiditätsstresstests sollten als Auslöser für eine dokumentierte Prüfung und gegebenenfalls eine Eskalationsentscheidung zu LMTs dienen. Stresstests sind damit Teil eines Governance- und Eskalationssystems mit festgelegten Folgemaßnahmen.⁵⁷

Die aufsichtsrechtlichen Vorgaben verlangen geeignete Instrumente und deren wirksamen Einsatz. Offen bleibt jedoch, wie aus einzelnen Kennzahlen eine konkrete Belastungssituation abgeleitet wird und welche Instrumente in dieser Situation vorrangig zu prüfen sind. Diese Konkretisierungslücke bildet den Ausgangspunkt des in Kapitel 4 entwickelten ELM-Modells.⁵⁸

⁵² Vgl. Bouveret (2017) S. 17-19.

⁵³ Vgl. ESMA (2020) S. 6 f.

⁵⁴ Vgl. ESMA (2020) Rn. 52-56.

⁵⁵ Vgl. ESMA (2020) Rn. 28.

⁵⁶ Vgl. Oertel (2019) S. 219 f.

⁵⁷ Vgl. ESMA (2020) Rn. 17; 20.

⁵⁸ Vgl. ESMA (2026) Rn. 12-14.

3 Methodik

Dieses Kapitel legt das methodische Vorgehen offen und begründet, wie aus den fachlichen und regulatorischen Grundlagen ein anwendbares Modell abgeleitet wird.

3.1 Forschungsdesign und methodische Grundanlage

Die Untersuchung verbindet eine qualitative Dokumentenanalyse mit der Entwicklung eines eigenen konzeptionellen Modells. Grundlage sind Rechtsquellen, aufsichtsrechtliche Leitlinien, marktpraktische Auslegungshilfen und Fachliteratur. Auf dieser Basis wird ein regelbasiertes Eskalations- und Liquiditätsmanagementmodell entwickelt. Das Modell ordnet Monitoringkennzahlen und Ergebnisse aus Stressszenarien verschiedenen Eskalationsstufen zu. Daraus wird abgeleitet, welche Instrumente unter Berücksichtigung der Verhältnismäßigkeit vorrangig zu prüfen und vorzubereiten sind. Über eine Aktivierung entscheidet das zuständige Gremium der KVG.

Das Vorgehen ist überwiegend konzeptionell-deduktiv. Die grundlegenden Modellelemente werden aus regulatorischen und fachlichen Anforderungen abgeleitet. Die konkreten Schwellenwerte, Eskalationsstufen und Verknüpfungsregeln stellen dagegen eigene modellhafte Operationalisierungen dar. Innerhalb der deduktiven Ansätze lässt sich das Vorgehen der konzeptionell-deduktiven Variante nach Wilde und Hess zuordnen.⁵⁹ Das Modell ist teilformalisiert: Einzelne Kennzahlen und Schwellenwerte sind quantifiziert, während die Entscheidungslogik regelbasiert und teilweise qualitativ bleibt.⁶⁰ Es handelt sich weder um ein statistisches Testmodell noch um ein mathematisches Optimierungsmodell.

Die Untersuchung gliedert sich in vier aufeinander aufbauende Arbeitsschritte. Erstens werden die relevanten Rechtsquellen, Leitlinien, Auslegungshilfen und Fachbeiträge ausgewählt und ausgewertet. Zweitens werden daraus die regulatorischen und fachlichen Anforderungen sowie die Eignung der LMTs für offene Immobilien-Publikumsfonds abgeleitet. Drittens werden diese Ergebnisse in Kapitel 4 zu einem Eskalations- und Liquiditätsmanagementmodell zusammengeführt. Viertens wird die Modelllogik in Kapitel 5 anhand mehrerer Stressszenarien auf einen modellhaften Referenzfonds angewendet.

3.2 Material- und Quellenbasis

Die Arbeit verwendet vier Quellengruppen. Ausgewählt werden Quellen danach, wie verbindlich sie sind, wie stark sie sich auf offene Immobilien-Publikumsfonds beziehen und für welchen Analyseschritt sie benötigt werden. Rechtsquellen und aufsichtsrechtliche Vorgaben haben Vorrang vor marktpraktischen Auslegungshilfen.

Den Kern bilden somit die primären Rechts- und Regelungsquellen. Das KAGB enthält die Anforderungen an das Liquiditätsmanagementsystem, an Mindesthalte- und Rückgabefristen, sowie an Rücknahmebeschränkung und Rücknahmeaussetzung.

⁵⁹ Vgl. Wilde/Hess (2007) S. 282 f.

⁶⁰ Vgl. Saunders/Lewis/Thornhill (2019) S. 153 f.

Die Richtlinie (EU) 2024/927 normiert den unionsrechtlichen Katalog der LMTs und die Pflichten zu Auswahl und Governance. Das Fondsrisikobegrenzungs-gesetz überführt diese Vorgaben in das KAGB und erweitert die immobilien-spezifischen Sonderregelungen.

Darauf folgt die technische und aufsichtliche Konkretisierung. Die Delegierte Verordnung (EU) 2026/465 präzisiert die Merkmale der einzelnen Instrumente, etwa Aktivierungsschwellen und die Bemessung gebührenbezogener Verwässerungsschutzinstrumente. Die ESMA-Leitlinien zu Liquiditätsstresstests und zu LMTs setzen Vorgaben zu Methodik, Auswahl und Kalibrierung. Auslegungs- und Anwendungshilfen von BVI verbinden Norm und Fondspraxis.

Die fachwissenschaftliche Literatur zur Struktur offener Immobilienfonds, zu Liquiditätsrisiken und zu Stresstests ordnet die regulatorischen Vorgaben ökonomisch und steuerungsbezogen ein. Sie liefert zugleich die methodische Grundlage der Rücknahmedeckungsquote.

Die Fallanwendung selbst stellt keine zusätzliche Quellengruppe dar. Die Eingangswerte des Referenzfalls werden modellhaft gesetzt und dienen der Illustration der in Kapitel 4 entwickelten Entscheidungslogik.

3.3 *Analyselogik der Dokumentenanalyse*

Die in Kapitel 2 dargestellten regulatorischen Anforderungen, die Einordnung der LMTs und die Funktion von Liquiditätsstresstests bilden die Grundlage der weiteren Untersuchung. Die Dokumentenanalyse konzentriert sich auf die Aussagen, die für die Beantwortung der Forschungsfragen und die Entwicklung des Modells erforderlich sind. Die Quellen werden entlang von verschiedenen Schwerpunkten ausgewertet: regulatorische Entwicklung, Liquiditätsmanagement, Instrumentenlogik, Stresstestbezug sowie Governance und Eskalation. Diese Schwerpunkte greifen die Teilfragen der Arbeit auf und verbinden die Grundlagenanalyse mit der Modellentwicklung in Kapitel 4.

Bei der Auswertung wird jeweils geprüft, welche Bedeutung die Aussagen für offene Immobilien-Publikumsfonds haben. Gesetzliche und unionsrechtliche Vorgaben bilden den verbindlichen Rahmen. Delegierte Rechtsakte und aufsichtsrechtliche Leitlinien konkretisieren diese Anforderungen. Branchenhinweise und Fachliteratur dienen der fachlichen Einordnung und Plausibilisierung. Dabei wird zwischen verbindlichen Vorgaben, aufsichtsrechtlichen Empfehlungen und eigenen Modellannahmen unterschieden. Auf dieser Grundlage werden die unionsrechtlich vorgesehenen LMTs nach den in Abschnitt 2.3.3 entwickelten Kriterien der rechtlichen Verfügbarkeit und der strukturellen Anschlussfähigkeit bewertet. Das Ergebnis dieser Vorprüfung fließt in die Modellentwicklung ein. Die Instrumente werden danach als modellrelevant, nachrangig oder nur für besondere Belastungssituationen geeignet eingeordnet.

Die Recherche verlief getrennt nach Quellentyp. Unionsrechtliche Vorgaben wurden über EUR-Lex erschlossen, nationale Rechtsvorschriften über das Portal „Gesetze im Internet“. Maßgeblich waren die im Untersuchungszeitraum geltenden Fassungen, ergänzt um bereits verkündete Änderungen. Gesucht wurde über die Bezeichnungen der einschlägigen Rechtsakte und Normen sowie über deutsche und englische Fachbegriffe, darunter „offene Immobilienfonds“, „Liquiditätsmanagement“, „Liquiditätsrisiko“, „Liquidity Management Tools“, „AIFMD II“, „KAGB“, „Liquiditätsstresstest“, „Rücknahmebeschränkung“ und „Rücknahmeaussetzung“.

Die aufsichtlichen und marktpraktischen Veröffentlichungen von ESMA und BVI wurden direkt über deren Internetauftritte bezogen. Die fachwissenschaftliche Literatur wurde über den Bibliothekskatalog und die lizenzierten Datenbanken der TH Aschaffenburg, darunter Springer-Link, ermittelt. Ausgangspunkt waren Arbeiten zu offenen Immobilienfonds, zu Liquiditätsrisiken, zu Stresstests und zum Risikomanagement von Investmentfonds.

Aufgenommen wurden Dokumente, die zur Beantwortung der Forschungsfrage, zur Herleitung des ELM-Modells oder zur Fallanwendung beitragen und deren Herkunft wissenschaftlich, rechtlich oder institutionell belastbar ist. Die Rechts- und Literaturrecherche wurde am 15.06.2026 abgeschlossen.

3.4 Deduktive Modellbildung

Auf Basis der Dokumentenanalyse wird ein konzeptionell-deduktives Eskalations- und Liquiditätsmanagementmodell entwickelt. Den Ausgangspunkt bilden die regulatorischen Anforderungen und fachlichen Erkenntnisse aus Kapitel 2. Sie werden daraufhin untersucht, welche Bedeutung sie für die Beurteilung einer Liquiditätslage und den Umgang mit LMTs haben. Die Modellbildung beginnt mit der Auswahl der relevanten Anforderungen. Berücksichtigt werden Rechtsquellen, aufsichtsrechtliche Leitlinien, marktpraktische Auslegungshilfen und Fachliteratur. Aus diesen Quellen werden Kriterien abgeleitet, die für das spätere Modell benötigt werden. Dazu zählen beobachtbare Liquiditätsgrößen, Merkmale einer erhöhten Belastung, Anforderungen an die Eignung der Instrumente sowie rechtliche und organisatorische Entscheidungsbedingungen.

Im nächsten Schritt werden diese Kriterien für das Modell konkretisiert. Gesetzliche Vorgaben werden übernommen, soweit sie eine eindeutige Grenze enthalten. Fachliche Referenzwerte dienen ergänzend als Orientierung. Wo weder der Rechtsrahmen noch die Literatur konkrete Vorgaben machen, werden eigene Modellannahmen getroffen. Sie besitzen keine aufsichtsrechtliche Verbindlichkeit und sind innerhalb der Arbeit nicht empirisch validiert. Solche Setzungen werden an der jeweiligen Stelle ausgewiesen.

Anschließend werden die einzelnen Elemente zu einer Entscheidungsarchitektur verbunden. Es ist entscheidend, dass Beobachtungsgrößen, Bewertungsregeln, Eskalation und Instrumenteneinordnung sachlich aufeinander aufbauen. Kapitel 4 stellt die daraus entwickelte Modellstruktur und ihre drei Komponenten im Einzelnen dar.

Das ELM-Modell setzt voraus, dass die KVG die nach § 30a KAGB erforderliche Auswahl geeigneter Liquiditätsmanagement-Instrumente bereits getroffen hat. Die ausgewählten Instrumente müssen rechtlich, fondsvertraglich und operativ verfügbar sein. Das Modell nimmt daher keine erstmalige Instrumentenauswahl vor. Es ordnet die konkrete Belastungslage ein und priorisiert innerhalb des verfügbaren Instrumentariums die weiterzuerfolgenden Handlungsoptionen. Ob ein Instrument im Einzelfall eingesetzt wird, entscheidet das zuständige KVG-Gremium nach rechtlicher und fachlicher Prüfung.

3.5 Szenarioanalyse und Fallanwendung

Der vierte Arbeitsschritt wendet das Modell auf einen modellhaften Referenzfonds an. Hierfür wird mit dem „ELM-Referenzfonds Deutschland“ ein offener Immobilien-Publikumsfonds konstruiert, anhand dessen die in Kapitel 4 entwickelte Entscheidungsarchitektur durchlaufen wird. Der Referenzfonds stellt kein tatsächlich existierendes Investmentvermögen dar. Die Fallanwendung dient dazu, das Zusammenspiel der Indikatoren, des Stresstests und der daraus abgeleiteten Eskalationsstufen nachvollziehbar abzubilden. Die Einordnung der Ausgangslage erfolgt erst in Abschnitt 5.3.

Die Fallanwendung unterscheidet zwischen modellhaft gesetzten Eingangswerten, daraus berechneten Kennzahlen, Stressannahmen und bewusst nicht parametrisierten Informationen. Die RCR wird ausschließlich auf Basis der freien Liquidität berechnet. Als einheitliche Stressvariable wird das Bruttoreükgabevolumen schrittweise erhöht. In Kapitel 5 werden mehrere Rückgabeszzenarien modelliert, die sich unmittelbar auf die Rücknahmedeckungsquote und das Nettomittelaufkommen auswirken. Die übrigen Indikatoren werden im Stresstest nicht eigenständig verändert. Dadurch bleibt erkennbar, welche Veränderungen unmittelbar aus dem steigenden Rückgabedruck entstehen.

Die Stressanalyse setzt vor der Auszahlung der modellierten Rückgaben an. Die freie Liquidität wird deshalb als am Ausgangsstichtag vorhandener Bestand in allen Szenarien konstant gehalten. Höhere Bruttoreükgaben erhöhen unmittelbar die unterstellte Abflussbelastung und verändern bei konstanten Bruttozuflüssen das modellierte Nettomittelaufkommen. In einer praktischen Anwendung wäre die freie Liquidität nach erfolgten Auszahlungen an einem neuen Monitoringstichtag erneut zu bestimmen und das Modell mit der aktualisierten Datenlage anzuwenden. Die Fallanwendung bildet damit einen passivseitigen Teilstresstest innerhalb der vollständigen Entscheidungsarchitektur ab.

3.6 Güte und Grenzen des Vorgehens

Ob ein konzeptionell-deduktives Vorgehen trägt, hängt davon ab, ob Quellenwahl, Kategorienbildung und Modellannahmen nachvollziehbar offengelegt sind. Die ausgewiesene Quellenhierarchie, das benannte Kategoriensystem und die kenntlich gemachten Modellsetzungen schaffen hierfür die Grundlage.

Die Reichweite des Vorgehens bleibt begrenzt. Schwellenwerte, Eskalationsstufen und Instrumentenzuordnungen sind konzeptionelle Setzungen. Ihre praktische Tragfähigkeit hängt von der Größe und Struktur eines Fonds, seiner Anleger- und Portfoliozusammensetzung, dem Marktumfeld sowie den internen Prozessen der jeweiligen KVG ab.

Der in Kapitel 5 verwendete Referenzfonds ist modellhaft konstruiert. Seine fondsspezifischen Eingangswerte sind keine empirisch beobachteten Daten eines tatsächlich existierenden Investmentvermögens. Die Fallanwendung ermöglicht daher keine empirische Validierung der Schwellenwerte und keine Aussage über die tatsächliche Wirksamkeit eines eingesetzten Liquiditätsmanagement-Instruments.

Auch die quantitative Analyse bildet nur einen Ausschnitt möglicher Belastungen ab. Für das Nettomittelaufkommen wird aus dem angesetzten Jahreswert ein monatlicher Durchschnittswert abgeleitet, sodass unterjährige Rückgabespitzen nicht erfasst werden.

Die Szenarien verändern rechnerisch allein das Rückgabevolumen. Dieses wirkt gleichzeitig auf das Nettomittelaufkommen und den Nenner der RCR. Marktliquiditäts-, Bewertungs- und Refinanzierungsstress werden nicht eigenständig simuliert. Die Analyse misst damit gezielt die Sensitivität des Referenzfalls gegenüber steigendem Rückgabedruck.

Die Szenarien erzeugen abgestufte Kennzahlenbefunde. Eine Veränderung der Eskalationsstufe tritt im Referenzfall erst im schweren Stressszenario ein; die Ausgangslage sowie der moderate und der erhöhte Stress verbleiben in Eskalationsstufe 2. Die Fallanwendung veranschaulicht damit die Funktionsweise der Rechen- und Eskalationslogik innerhalb der gewählten Parametrisierung. Eine automatische Einsatzentscheidung ist nicht Bestandteil des Modells. Die erreichte Eskalationsstufe eröffnet den jeweiligen Prüfpfad, während die Entscheidung über den tatsächlichen Einsatz eines Instruments bei der zuständigen KVG verbleibt.

Das Modell unterstützt eine KVG damit bei der strukturierten Einordnung von Belastungssituationen und bei der begründeten Priorisierung der zu prüfenden Instrumente.

4 Regelbasiertes Eskalations- und Liquiditätsmanagementmodell zur situationsabhängigen Prüfung und Zuordnung von LMTs

Die in Kapitel 2 aufgearbeiteten Anforderungen aus KAGB und AIFMD II benennen die LMTs, die für offene Immobilien-Publikumsfonds rechtlich zur Verfügung stehen. Offen bleibt die operative Frage, wann sich eine Liquiditätslage zu einer Eskalationsstufe verdichtet, welche der verankerten Instrumente situationsgerecht vorrangig zu prüfen sind und wie die Entscheidung gegenüber Anlegern und Aufsicht zu begründen ist.

Die aufsichtsrechtlichen Vorgaben verlangen einen situationsabhängigen Einsatz der Liquiditätsinstrumente, ohne die maßgebliche Situation selbst zu bestimmen. Auf dieser Basis wird das regelbasierte ELM-Modell entwickelt. Es ordnet Monitoringkennzahlen und Ergebnisse aus Stressszenarien verschiedenen Eskalationsstufen zu und leitet daraus ab, welche Instrumente unter Berücksichtigung der Verhältnismäßigkeit vorrangig zu prüfen und vorzubereiten sind. Über eine Aktivierung entscheidet das zuständige Gremium der KVG.

Über die Eskalationslogik hinaus erzeugt das Modell aus definierten Stressannahmen ein RCR- und NMA-Stressprofil. Die Eskalationsstufe entsteht erst, wenn diese beiden Werte mit den übrigen Indikatoren zur Gesamtkonstellation aller fünf Indikatoren zusammengeführt werden. Das Modell verknüpft so die strukturellen Liquiditätsrisiken offener Immobilien-Publikumsfonds mit dem regulatorischen Rahmen, der Instrumentenordnung und der Stresstestlogik aus Kapitel 2. Es ist als konzeptionelles Modell zu verstehen, dessen Funktionsweise in Kapitel 5 anhand eines modellhaften Referenzfalls illustriert wird. Abbildung 5 zeigt das ELM-Modell.

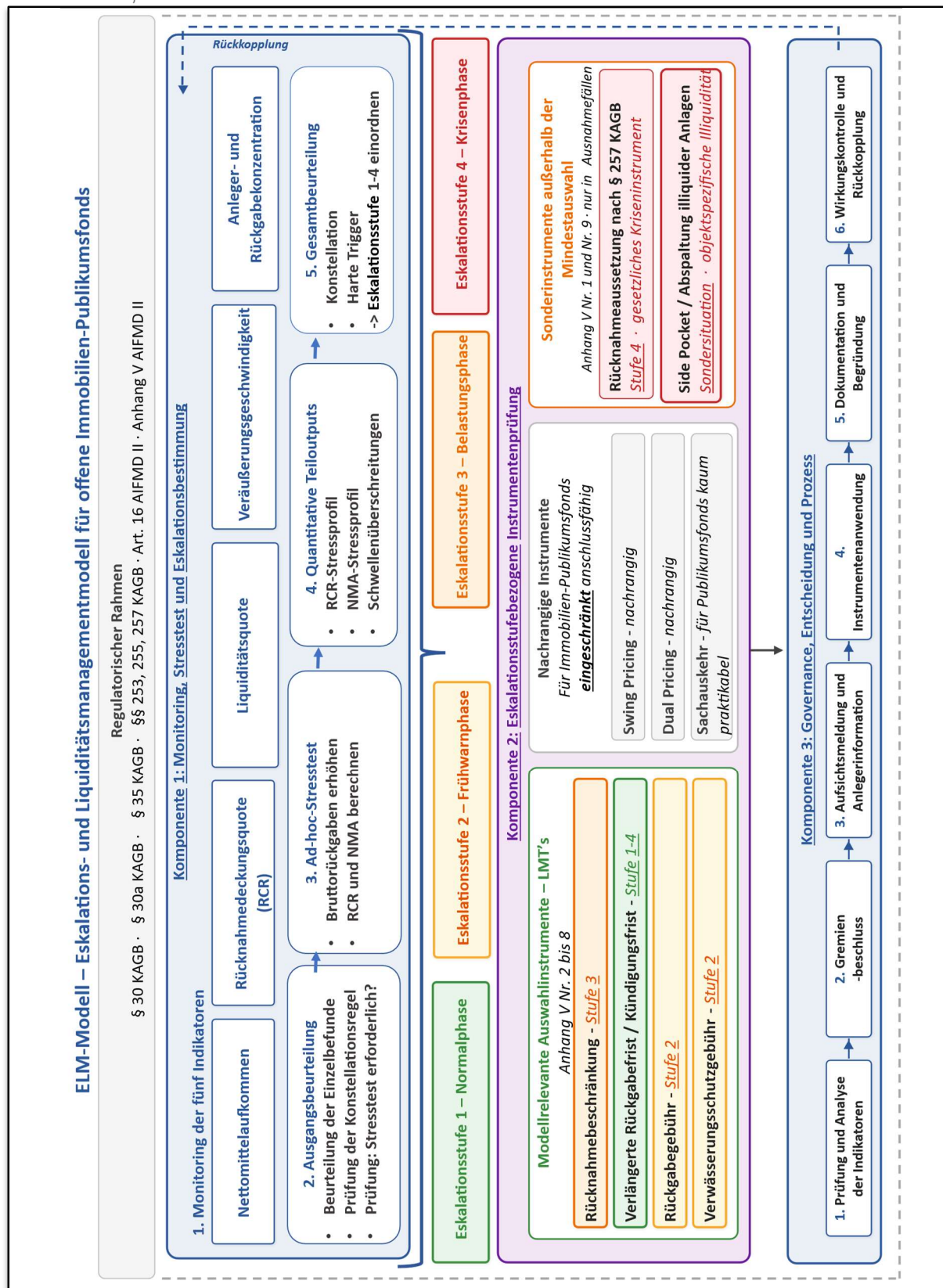


Abbildung 5: Eskalations- und Liquiditätsmanagementmodell zur situationsabhängigen Prüfung und Zuordnung von LMTs.⁶¹

⁶¹ Eigene Darstellung auf Grundlage von § 30 und § 30a KAGB, ESMA (2020) Rn. 20-30, ESMA (2026) Rn. 12-14 und eigener Modellbildung.

4.1 Architektur des ELM-Modells

Das ELM-Modell besteht aus drei Komponenten innerhalb eines übergeordneten regulatorischen Rahmens. Komponente 1 verbindet das laufende Monitoring mit einer anlassbezogenen Stressanalyse und der Ableitung einer Eskalationsstufe. Komponente 2 übersetzt die erreichte Stufe in einen stufenbezogenen Prüfpfad für die LMTs. Komponente 3 regelt Entscheidung, Umsetzung, Dokumentation und Rückkopplung.

Übergeordneter regulatorischer Rahmen: Der Rahmen bildet die Umgebung, in der das Modell wirken darf. National stützt er sich auf das Liquiditätsmanagementgebot des § 30 KAGB, die mit dem Fondsriskobegrenzungs-gesetz eingeführte Pflicht zur Auswahl von mindestens zwei LMTs nach § 30a Abs. 1 KAGB sowie die Melde- und Berichtspflichten des § 35 KAGB. Hinzu treten die immobilien-spezifischen Vorschriften der §§ 253, 255 und 257 KAGB zu Mindestliquidität, Mindesthalte- und Rückgabefrist sowie zur Aussetzung. Unionsrechtlich überlagert Art. 16 AIFMD II diesen Rahmen. Anhang V AIFMD II definiert den Katalog der LMTs abschließend und teilt ihn in eine Mindestauswahl nach Nr. 2 bis 8 sowie zwei Sonderinstrumente nach Nr. 1 und Nr. 9. Eine Übersicht dieser Rechtsquellen enthält Anlage A4.

Komponente 1: Monitoring, Stresstest und Eskalationsbestimmung: Die erste Komponente überwacht fünf Indikatoren: das Nettomittelaufkommen, die Rücknahmedeckungsquote, die Liquiditätsquote, die Veräußerungsgeschwindigkeit sowie die Anleger- und Rückgabekonzentration. Eine Ausgangsbeurteilung ordnet die Einzelbefunde anhand der hinterlegten Schwellenwerte ein und klärt, ob ein anlassbezogener Ad-hoc-Stresstest erforderlich ist. Der Stresstest erhöht die Bruttoreckgaben szenarioweise und verdichtet die Ergebnisse zum RCR- und NMA-Stressprofil, ergänzt um Schwellenüberschreitungen. In der abschließenden Gesamtbeurteilung werden die Befunde nach dem Konstellationsprinzip zusammengeführt. Dies ist in 4.2.4 erläutert. Ergebnis der ersten Komponente ist die Eskalationsstufe 1 bis 4, an die die Instrumentenprüfung der zweiten Komponente anschließt.

Komponente 2: Stufenbezogene Instrumentenprüfung: Die Eskalationsstufe eröffnet einen Prüfpfad für die verfügbaren LMTs. Komponente 2 dient der funktionalen und stufenbezogenen Priorisierung der im Modell vorgesehenen Instrumente. Sie bestimmt, welche LMTs in der erreichten Eskalationsstufe vorrangig in Betracht kommen und welche mildernden oder vorbereitenden Maßnahmen zunächst zu prüfen sind.

Ergebnis der zweiten Komponente ist eine begründete Priorisierung derjenigen Instrumente, deren fondsindividuelle Einsetzbarkeit in Komponente 3 geprüft wird.

Komponente 3: Governance, Entscheidung und Prozess: Komponente 3 baut auf der Priorisierung aus Komponente 2 auf. Sie prüft, ob das ausgewählte Instrument beim konkreten Fonds einsetzbar ist.

Maßgeblich sind rechtliche, vertragliche, operative und organisatorische Voraussetzungen. Komponente 3 legt somit den Entscheidungs- und Umsetzungsprozess innerhalb der KVG fest. Dazu gehören sechs Schritte: Entscheidungsvorlage, Beschluss, Meldung, Umsetzung, Dokumentation und Wirkungskontrolle. Der Beschluss des zuständigen Gremiums betrifft die Vorbereitung, Aktivierung, Anpassung oder begründete Nichtaktivierung des jeweiligen Instruments. Die fallbezogene Ausfüllung dieser Schritte zeigt Abschnitt 5.7. Die Ergebnisse der Wirkungskontrolle fließen als Rückkopplung in Komponente 1 zurück. Dadurch bildet das Modell einen Steuerungskreislauf.

4.2 Komponente 1: Monitoring, Stresstest und Eskalationsbestimmung

Die erste Komponente bildet die Informations- und Bewertungsebene des ELM-Modells. Sie überführt das strukturelle Liquiditätsrisiko offener Immobilien-Publikumsfonds in beobachtbare Indikatoren und verbindet das laufende Monitoring mit einer anlassbezogenen Stressanalyse. Ziel ist es, Veränderungen der Liquiditätslage frühzeitig zu erkennen, ihre Auswirkungen unter Stress zu untersuchen und daraus eine Eskalationsstufe abzuleiten.

4.2.1 Indikatoren

Im ELM-Modell wird das **Nettomittelaufkommen** als Bruttozuflüsse abzüglich Bruttoreckgaben definiert. Dabei müssen Zuflüsse, Rückgaben und der verbleibende Nettosaldo getrennt betrachtet werden. Aufgrund der Mindesthalte- und Rückgabefristen nach § 255 Abs. 3 und 4 KAGB können Rückgabemeldung und tatsächliche Auszahlung zeitlich auseinanderfallen. Im Modell dient das NMA als Frühwarnindikator für zunehmenden Rückgabedruck. Aussagekräftig ist es vor allem dann, wenn monatliche Daten vorliegen. Steht nur ein Jahreswert zur Verfügung, kann dieser als Näherungswert verwendet werden. Er zeigt die durchschnittliche Belastung, erfasst aber keine unterjährigen Spitzen.

Die Rücknahmedeckungsquote (RCR) ist eine stichtagsbezogene, statische Deckungskennzahl für ein erwartetes Szenario. Sie setzt die am Ausgangsstichtag verfügbare freie Liquidität ins Verhältnis zu den für einen festgelegten Zeitraum modellierten Bruttoreckgaben:

$$\text{RCR (t, H)} = \frac{\text{freie Liquidität am Stichtag t}}{\text{modellierte Bruttoreckgaben im Betrachtungshorizont H}}$$

Die RCR dient als Auslöser für die Frage, ob und welche Liquiditätsinstrumente vertieft zu prüfen sind. Für die Fallanwendung wird ausschließlich die am Modellstichtag als frei verfügbar definierte Liquidität berücksichtigt. Gebundene Mittel bleiben im RCR-Zähler konservativ außer Ansatz. Der Betrachtungshorizont beträgt zwölf Monate.

Bruttozuflüsse werden bei der Berechnung der RCR nicht mit den Rückgaben verrechnet. Sie fließen gesondert in die Berechnung des Nettomittelaufkommens ein. Die RCR bildet die Deckung der modellierten Bruttoreckgaben durch die freie Liquidität ab.

Innerhalb der ersten Komponente des ELM-Modells erfüllt die RCR zwei Funktionen. Im Ausgangsmonitoring ist sie einer von fünf Liquiditätsindikatoren. Im Ad-hoc-Stresstest wird sie für jedes Szenario neu berechnet. Die szenariospezifischen Werte bilden zusammen das RCR-Stressprofil und damit einen quantitativen Teiloutput. Die Eskalationsstufe ergibt sich erst aus der erneuten Gesamtbeurteilung aller fünf Indikatoren.⁶²

Die Liquiditätsquote bezeichnet im Modell die freie Liquidität im Verhältnis zum Fondsvermögen. Gemeint ist damit der Teil der Liquidität, der für Anteilsrücknahmen verfügbar ist. Diese Abgrenzung folgt aus § 253 Abs. 1 KAGB. Die Vorschrift verlangt, dass mindestens fünf Prozent des Wertes des Sondervermögens für die Rücknahme von Anteilen verfügbar sind. Die

⁶² Vgl. Bouveret (2017) S. 17-19.

Gesamtliquiditätsquote dient ergänzend zur Einordnung der allgemeinen Liquiditätslage. Für die Ampellogik wird jedoch die freie Liquiditätsquote verwendet.

Die Veräußerungsgeschwindigkeit beschreibt, ob Immobilien unter normalen oder angespannten Marktbedingungen in vertretbarer Zeit und zu marktnahen Preisen verkauft werden können. Liquidität entsteht im Stressfall auch aus Objektverkäufen.

ESMA verlangt die Bewertung der Liquidationsdauer unter normalen und gestressten Bedingungen, ohne quantitative Grenzen vorzugeben.⁶³ Der Indikator ist nicht täglich standardisiert beobachtbar und erfordert eine qualitative Einschätzung des Portfoliomanagements.

Die Anleger- und Rückgabekonzentration misst, ob einzelne Anleger, wirtschaftlich verbundene Gruppen oder gebündelte Vertriebskanäle einen hohen Anteil am Fondsvermögen halten.⁶⁴ Die Anleger- und Rückgabekonzentration ist ein Strukturindikator, weil sie die längerfristige Belastbarkeit der Passivseite beschreibt.

Die fünf Indikatoren des Modells übersetzen diesen Befund in beobachtbare Kennzahlen. Die Indikatoren unterscheiden sich in ihrem zeitlichen Signalcharakter. Tabelle 2 gibt einen Überblick zu den Indikatoren.

Indikator	Messgröße	Funktion
Nettomittelaufkommen (NMA)	rollierender Saldo aus Zu- und Abflüssen	Vorlaufindikator für Abflussdruck
Rücknahmedeckungsquote (RCR)	freie Liquidität zum Stichtag im Verhältnis zu Bruttoreckgaben	Statische Rücknahmedeckung im Stressszenario
Liquiditätsquote	Anteil der freien liquiden Mittel am Fondsvermögen	Verfügbarer Liquiditätspuffer
Veräußerungsgeschwindigkeit	Vermarktungsdauer und Preisabschlag bei Verkäufen	Liquidierbarkeit der Aktivseite
Anleger- und Rückgabekonzentration	Anteil größter wirtschaftlich verbundener Gruppe am NAV	Struktur- und Klumpenrisiko

Tabelle 2: Überblick der Liquiditätsindikatoren.⁶⁵

4.2.2 Schwellenwertmatrix

Die Schwellenwerte strukturieren die Lagebeurteilung des Modells. Bestehen gesetzliche Grenzen, werden diese übernommen; Branchenwerte und empirische Hinweise dienen ergänzend als Orientierung. Fehlen konkrete Vorgaben, werden eigene Schwellenwerte gesetzt. Tabelle 3 gibt einen Überblick über die Schwellenwerte.

⁶³ Vgl. ESMA (2020) Rn. 42.

⁶⁴ Vgl. Karl (2012) S. 297 f.; ESMA (2020) Rn. 50.

⁶⁵ In Anlehnung an Bouveret (2017) S. 17-19, ESMA (2020) Rn. 42-56, § 253 KAGB und eigener Modellbildung.

Indikator	Grün: Normalbereich	Gelb: Frühwarnung	Orange: Belastung	Rot: kritischer Einzelbefund
Nettomittel-aufkommen	positiv oder ausgeglichen	unter 0 bis -0,5 % NAV/Monat	unter -0,5 bis -1,0 % NAV/Monat	unter -1,0 % NAV/Monat
RCR	$\geq 1,2$	1,0 bis $< 1,2$	$> 0,7$ bis $< 1,0$	$\leq 0,7$: harter RCR-Trigger; direkter Übergang in Eskalationsstufe 3
Liquiditätsquote	$\geq 10 \%$	7 bis $< 10 \%$	5 bis $< 7 \%$	$< 5 \%$: Liquiditätsprüfung
Veräußerungsgeschwindigkeit	übliche Verkaufsdauer, marktnahe Preise	verlängerte Verkaufsdauer oder Preiszugeständnisse	deutlich verlängerte Verkaufsdauer und erhebliche Preiszugeständnisse	keine marktgerechten Angebote oder akutes Notverkaufsrisiko
Anleger- und Rückgabekonzentration	$< 10 \%$ NAV	10 bis $< 15 \%$ NAV	15 bis $< 20 \%$ NAV	$\geq 20 \%$ NAV

Tabelle 3: Schwellenwertmatrix des ELM-Modells.⁶⁶

Die Farbzuzuordnung beschreibt die Belastung des jeweiligen Einzelindikators und ist nicht mit den Eskalationsstufen des Modells gleichzusetzen. Ein roter Einzelbefund führt grundsätzlich nicht automatisch in eine höhere Eskalationsstufe. Ausgenommen ist der ausdrücklich definierte harte RCR-Trigger von 0,7 oder niedriger, der unmittelbar eine Stufe-3-Prüfung auslöst. Die Krisenphase der Eskalationsstufe 4 setzt demgegenüber voraus, dass die gesetzlichen Voraussetzungen des § 257 Abs. 1 KAGB erfüllt sind.

Der an die gesetzliche Mindestliquidität angelehnte Indikator des Modells ist die für Rücknahmen verfügbare **Liquiditätsquote**. Sie misst, welcher Anteil des Fondsvermögens tatsächlich für Anteilsrücknahmen frei verfügbar ist.

Die rote Schwelle von fünf Prozent folgt unmittelbar aus § 253 Abs. 1 KAGB und bildet die gesetzliche Mindestverfügbarkeit. Die Marktstudie von Scope dient ergänzend als Marktanker für die Einordnung der Liquiditätslage.⁶⁷ Die Modellwerte von sieben und zehn Prozent sind eigene, nicht gesetzlich vorgegebene Frühwarnschwellen oberhalb der gesetzlichen Mindestgrenze.

⁶⁶ Eigene modellhafte Schwellenwertsetzung auf Grundlage von § 253 Abs. 1 KAGB, BVI (2023) S. 3, Scope Fund Analysis (2025) S. 8 f., Bouveret (2017) S. 17-19 und ESMA (2020) Rn. 42 und 50. Soweit nicht gesetzlich vorgegeben, sind die Schwellen eigene Modellsetzungen.

⁶⁷ Vgl. Scope Fund Analysis (2025) S. 8 f.

Nettomittelaufkommen: Der BVI dokumentiert auf Basis von Bundesbank-Daten, dass monatliche Bruttoabflüsse von mehr als einem Prozent im Zeitraum von 2006 bis 2012 in 26 Prozent der Beobachtungen auftraten. Nach Einführung der Halte- und Kündigungsfristen sank dieser Anteil auf vier Prozent; 96,1 Prozent der monatlichen Beobachtungen lagen seitdem bei höchstens einem Prozent. Die Daten zeigen, dass Bruttoabflüsse oberhalb dieser Grenze einen ungewöhnlich hohen Rückgabedruck kennzeichnen.⁶⁸

Da das Nettomittelaufkommen neben den Rückgaben auch die Bruttozuflüsse berücksichtigt, lassen sich aus diesen Werten jedoch keine unmittelbaren NMA-Schwellen ableiten. Die Grenzen von 0,5 und 1,0 Prozent werden deshalb als modellinterne Werte festgelegt.

Bei der **RCR** ist die Schwelle von 1,0 definitorisch begründet. Sie bezeichnet die vollständige rechnerische Deckung der modellierten Bruttoreckgaben. Die grüne Schwelle von 1,2 berücksichtigt darüber hinaus einen modellinternen Sicherheitspuffer von 20 Prozent. Die Schwelle von 0,7 stellt eine offen ausgewiesene Modellsetzung für eine erhebliche Unterdeckung dar. Bei einer RCR von 0,7 deckt die freie Liquidität lediglich 70 Prozent der modellierten Bruttoreckgaben. Für die verbleibenden 30 Prozent müssten weitere Liquiditätsquellen erschlossen oder geeignete Steuerungsmaßnahmen geprüft werden.

Die Schwelle ist nicht empirisch validiert und begründet weder automatisch den Einsatz eines bestimmten Liquiditätsmanagement-Instruments noch eine Aussetzung der Anteilrücknahme. Ihr Erreichen oder Unterschreiten löst innerhalb des ELM-Modells jedoch eine unverzügliche und dokumentierte Prüfung auf Eskalationsstufe 3 aus.

Die **Veräußerungsgeschwindigkeit** wird qualitativ erfasst. Immobilien unterscheiden sich nach Lage, Objektgröße, Vermietungssituation und Marktphase, sodass einheitliche Prozentwerte das tatsächliche Risiko verzerren würden. Die qualitative Schwellenbildung ist eine eigene Modellsetzung.⁶⁹ Das Modell verwendet daher Stufen, die auf der Einschätzung des Portfoliomanagements beruhen und an beobachtbare Anker wie Vermarktungsdauer, Preisabschläge und Transaktionsvolumen geknüpft sind.

Die Schwellen der **Anleger- und Rückgabekonzentration** sind konzeptionelle Festlegungen. Die Schwelle von 20 Prozent folgt einer Kipp-Logik: Ab dieser Größenordnung kann die Rückgabeentscheidung eines einzelnen Anlegers oder einer wirtschaftlich verbundenen Anlegergruppe die Liquiditätslage prägen.

4.2.3 Funktionsablauf und Ad-hoc-Stresstest

Der Ad-hoc-Stresstest wird durchgeführt, wenn die Ausgangsbeurteilung eine Frühwarnlage zeigt, also mindestens ein beurteilbarer Indikator im Monitoring gelb oder schlechter ist. Er kann außerdem ausgelöst werden, wenn ein besonderes Ereignis eintritt oder neue Informationen zusätzlichen Prüfbedarf ergeben. Der Test führt nicht selbst zu einer Eskalationsstufe. Seine Ergebnisse werden erneut mit den übrigen Indikatoren zusammengeführt, erst daraus ergibt sich die Eskalationsstufe. Diese Auslöseschwelle ist eine Modellregel der Arbeit.

Der Ad-hoc-Stresstest setzt an, bevor eine Belastung tatsächlich eintritt, und verbindet jede Stressannahme mit einem definierten Prüfpfad.

⁶⁸ Vgl. BVI (2023) S. 3.

⁶⁹ Vgl. Oertel (2019) S. 22-26; ESMA (2020) Rn. 42-45.

Die KVG kann auf dieser Grundlage prüfen, welche Instrumente unter welcher Belastungsannahme in Betracht kämen. Ob dieser vorgezogene Prüfschritt im Ernstfall zu einer schnelleren oder besseren Entscheidung führt, ist eine empirische Frage und nicht Gegenstand der Arbeit. Über die tatsächliche Aktivierung und ihre Marktwirkung entscheidet die KVG im Einzelfall.

Im modellhaften Referenzfall in Kapitel 5 werden die Bruttoreüßgaben schrittweise erhöht. Die freie Liquidität und die Bruttozuflüsse bleiben zunächst konstant, damit der Rückgabeschock isoliert betrachtet werden kann. Dadurch verschlechtern sich RCR und NMA aus derselben Ursache und werden gemeinsam bewertet.

Aus dem Stresstest entstehen zwei Teilprofile: ein RCR-Stressprofil und ein NMA-Stressprofil. Beide fließen anschließend in die Gesamtbeurteilung ein. Diese fasst Befunde mit gemeinsamer Ursache zusammen und bezieht die übrigen Indikatoren als eigenständige Risikobereiche ein. Erst aus dieser Gesamtkonstellation ergibt sich die Eskalationsstufe.

4.2.4 Konstellationsprinzip und Eskalationsstufen

Das Konstellationsprinzip bestimmt, wie die Indikatorbefunde in eine Eskalationsstufe übersetzt werden. Wichtig ist die Gesamtbetrachtung der Liquiditätslage.

Eskalationsstufe 1 beschreibt die Normalphase. Sie liegt vor, wenn die beurteilbaren Indikatoren unauffällig sind und kein besonderer Prüfbedarf besteht. Ziel ist die laufende Überwachung der Liquiditätslage.

Eskalationsstufe 2 beschreibt die Frühwarnphase. Sie wird erreicht, sobald mindestens ein beurteilbarer Indikator gelb oder schlechter eingestuft ist.

Die Regeln für Eskalationsstufe 3 und Eskalationsstufe 4 haben Vorrang. Ein einzelner gelber Befund begründet die Frühwarnphase, löst aber keine höhere Eskalationsstufe aus. Auch ein einzelner orangefarbener Befund verbleibt nach dem Konstellationsprinzip in Eskalationsstufe 2, solange kein zweiter unabhängiger Risikobereich orange oder schlechter bewertet ist und der harte RCR-Trigger von 0,7 nicht erreicht wird.

Das Monitoring wird verdichtet und die betroffene Kennzahl enger beobachtet. Gebühreninstrumente und weitere mildere Maßnahmen werden geprüft und können vorbereitet werden. Eskalationsstufe 2 kann verschieden stark ausgeprägt sein. Die Eskalationsstufe legt fest, welcher Prüfpfad eröffnet wird, nicht aber, wie dringlich die Prüfung innerhalb dieses Pfads ist. Die Dringlichkeit innerhalb der Stufe ergibt sich vorrangig aus dem Abstand der RCR zum harten Trigger und ergänzend aus Zahl und Farbe der übrigen Befunde, der Datenqualität und der Entwicklung seit dem letzten Monitoringstichtag.

Ein Szenario knapp oberhalb des harten RCR-Triggers verlangt deshalb eine deutlich intensivere Vorbereitung als ein einzelner gelber Frühwarnbefund.

Eskalationsstufe 3 beschreibt die Belastungsphase. Sie wird regulär erreicht, wenn mindestens zwei voneinander unabhängige Risikobereiche orange oder schlechter eingestuft sind.

RCR und Nettomittelaufkommen bilden bei einem isolierten Rückgabeschock jedoch einen gemeinsamen Ursachencluster und zählen zusammen nur als ein Risikobereich. Ein Ursachencluster fasst Indikatoren zusammen, die im betrachteten Szenario im Wesentlichen auf denselben Belastungstreiber reagieren. Mehrere belastete Indikatoren innerhalb desselben

Ursachenclusters gelten für den regulären Übergang in Eskalationsstufe 3 als ein gemeinsamer Befund. Beide Kennzahlen reagieren auf das Volumen der Rücknahmen: Die Rückgabeforderung steht im Nenner der RCR und bildet zugleich die Abflussseite des Nettomittelaufkommens. Ein Rückgabeschock verschlechtert deshalb beide Kennzahlen gleichzeitig.

Ein doppelter Orange-Befund innerhalb des Ursachenclusters zeigt keine zwei unabhängigen Risiken an. Er bildet dieselbe Ursache in zwei Kennzahlen ab. Für den regulären Übergang in Eskalationsstufe 3 ist deshalb ein weiterer, unabhängiger Orange-Befund etwa aus freier Liquiditätsquote, Veräußerungsgeschwindigkeit oder Anleger- und Rückgabekonzentration erforderlich.

Ein RCR-Wert von 0,7 oder niedriger führt unmittelbar in Eskalationsstufe 3 und löst dort eine unverzügliche, dokumentierte Prüfung der Rücknahmebeschränkung aus. Eine Aktivierung folgt daraus nicht automatisch.

Die Rücknahmebeschränkung wird gesondert geprüft. Ihr Schwellenwert wird erst in Eskalationsstufe 3 berücksichtigt und kann zu einer anteiligen Rückgabe führen. Eine Krisenphase entsteht daraus nicht automatisch.

Eskalationsstufe 4 beschreibt die Krisenphase. Sie liegt vor, wenn die Voraussetzungen des § 257 Abs. 1 KAGB erfüllt sind, wenn also die verfügbaren Bankguthaben und liquiden Mittel nicht ausreichen oder nicht rechtzeitig verfügbar sind, um die Rücknahmepreise zu zahlen und die laufende Bewirtschaftung sicherzustellen. In dieser Situation ist die Rücknahme auszusetzen.

Die Mindestverfügbarkeit nach § 253 KAGB ist davon zu trennen. Ein Unterschreiten der Fünf-Prozent-Grenze ist ein schwerer Compliance- und Liquiditätsbefund, führt für sich genommen aber noch nicht zur Aussetzung. Zur Rücknahmeaussetzung führt es erst, wenn zusätzlich die Voraussetzungen des § 257 Abs. 1 KAGB erfüllt sind.

Die Eskalationsstufe bestimmt damit den Prüfpfad der nächsten Modellkomponente.

4.3 Komponente 2: Instrumentenzuordnung und Eskalationsreihenfolge

Die Instrumentenzuordnung des ELM-Modells baut auf der Voreinordnung aus Abschnitt 2.3.3 auf. Dort wurde geprüft, welche Instrumente des Anhangs V AIFMD II für offene Immobilien-Publikumsfonds verfügbar sind. Komponente 2 des Modells übersetzt diese Voreinordnung in eine Stufenlogik und ordnet jeder Eskalationsstufe diejenigen Instrumente zu, die in der jeweiligen Liquiditätslage einen Stabilisierungsbeitrag leisten.

Für jedes Instrument wird geprüft, ob es grundsätzlich rechtlich verfügbar ist, zur jeweiligen Stressursache passt und für offene Immobilien-Publikumsfonds strukturell geeignet ist.

Zusätzlich werden Eingriffsintensität, Anlegerwirkung und Verhältnismäßigkeit berücksichtigt. Die konkrete fondsvertragliche, technische und organisatorische Umsetzbarkeit wird anschließend in Komponente 3 geprüft.

Die Eskalationsstufe gibt vor, welche Instrumente vorrangig in den Entscheidungsprozess übernommen werden.⁷⁰ Abbildung 6 zeigt die Komponente 2.



Abbildung 6: Komponente 2 des ELM-Modells: stufenbezogene Instrumentenprüfung.

4.3.1 Modellrelevante Auswahlinstrumente

Die Auswahlinstrumente bilden den Kern der operativen Stufenlogik. Die nach § 30a KAGB vorgelagert ausgewählten Instrumente bilden den fondsspezifischen Instrumentenbestand, auf den die Priorisierungslogik des ELM-Modells angewendet wird. Abbildung 7 zeigt den Instrumentenfilter und die daraus folgende Eskalationszuordnung.



Abbildung 7: Instrumentenfilter und Eskalationszuordnung.

Verlängerte Rückgabefrist als strukturelle Basis: Die verlängerte Rückgabefrist trägt im Modell stufenübergreifend als Basis. Ihre Wirkung ist nicht punktuell. Sie greift dauerhaft in die Fristenstruktur des Fonds ein. § 255 Abs. 5 KAGB ordnet die zwölfmonatige Rückgabefrist des § 255 Abs. 4 KAGB in den unionsrechtlichen Instrumentenrahmen ein. Sie gilt bei Einhaltung der Voraussetzungen des § 257 Abs. 1 KAGB als geeignetes LMT.

Wegen ihrer zeitverzögerten Wirkung entfaltet die Rückgabefrist ihren Effekt in der Normal- und Frühwarnphase. Sie verschafft den Zeitvorlauf, auf dem die abgestuften Instrumente aufsetzen.

Rückgabegebühr und Verwässerungsschutzgebühr ab Eskalationsstufe 2: Die Rückgabegebühr kann Rückgaben verteuern und dadurch einen dämpfenden Anreiz setzen. Die Verwässerungsschutzgebühr ordnet Liquiditäts- und Transaktionskosten den Anlegern zu, die diese Kosten auslösen.⁷¹

Aufgrund dieser Eigenschaften eignen sie sich als laufendes oder frühzeitig einsetzbares Verwässerungsschutzinstrument. Für die Belastungsphase reichen sie allein nicht aus. Ihre Wirkung ist verhaltensabhängig und hängt von der Höhe der Gebühr und der Risikowahrnehmung der Anleger ab.

⁷⁰ Vgl. ESMA (2026) Rn. 13-15.

⁷¹ Vgl. FSB (2023) S. 18; ESMA (2026) Rn. 40 f.; 49-52.

Rücknahmebeschränkung in Eskalationsstufe 3: Die Rücknahmebeschränkung ist das Belastungsinstrument der dritten Eskalationsstufe. Sie begrenzt das ausführbare Rückgabevolumen und verschafft Zeit, ohne neue Liquidität zu schaffen.

Die Rücknahmebeschränkung arbeitet mit einem vorab in den Anlagebedingungen festgelegten Schwellenwert. Wird der fondsvertragliche Schwellenwert überschritten und aktiviert die KVG die Rücknahmebeschränkung nach Abschluss der Governanceprüfung, werden die Rückgabebefehle nach den festgelegten Fondsregelungen anteilig ausgeführt.⁷² Diese Tagesmechanik folgt festen Regeln, sobald der Schwellenwert überschritten ist. Die KVG hat die Liquiditätslage bei börsentäglicher Rücknahme täglich neu festzustellen.

4.3.2 Nachrangige Instrumente

Drei Instrumente des Anhangs V AIFMD II sind für offene Immobilien-Publikumsfonds rechtlich verfügbar, im Modell aber nachrangig. Sie kommen entweder wegen des Produktprofils kaum zur Wirkung oder richten sich an einen Anlegerkreis, der bei Publikumsfonds kaum einschlägig ist, siehe Abbildung 8.

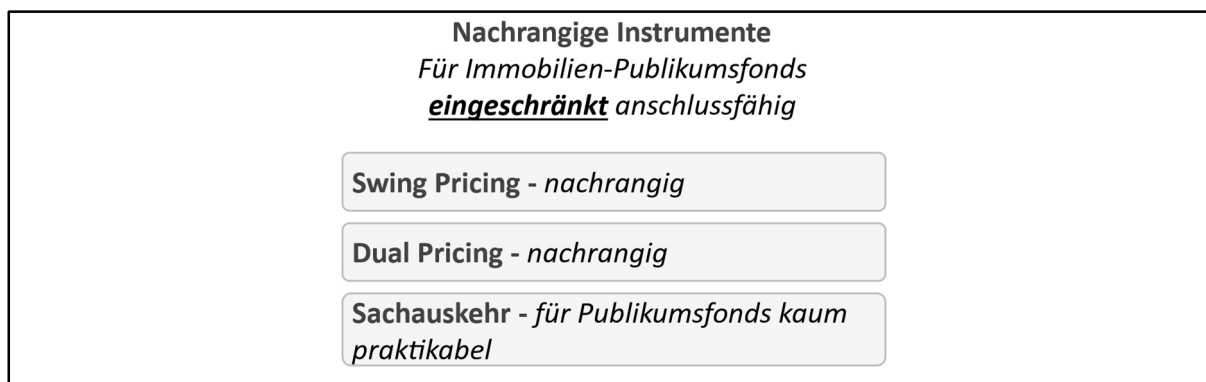


Abbildung 8: Nachrangige Instrumente für offene Immobilien-Publikumsfonds.

Swing Pricing und Dual Pricing stehen offenen Immobilien-Sondervermögen im Rahmen des erweiterten LMT-Katalogs nach § 30a KAGB in Verbindung mit Anhang V AIFMD II rechtlich zur Verfügung. Die praktische Anschlussfähigkeit bleibt gering. Die ESMA-Leitlinien zu LMTs weisen diese Instrumente folgerichtig aktiv gehandelten Vermögenswerten mit regelmäßig verfügbaren Handelskosten zu.⁷³

Bei offenen Immobilien-Publikumsfonds mit periodischer Sachverständigenbewertung ist die belastbare Kalibrierung dieser Instrumente regelmäßig erschwert.

Die Sachauskehr nach Anhang V Nr. 8 AIFMD II ist nach § 98 Abs. 4 KAGB grundsätzlich auf Rücknahmeverlangen professioneller Anleger ausgerichtet. Eine anteilige Übertragung einzelner Immobilien an Privatanleger ist operativ kaum darstellbar. Die drei Instrumente bleiben Bestandteil des aufsichtsrechtlichen Auswahlkatalogs nach § 30a Abs. 1 KAGB. Das Modell weist ihnen keine aktive Eskalationsstufe zu, schließt ihre Berücksichtigung in der Mindestauswahl der KVG aber nicht aus.

⁷² Vgl. BVI/DK (2021) S. 2 f.; ESMA (2026) Rn. 23-27.

⁷³ Vgl. ESMA (2026) Rn. 42; 47 f.

4.3.3 Sonderinstrumente nach Anhang V Nr. 1 und Nr. 9

Die Sonderinstrumente stehen außerhalb der Mindestauswahl nach Art. 16 Abs. 2b AIFMD II. Sie sind beide auf Ausnahmesituationen beschränkt. Im Modell tragen sie unterschiedliche Funktionen. Ihre Stellung innerhalb des ELM-Modells ist unterschiedlich: Die Rücknahmeaussetzung ist der gesetzlichen Krisenphase der Eskalationsstufe 4 zugeordnet, während der Side Pocket einen parallelen, objektspezifischen Sonderpfad bildet. Dies zeigt Abbildung 9.

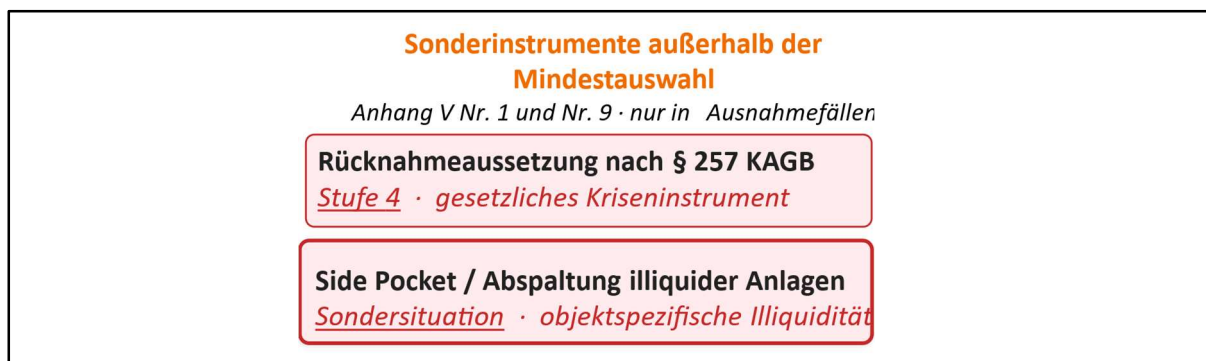


Abbildung 9: Sonderinstrumente außerhalb der Mindestauswahl.

Rücknahmeaussetzung in Eskalationsstufe 4: Unionsrechtlich ist die Rücknahmeaussetzung als gesondertes Ausnahmeinstrument in Anhang V Nr. 1 AIFMD II geregelt. Die Aussetzung ist zeitlich auf das zur Bewältigung der außergewöhnlichen Umstände Erforderliche zu begrenzen und muss im Interesse der Anleger gerechtfertigt sein.

Die Aussetzung des WERTGRUND WohnSelect D zum 15. Januar 2026 verdeutlicht, dass § 257 KAGB auch im aktuellen Marktumfeld praktische Relevanz besitzt und über die historische Krisennorm hinausreicht.⁷⁴

Die Aussetzung hat die stärkste Eingriffsintensität aller betrachteten Instrumente. Unmittelbar fällige Auszahlungen werden gestoppt und der Liquiditätsbestand wird kurzfristig geschont. Die Aussetzung eröffnet einen eigenen Krisen-Governance-Zyklus mit Wiedereröffnungs-, Liquiditätsbeschaffungs- und gegebenenfalls Abwicklungsprüfung.

Side Pocket als paralleler Sonderpfad: Der Side Pocket zählt im Modell nicht als auswählbares Instrument. Er gehört nicht zu den nach Art. 16 Abs. 2b AIFMD II auswahlpflichtigen Instrumenten. Die KVG muss ihn deshalb nicht in ihre Mindestauswahl aufnehmen, und das Modell führt ihn nicht als Eskalationsstufe.

Die Abspaltung steht auch deshalb außerhalb der Stufenlogik, weil ihr Auslöser ein anderer ist. Die Eskalationsstufen 1 bis 4 reagieren auf allgemeinen Rückgabedruck und werden über die Liquiditätsindikatoren und den Ad-hoc-Stresstest gesteuert. Der Side Pocket setzt an einem einzelnen Vermögenswert an, bei objektspezifischer Illiquidität oder erheblicher Bewertungsunsicherheit. Die ESMA-Leitlinien zu LMTs grenzen den Anwendungsbereich auf erhebliche Bewertungsunsicherheit oder Illiquidität eines spezifischen Portfolioteils ohne aktiven

⁷⁴ Vgl. WohnSelect Kapitalverwaltungsgesellschaft (2026) S. 1.

Markt ab.⁷⁵ Für offene Immobilienfonds kann ein einzelnes Objekt etwa wegen Rechtsstreitigkeiten, Baumängeln oder eines lokalen Markteinbruchs abgespalten werden, um die Liquidierbarkeit des Restportfolios zu erhalten. Daraus folgt die Stellung im Modell. Der Side Pocket kann aus jeder Eskalationsstufe als paralleler Sonderpfad geprüft werden. Seine Aktivierung setzt die rechtlichen Voraussetzungen und eine gesonderte Governanceentscheidung voraus. Er ersetzt keine Stufenmaßnahme und entbindet die KVG nicht von der Auswahl der eigentlichen Steuerungsinstrumente. Seine Wirkung auf die Indikatoren ist selektiv. Die Rücknahmeaussetzung bildet als gesetzlich gebundene Krisenfolge die Eskalationsstufe 4 des Modells. Der Side Pocket bleibt als objektspezifischer Sonderpfad außerhalb der regulären Eskalationsstufen.

4.4 Komponente 3: Governance, operative Umsetzung und Rückkopplung

Komponente 3 überführt die Ergebnisse der ersten beiden Komponenten in einen geregelten Entscheidungsprozess. Ausgangspunkt sind die in Komponente 1 ermittelte Eskalationsstufe und die in Komponente 2 priorisierten Instrumente. Das Modell löst keine automatische Aktivierung aus. Es bereitet die Entscheidung vor, hält ihre Grundlagen fest und überprüft anschließend die Wirkung. Der Ablauf umfasst die Prüfung der Ergebnisse, die Vorbereitung und den Beschluss der Entscheidung, die erforderliche Kommunikation, die mögliche Aktivierung eines Instruments, die begleitende Dokumentation sowie die anschließende Wirkungskontrolle.⁷⁶

4.4.1 Monitoring-Blatt als Entscheidungsdokument

Das Monitoring-Blatt bildet die gemeinsame Informations- und Entscheidungsgrundlage. Es enthält die wesentlichen Kennzahlen, die Ergebnisse der Stresstests, die ausgelösten Schwellenwerte und die vorgeschlagene Eskalationsstufe. Zusätzlich werden die aus Komponente 2 übernommenen Instrumentenoptionen, ihre rechtliche Grundlage, mögliche Anlegerwirkungen sowie die zuständigen Stellen und erforderlichen Folgeschritte dokumentiert. Die dritte Spalte weist jedes Prüffeld einer verantwortlichen Funktion zu und hält so die Trennung von fachlicher Prüfung durch das Risikomanagement und Entscheidung durch das zuständige Gremium der KVG fest. Das Dokument weist außerdem aus, ob die verwendeten Daten vollständig und aktuell sind, ob mögliche Interessenkonflikte bestehen und ob das jeweilige Instrument rechtlich und in den Fondsunterlagen verankert ist. Ein Muster des Monitoring-Blatts ist in Anlage A2 dargestellt.

4.4.2 Rollen und Entscheidungsvorbereitung

Die Entscheidung wird von mehreren Bereichen der KVG vorbereitet. Das Risikocontrolling führt die Ergebnisse aus Komponente 1 und 2 in einer Entscheidungsvorlage zusammen. Sie enthält die Eskalationsstufe, die maßgeblichen Trigger und die Instrumente, die für die jeweilige Situation vorrangig zu prüfen sind.

Das Fonds- oder Portfoliomanagement prüft, ob die Liquiditätslage zunächst durch andere Maßnahmen stabilisiert werden kann. Dazu können vorhandene Liquidität, erwartete Zuflüsse,

⁷⁵ Vgl. ESMA (2026) Rn. 53 f.

⁷⁶ Vgl. ESMA (2020) Rn. 20-24; ESMA (2026) Rn. 12-14.

Kreditlinien oder geplante Objektverkäufe gehören. Zugleich wird beurteilt, ob die vorgeschlagenen Instrumente operativ umgesetzt werden können.

Recht und Compliance prüfen die rechtliche Zulässigkeit, die Verankerung in den Fondsunterlagen sowie mögliche Melde-, Veröffentlichungs- und Informationspflichten. Soweit entsprechende Angaben verfügbar sind, können auch Informationen aus dem Vertrieb oder der Anlegerkommunikation einbezogen werden. Über das weitere Vorgehen entscheidet das nach der internen Zuständigkeitsordnung verantwortliche Gremium der KVG, das Fondsmanagement, Risikomanagement und Compliance zusammenführt.

4.4.3 Entscheidungslogik

Die weitere Vorgehensweise richtet sich nach der ermittelten Eskalationsstufe. In Eskalationsstufe 1 wird das reguläre Monitoring fortgeführt. Eine besondere Vorbereitung von LMTs ist nicht erforderlich.

In Eskalationsstufe 2 werden Gebühreninstrumente zunächst als mildere Maßnahmen geprüft und vorbereitet. Die Wirkungsbetrachtung bezieht sich auf den Fall einer späteren Aktivierung nach gesonderter Governanceentscheidung. In diesem Fall ordnen sie die entstehenden Kosten den auslösenden Anlegern zu. Gleichzeitig wird untersucht, ob mildere Maßnahmen und zusätzliche Liquiditätsquellen ausreichen, um eine weitere Verschärfung der Liquiditätslage zu verhindern.

In Eskalationsstufe 3 liegt eine erhöhte Belastung vor. Die nach der Stufenregel vorgesehene Instrumentenprüfung ist durchzuführen. Die zuständigen Funktionen dokumentieren das Prüfungsergebnis und legen es dem zuständigen Gremium vor.

Das Gremium trifft daraufhin die Governanceentscheidung über die weitere Vorbereitung, eine Aktivierung, eine Anpassung oder eine begründete Nichtaktivierung. Maßgeblich sind die rechtliche und operative Umsetzbarkeit.

Eine Rücknahmebeschränkung wird innerhalb dieser Eskalationsstufe gesondert geprüft. Der in den Anlagebedingungen festgelegte Gate-Schwellenwert löst keine Eskalationsstufe automatisch aus. Er wird erst berücksichtigt, wenn die Rücknahmebeschränkung aufgrund der Gesamtsituation als mögliche Maßnahme in Betracht kommt.

Liegen die Voraussetzungen des § 257 Abs. 1 KAGB vor, tritt das Modell in Stufe 4 über. Das weitere Vorgehen richtet sich dann nach den gesetzlichen Vorgaben. Die Modelllogik ersetzt diese Anforderungen nicht.

Nach dem Beschluss werden die erforderlichen Melde- und Informationspflichten erfüllt. Das Instrument wird anschließend vorbereitet oder aktiviert. Die Entscheidung und ihre Begründung werden im Monitoring-Blatt und in den internen Unterlagen dokumentiert. Die Dokumentation begleitet damit den gesamten Prozess.

4.4.4 Deaktivierung und Wirkungskontrolle

Nach der Aktivierung wird fortlaufend geprüft, ob das Instrument die beabsichtigte Wirkung erreicht. Beobachtet werden vor allem die Liquiditätskennzahlen, der Rückgabedruck, neue Stresstestergebnisse und mögliche Auswirkungen auf die Anleger.

Ein Instrument wird nicht automatisch deaktiviert, sobald sich ein einzelner Wert verbessert. Eine Rückstufung setzt voraus, dass sich die Liquiditätslage stabilisiert hat. Neben der RCR werden deshalb auch die Mittelabflüsse, die verfügbare Liquidität, geplante Objektverkäufe und bestehende Konzentrationsrisiken berücksichtigt. Das zuständige Gremium entscheidet auf dieser Grundlage, ob das Instrument fortgeführt, angepasst oder deaktiviert wird. Die Entscheidung wird erneut dokumentiert. Modellhafte Deaktivierungskriterien sind in Anlage A3 dargestellt.

Die Ergebnisse der Wirkungskontrolle fließen anschließend in Komponente 1 zurück. Die Belastungssituation wird anhand der aktualisierten Daten neu bewertet. Das ELM-Modell bildet damit einen fortlaufenden Steuerungskreislauf.

5 Anwendung des ELM-Modells auf einen modellhaften Referenzfonds

Kapitel 4 hat das ELM-Modell aus einem regulatorischen Rahmen und drei operativen Komponenten entwickelt. Ausgangspunkt ist, dass die Aufsicht eine situationsabhängige Prüfung von LMTs verlangt, die konkrete Belastungssituation jedoch nicht abschließend vorgibt. Kapitel 5 wendet das Modell auf einen modellhaften Referenzfonds an und zeigt, wie eine definierte Liquiditätslage über Monitoring, Stresstest und Gesamtbeurteilung einer Eskalationsstufe zugeordnet wird.

Komponente 1 wird anhand der für den Referenzfall festgelegten Eingangswerte rechnerisch angewendet. Komponente 2 knüpft an die jeweils erreichte Eskalationsstufe an. Komponente 3 bildet den anschließenden Governanceprozess modellhaft ab. Die Fallanwendung stellt damit keine tatsächliche Liquiditätssteuerung einer Kapitalverwaltungsgesellschaft nach, sondern zeigt die Anwendung der in Kapitel 4 entwickelten Entscheidungsarchitektur unter festgelegten Annahmen.

Der Ad-hoc-Stresstest erhöht die Brutorückgaben ausgehend vom Referenzszenario in drei Stressszenarien und berechnet RCR und Nettomittelaufkommen jeweils neu. Die übrigen Indikatoren werden entsprechend der in Kapitel 3 beschriebenen Methodik nicht eigenständig gestresst.

Die Gesamtbeurteilung führt die Befunde nach dem Konstellationsprinzip zusammen und berücksichtigt zugleich den harten RCR-Trigger, der allein im schweren Szenario unterschritten wird. Daran schließen die stufenbezogene Instrumentenprüfung der Komponente 2 und der Governanceprozess der Komponente 3 an.

5.1 Konzeption und Abgrenzung des Referenzfalls

Für die Fallanwendung wird mit dem ELM-Referenzfonds Deutschland ein modellhafter deutscher offener Immobilien-Publikumsfonds verwendet. Der Referenzfonds stellt kein tatsächlich existierendes Investmentvermögen dar. Die für die Modellanwendung benötigten fondsspezifischen Eingangswerte werden als Fallannahmen festgelegt und bilden die Grundlage für die Berechnungen und Stressszenarien der folgenden Abschnitte.

Der Referenzfall ist so ausgestaltet, dass sich die Funktionsweise des ELM-Modells zwischen einer Frühwarnlage und einer erhöhten Belastung nachvollziehen lässt. Ausgangspunkt ist eine Liquiditätslage, die noch keinen gesetzlichen Krisenfall nach § 257 Abs. 1 KAGB darstellt. Damit kann untersucht werden, wie sich zunehmender Rückgabedruck zunächst innerhalb der Frühwarnphase auswirkt und unter welchen Bedingungen der Übergang in die Belastungsphase erfolgt.

Die Fallanwendung ist nicht als empirische Untersuchung eines konkreten Fonds angelegt. Sie veranschaulicht, wie die definierten Eingangswerte und Stressannahmen innerhalb des ELM-Modells zu unterschiedlichen Kennzahlenbefunden, Eskalationsstufen und Prüfpfaden für die LMTs führen. Die konkrete Parametrisierung und die daraus abgeleiteten Basiskennzahlen werden in Abschnitt 5.2 dargestellt.

5.2 Übertragung der Modellarchitektur und Basiskennzahlen

Abbildung 5 hat das ELM-Modell als regulatorisch eingebetteten Steuerungskreislauf aus drei Komponenten dargestellt. Die Anwendung folgt der in Abschnitt 4.1 entwickelten Architektur aus Monitoring, Stresstest und Eskalationsbestimmung, stufenbezogener Instrumentenprüfung und Governanceprozess.

Für den ELM-Referenzfonds Deutschland werden die fünf Indikatoren anhand der für den Referenzfall festgelegten Eingangswerte und qualitativen Annahmen eingeordnet. Informationen, die im Referenzfall bewusst nicht parametrisiert werden, werden grau und als nicht bewertbar gekennzeichnet. Sie verändern die Eskalationsstufe nicht; aus der fehlenden Bewertung wird jedoch kein unauffälliger Befund abgeleitet. Abbildung 10 konkretisiert den Ablauf mit den fallbezogenen Werten.

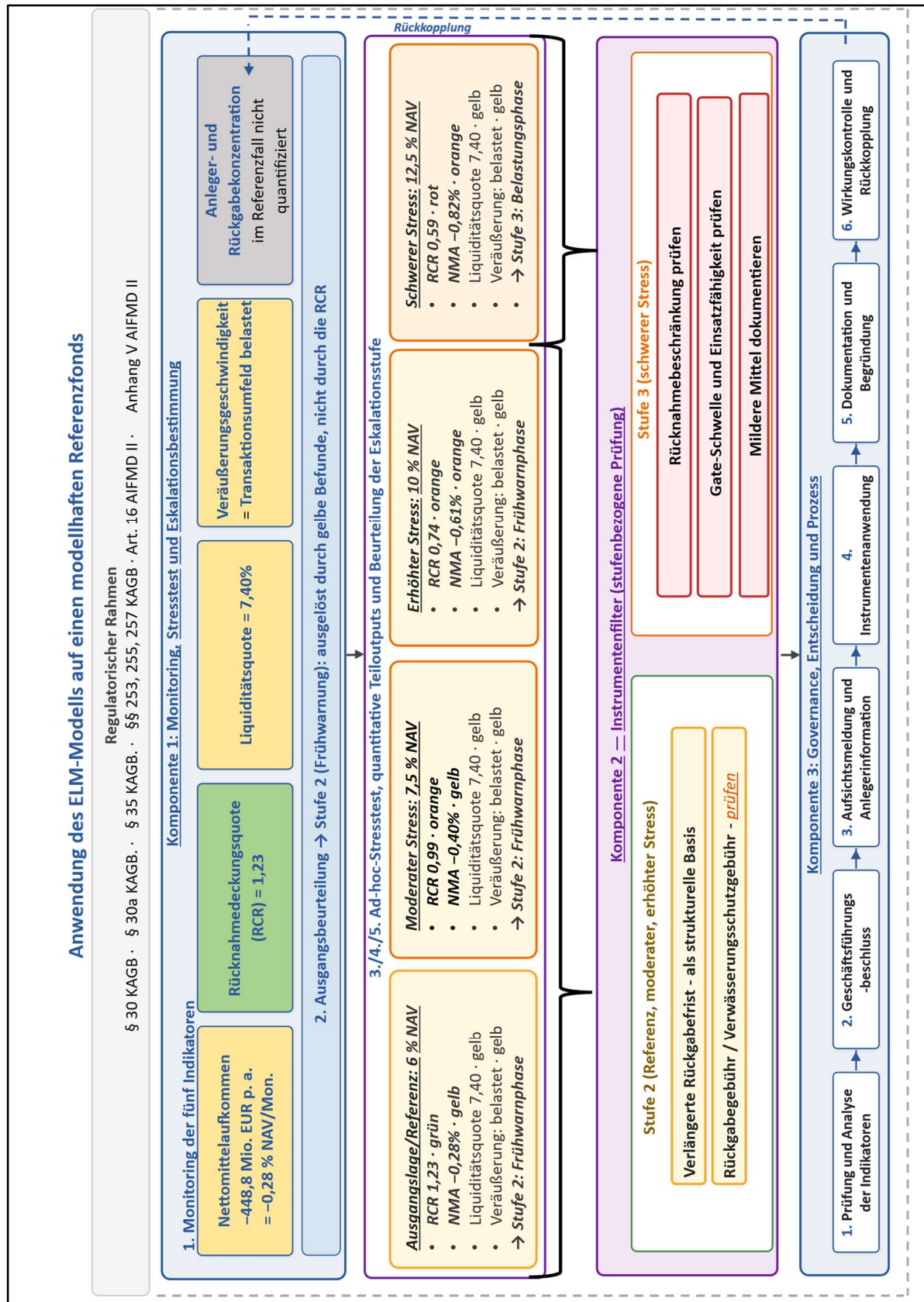


Abbildung 10: Fallbezogene Anwendung der ELM-Modellarchitektur auf den modellhaften Referenzfonds.

Zum Modellstichtag weist der ELM-Referenzfonds Deutschland ein Nettofondsvermögen von 13.600,0 Mio. EUR auf. Die Gesamtliquidität beträgt 2.230,4 Mio. EUR, davon sind 1.006,4 Mio. EUR frei verfügbar und 1.224,0 Mio. EUR gebunden. Für den Betrachtungszeitraum werden Bruttozuflüsse von 367,2 Mio. EUR und Bruttoreckgaben von 816,0 Mio. EUR angesetzt. Daraus ergibt sich ein Nettomittelaufkommen von minus 448,8 Mio. EUR.

Die Werte stellen die für den modellhaften Referenzfall festgelegten Eingangswerte dar. Die daraus abgeleiteten Quoten und die Rücknahmedeckungsquote werden auf dieser Grundlage berechnet. Die Parametrisierung dient der Anwendung der in Kapitel 4 entwickelten Modelllogik und bildet keine Daten eines tatsächlich existierenden Investmentvermögens ab.

Aus den Eingangswerten ergeben sich die Basiskennzahlen des Modells. Die Gesamtliquiditätsquote beträgt 16,40 Prozent, die freie Liquiditätsquote 7,40 Prozent. Das Nettomittelaufkommen entspricht minus 3,30 Prozent des Nettofondsvermögens pro Jahr. Die Bruttoreckgabequote liegt bei 6,00 Prozent und bildet das Referenzszenario für die anschließende Stressanalyse.

$$\mathbf{RCR} = 1.006,4 / 816,0 = 1,23$$

Die RCR von rund 1,23 bedeutet, dass die am Modellstichtag angesetzte freie Liquidität die für den folgenden Zwölfmonatszeitraum unterstellten Bruttoreckgaben rechnerisch zu rund 123 Prozent deckt. Die Berechnung der RCR ist bewusst konservativ angelegt. Sie ist statisch und zukunftsgerichtet und unterstellt, dass sich die angesetzte freie Liquidität innerhalb des Betrachtungszeitraums zunächst nicht verändert. Verkaufserlöse, freiwerdende gebundene Mittel und Kreditaufnahmen werden in der Berechnung nicht berücksichtigt. Bruttozuflüsse gehen nicht in die RCR ein, sondern werden gesondert bei der Berechnung des Nettomittelaufkommens berücksichtigt.

Die Gesamtliquidität von 2.230,4 Mio. EUR dient als Kontroll- und Kontextgröße. Den Zähler der RCR bildet ausschließlich die freie Liquidität von 1.006,4 Mio. EUR. Für den Referenzfall wird diese Größe als der zum Modellstichtag unmittelbar verfügbare Liquiditätsbestand angesetzt. Die gebundenen Mittel bleiben entsprechend der in Abschnitt 4.2.1 festgelegten Modelllogik bei der Berechnung der RCR außer Ansatz. Tabelle 4 fasst die verwendeten Eingangswerte und die daraus abgeleiteten Kennzahlen zusammen.

Kennzahl	Wert
Nettofondsvermögen	13.600,0 Mio. EUR
Gesamtliquidität	2.230,4 Mio. EUR
Freie Liquidität	1.006,4 Mio. EUR
Gebundene Mittel	1.224,0 Mio. EUR
Nettomittelaufkommen	-448,8 Mio. EUR
Bruttorückgaben	816,0 Mio. EUR
Bruttozuflüsse	367,2 Mio. EUR
Gesamtliquiditätsquote	16,40 %
Freie Liquiditätsquote	7,40 %
Nettomittelaufkommen in % NAV pro Jahr	-3,30 %
Bruttorückgabequote pro Jahr	6,00 %
RCR	1,23

Tabelle 4: Basisdaten und abgeleitete Kennzahlen des ELM-Referenzfonds Deutschland zum Modellstichtag.

5.3 Anwendung von Komponente 1: Monitoring der fünf Indikatoren

Komponente 1 wird zunächst auf die Ausgangslage des ELM-Referenzfonds Deutschland angewendet. Dazu werden die fünf Indikatoren zum Modellstichtag anhand der festgelegten Eingangswerte und qualitativen Fallannahmen befüllt und mit der Schwellenwertmatrix bewertet. Aus dieser Ausgangsbeurteilung ergeben sich die Eskalationsstufe und die Frage, ob ein Ad-hoc-Stresstest erforderlich ist. Tabelle 5 ordnet die Indikatoren nach ihren Einzelbefunden ein.

Indikator	Befund	Ampel	Datenqualität
Nettomittelaufkommen	-448,8 Mio. EUR p. a.; monatlich in % $\approx -0,28$ %	Gelb	monatlicher Durchschnittsproxy
Rücknahmedeckungsquote	1,23; Referenz-Punkt des RCR-Stressprofils	Grün	berechnet, stichtagsbezogen
Liquiditätsquote	7,40 % freie Liquidität, 16,40 % Gesamtliquidität	Gelb	berechnet
Veräußerungsgeschwindigkeit	verlängerte Vermarktungsdauer	Gelb	qualitative Fallannahme
Anleger- und Rückgabekonzentration	im Referenzfall nicht quantifiziert	Grau	Datenlücke

Tabelle 5: Monitoring der fünf ELM-Indikatoren in der Ausgangslage.⁷⁷

Das Nettomittelaufkommen liegt bei minus 3,30 Prozent des Nettofondsvermögens im Jahr. Die Schwellenwertmatrix bewertet diesen Indikator auf Monatsbasis. Als vereinfachter Monatsdurchschnitt ergibt sich ein Wert von rund minus 0,28 Prozent, der im gelben Bereich von null bis minus 0,5 Prozent pro Monat liegt. Der Näherungswert unterstellt eine gleichmäßige Verteilung des Nettomittelaufkommens über das Jahr und bildet mögliche unterjährige Spitzen nicht ab.

Die Rücknahmedeckungsquote ist als Einzelkennzahl grün. Sie liegt mit 1,23 oberhalb der modellinternen grünen Schwelle von 1,2. Die im Referenzszenario angesetzten Bruttoreckgaben sind damit rechnerisch durch die freie Liquidität gedeckt. Der Abstand zum Frühwarnbereich bleibt jedoch gering.

Die freie Liquiditätsquote beträgt 7,40 Prozent und liegt damit im gelben Bereich der Schwellenwertmatrix. Für den Referenzfall wird die freie Liquidität als der zum Modellstichtag unmittelbar für Rücknahmen verfügbare Liquiditätsbestand angesetzt. Die modellseitig verwendete Quote liegt damit oberhalb der Mindestverfügbarkeit von fünf Prozent nach § 253 Abs. 1 KAGB.

Die Veräußerungsgeschwindigkeit wird qualitativ erfasst, da weder das Gesetz noch die einschlägigen Leitlinien eine feste quantitative Schwelle vorgeben. Maßgeblich sind im ELM-Modell insbesondere die Vermarktungsdauer und mögliche Preiszugeständnisse. Für den Referenzfall wird eine verlängerte Vermarktungsdauer angenommen, ohne dass gleichzeitig erhebliche Preiszugeständnisse erforderlich sind. Der Indikator wird deshalb dem gelben Bereich zugeordnet.

⁷⁷ Eigene Bewertung und Berechnung.

Eine orange Einstufung würde nach der Schwellenwertmatrix eine deutlich verlängerte Vermarktungsdauer in Verbindung mit erheblichen Preiszugeständnissen voraussetzen. Die Einordnung stellt eine qualitative Fallannahme des Referenzfalls dar.

Die Anleger- und Rückgabekonzentration wird im Referenzfall bewusst nicht parametrisiert. Der Indikator wird daher als nicht bewertbar und grau geführt. Der graue Status enthält keine Aussage über das tatsächliche Risiko und verändert die Eskalationsstufe nicht. Eine vorsorgliche Eskalation erfolgt nicht, da hierfür ein belastbarer Befund erforderlich wäre. Die fehlende Bewertung ist im Monitoring-Blatt kenntlich zu machen. Gleichzeitig stellt der graue Status keine Entwarnung dar, da konzentrierte Rückgaben einzelner Anleger oder Vertriebskanäle die Liquiditätslage erheblich verschärfen können.

Die Zusammenschau ergibt drei gelbe Indikatoren, einen grünen Einzelbefund und einen nicht bewertbaren Indikator. Da bereits ein gelber Befund die Frühwarnphase auslöst, wird die Ausgangslage der Eskalationsstufe 2 zugeordnet.

Die Frühwarnphase führt zu einem verdichteten Monitoring und löst den in Abschnitt 5.4 dargestellten Ad-hoc-Stresstest bei isoliertem Rückgabeschock aus. Die Instrumentenprüfung knüpft anschließend an die erreichte Eskalationsstufe an.

5.4 Ad-hoc-Stresstest bei isoliertem Rückgabeschock

Die Ausgangsbeurteilung in Abschnitt 5.3 ordnet den Referenzfall der Eskalationsstufe 2 zu. Diese Frühwarnlage löst innerhalb von Komponente 1 einen Ad-hoc-Stresstest aus, der untersucht, wie sich steigende Bruttoreckgaben auf die unmittelbar betroffenen Indikatoren auswirken. RCR und Nettomittelaufkommen werden hierfür in jedem Szenario neu berechnet.

Das **Referenzszenario setzt eine Bruttoreckgabequote von 6,00 Prozent des Nettofondsvermögens** an. Dies entspricht bei einem NAV von 13.600,0 Mio. EUR modellierten Bruttoreckgaben von **816,0 Mio. EUR**. Darauf aufbauend werden Rückgabequoten von **7,5, 10,0 und 12,5 Prozent** untersucht. Die drei Stressszenarien stellen Modellrechnungen und keine Prognosen dar. Sie zeigen, wie die Entscheidungsarchitektur auf einen schrittweise zunehmenden Rückgabedruck reagiert.

RCR und NMA werden für jedes Szenario nach folgenden Beziehungen berechnet:

RCR_s = freie Liquidität am Ausgangsstichtag / modellierte Bruttoreckgaben im Szenario s

NMA_s in % p. M. = (Bruttozuflüsse – modellierte Bruttoreckgaben im Szenario s) / NAV / 12

Variiert wird allein die modellierte Rückgabehöhe. Die Bruttozuflüsse von **367,2 Mio. EUR** und die freie Liquidität von **1.006,4 Mio. EUR** werden in allen Szenarien konstant gehalten. Verkaufserlöse, freiwerdende gebundene Mittel und Kreditaufnahmen werden nicht fortgeschrieben. Der Rückgabeschock wird dadurch isoliert betrachtet.

Die Bruttozuflüsse gehen nicht in die Berechnung der RCR ein, werden jedoch bei der Ermittlung des Nettomittelaufkommens berücksichtigt. RCR und NMA verschlechtern sich damit aufgrund desselben steigenden Rückgabevolumens und werden im späteren Konstellationsprinzip einem gemeinsamen Ursachencluster zugeordnet. Die übrigen Indikatoren werden im Stresstest nicht verändert.

Die Anleger- und Rückgabekonzentration bleibt entsprechend der Festlegung des Referenzfalls nicht bewertbar und wird weiterhin grau geführt. Tabelle 6 fasst die Ergebnisse der Szenariorechnung zusammen.

Szenario	Rückgaben in % NAV	Rückgaben Mio. EUR	freie Liquidität Mio. EUR	Bruttozuflüsse Mio. EUR	RCR	NMA in % NAV p. M
Referenz	6,00 %	816,0	1.006,4	367,2	1,23	-0,28 %
Moderat	7,50 %	1.020,0	1.006,4	367,2	0,99	-0,40 %
Erhöht	10,00 %	1.360,0	1.006,4	367,2	0,74	-0,61 %
Schwer	12,50 %	1.700,0	1.006,4	367,2	0,59	-0,82 %

Tabelle 6: RCR-Sensitivität bei konstant gehaltener freier Liquidität.

Das RCR-Stressprofil sinkt von 1,23 im Referenzszenario auf 0,99, 0,74 und 0,59. Gleichzeitig verschlechtert sich das Nettomittelaufkommen von -0,28 Prozent auf bis zu -0,82 Prozent pro Monat. Der Stresstest liefert damit zunächst die quantitativen Stressbefunde.

Erst das Konstellationsprinzip überführt diese Befunde in eine Eskalationsstufe. Für den regulären Übergang von Eskalationsstufe 2 in Eskalationsstufe 3 wäre ein zweiter, unabhängiger Belastungsbefund erforderlich. Ein solcher entsteht im Referenzfall nicht unmittelbar aus dem Stresstest, da ausschließlich die Bruttorekgaben variiert werden und sich RCR und Nettomittelaufkommen aus derselben Ursache verschlechtern. Eine entsprechende Konstellation mit einem zusätzlichen unabhängigen Belastungsbefund wird deshalb im Exkurs in Abschnitt 5.6.4 hypothetisch betrachtet.

Im schweren Stressszenario greift unabhängig davon der harte RCR-Trigger von 0,7 oder niedriger. Mit einer RCR von 0,59 wird der Referenzfall unmittelbar der Eskalationsstufe 3 zugeordnet. Die Stressrechnung ist damit als passivseitige Sensitivitätsanalyse gegenüber steigendem Rückgabedruck zu verstehen.

5.5 Gesamtbeurteilung und Eskalationsentscheidung

Der Referenzfall durchläuft damit die vollständige Logik von Komponente 1. Die Ausgangsbeurteilung in Abschnitt 5.3 zeigte mit drei gelben Indikatoren eine Frühwarnlage und löste den Ad-hoc-Stresstest aus.

Dieser berechnet die unmittelbar betroffenen Kennzahlen für steigende Rückgabequoten neu und zeigt, wie sich die Deckungslage bei zunehmendem Rückgabedruck verändert. Die Szenariorechnung macht damit sichtbar, welche Belastungszustände sich unter den festgelegten Rückgabeannahmen ergeben.

Die berechneten Stresswerte führen für sich noch nicht zu einer Eskalationsstufe. Erst das Konstellationsprinzip führt sie mit den übrigen Indikatoren zusammen und bestimmt die Eskalationsstufe des jeweiligen Szenarios. Maßgeblich ist, ob neben dem Ursachencluster aus RCR und NMA ein zweiter unabhängiger Risikobereich orange oder schlechter bewertet wird oder ob der harte RCR-Trigger greift. Tabelle 7 überträgt diese Regeln auf die vier Fallkonstellationen. Grau gekennzeichnete Felder stehen für im Referenzfall nicht parametrisierte und daher nicht bewertbare Indikatoren; aus ihnen wird kein stufenwirksamer Befund abgeleitet.

Szenario	NMA p.M in %	RCR	Liquiditäts- quote	Veräu- ßerung	Konzent- ration	Eskalations- stufe
Referenz	-0,28 % gelb	1,23 grün	7,40 % gelb	gelb	grau	Stufe 2
Moderater Stress	-0,40 % gelb	0,99 orange	7,40 % gelb	gelb	grau	Stufe 2
Erhöhter Stress	-0,61 % orange	0,74 orange	7,40 % gelb	gelb	grau	Stufe 2
Schwerer Stress	-0,82 % orange	0,59 rot	7,40 % gelb	gelb	grau	Stufe 3

Tabelle 7: Indikatorbefunde der Szenarioanalyse und resultierende Eskalationsstufe.

Im Referenzszenario liegen Nettomittelaufkommen, freie Liquiditätsquote und Veräußerungsgeschwindigkeit im gelben Bereich, während die RCR mit 1,23 grün bleibt. Die gelben Befunde kennzeichnen eine Frühwarnlage und führen zur Einordnung in Eskalationsstufe 2. Diese Stufe führt zu einem verdichteten Monitoring und zum Ad-hoc-Stresstest, noch nicht zur Aktivierung eines Instruments.

Im moderaten Stressszenario sinkt die RCR auf 0,99 und wird orange. Das Nettomittelaufkommen bleibt mit rund minus 0,40 Prozent des NAV pro Monat im gelben Bereich. Damit liegt ein einzelner orangefarbener Befund vor.

Ein zweiter unabhängiger Risikobereich ist nicht orange oder schlechter bewertet und die RCR bleibt oberhalb des harten Triggers. Das Szenario verbleibt daher in Eskalationsstufe 2. Das Monitoring wird verdichtet und mögliche Maßnahmen werden vorbereitet.

Im erhöhten Stressszenario fallen die RCR mit 0,74 und das Nettomittelaufkommen mit rund minus 0,61 Prozent des NAV pro Monat gleichzeitig in den orangen Bereich. Beide Kennzahlen reagieren jedoch auf denselben Rückgabeschock und gehören damit zum selben Ursachencluster. Sie zählen zusammen als ein Risikobereich. Ein zweiter unabhängiger orange-farbener Befund liegt nicht vor. Gleichzeitig bleibt die RCR mit 0,74 oberhalb des harten Triggers von 0,7. Das Szenario verbleibt deshalb trotz des höheren Rückgabedrucks in Eskalationsstufe 2. Monitoring und Liquiditätsplanung werden weiter verdichtet und die Vorbereitung möglicher Maßnahmen intensiviert. Eine Prüfung der Rücknahmebeschränkung im Prüfpfad der Eskalationsstufe 3 wird noch nicht ausgelöst.

Im schweren Stressszenario sinkt die RCR auf 0,59 und liegt damit im roten Bereich unterhalb des harten Triggers von 0,7. Das Nettomittelaufkommen beträgt rund minus 0,82 Prozent des NAV pro Monat und bleibt orange. Die freie Liquiditätsquote wird für den isolierten Rückgabeschock konstant bei 7,40 Prozent gehalten. Sie bildet damit weiterhin den am Ausgangstichtag verfügbaren Liquiditätspuffer ab und nicht einen nach Auszahlung der modellierten Rückgaben verbleibenden Bestand. Ob dieser Ausgangspuffer zur Deckung der erhöhten Rückgaben ausreicht, zeigt die RCR. Mit einem Wert von 0,59 greift der harte RCR-Trigger und führt unmittelbar in Eskalationsstufe 3.

In Eskalationsstufe 3 ist die Rücknahmebeschränkung unverzüglich und dokumentiert zu prüfen. Eine Aktivierung folgt daraus nicht automatisch. Ob darüber hinaus die Voraussetzungen für eine Aussetzung der Anteilrücknahme nach § 257 Abs. 1 KAGB vorliegen, ist gesondert festzustellen. Diese Trennung entspricht der Modelllogik, nach der der harte RCR-Trigger einen internen Prüfpfad eröffnet, den gesetzlichen Tatbestand des § 257 KAGB jedoch nicht ersetzt.

Die Krisenphase der Eskalationsstufe 4 ist deshalb nicht Bestandteil der dargestellten Stressszenarien. Sie knüpft an die tatsächlichen Voraussetzungen des § 257 Abs. 1 KAGB an. Auch eine Unterschreitung der Mindestverfügbarkeit nach § 253 KAGB wäre zunächst als eigenständiger Liquiditätsbefund zu beurteilen und führt für sich genommen nicht zur Rücknahmeaussetzung. Erst wenn die Voraussetzungen des § 257 Abs. 1 KAGB erfüllt sind, erfolgt der Übergang in Eskalationsstufe 4.

5.6 Anwendung von Komponente 2: Fallbezogene Instrumentenprüfung

Die Szenarioanalyse der Komponente 1 hat den vier Fallkonstellationen jeweils eine Eskalationsstufe zugeordnet. Damit ist bestimmt, wie sich die Liquiditätslage bei zunehmendem Rückgabedruck einordnet, noch nicht aber, welche Instrumente in der jeweiligen Stufe vorrangig zu prüfen sind. Hier setzt Komponente 2 an.

Sie ordnet jeder Eskalationsstufe einen Prüfpfad zu und bestimmt, welche LMTs unter Berücksichtigung ihrer rechtlichen Zulässigkeit, Eignung und Verhältnismäßigkeit in Betracht kommen. Ziel ist ein zeitlicher Vorlauf: Bereits in der Frühwarnphase werden mögliche Instrumente geprüft und vorbereitet, bevor sich die Liquiditätslage weiter verschärft.

Für jedes Instrument wird betrachtet, ob es zur jeweiligen Stressursache passt und welche Liquiditätswirkung zu erwarten ist. Die Eskalationsstufe bestimmt dabei die Dringlichkeit und Tiefe der Prüfung. Sie ersetzt weder die fondsindividuelle Eignungsprüfung des Instruments noch die Entscheidung des zuständigen Gremiums der KVG.

5.6.1 Instrumentenprüfung in Eskalationsstufe 2

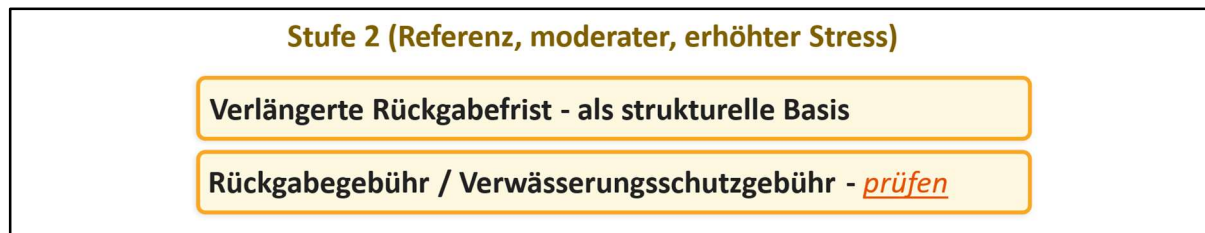


Abbildung 11: In Stufe 2 vorrangig zu prüfende Instrumente.

In der Ausgangslage, im moderaten Stressszenario und im erhöhten isolierten Rückgabeshock liegt jeweils Eskalationsstufe 2 vor. Die drei Fallkonstellationen verbleiben damit in derselben Eskalationsstufe, unterscheiden sich innerhalb dieser Stufe jedoch in ihrem Belastungsgrad und in der Dringlichkeit der Vorbereitung, siehe Abbildung 11. Maßgeblich ist vor allem der Abstand der RCR zum harten Trigger: Im Referenzszenario liegt sie bei 1,23, im moderaten Stressszenario bei 0,99 und im erhöhten Szenario bei 0,74. Mit zunehmender Annäherung an den Trigger steigt die Prüftiefe. Für Eskalationsstufe 2 ordnet das Modell Instrumente und Maßnahmen zu, die frühzeitig vorbereitet werden können, ohne das ausführbare Rückgabevolumen unmittelbar zu begrenzen.

Die verlängerte Rückgabefrist bildet dafür die strukturelle Grundlage, weil sie zwischen Rückgabeankündigung und Auszahlung einen zeitlichen Vorlauf schafft. Zusätzliche kurzfristige Liquidität entsteht daraus nicht.

Rückgabegebühr und Verwässerungsschutzgebühr erfüllen unterschiedliche Funktionen und sind getrennt zu beurteilen. Beide wirken mittelbar, da sie am Preis beziehungsweise an der verursachungsgerechten Zuordnung von Kosten ansetzen. Sie begrenzen weder das ausführbare Rückgabevolumen noch schaffen sie unmittelbar neue Liquidität. Die Rückgabegebühr nach Anhang V Nr. 4 AIFMD II und Art. 4 der Delegierten Verordnung (EU) 2026/465 kann den Anreiz zur Rückgabe dämpfen und die entstehenden Liquiditätskosten den rückgebenden Anlegern zuordnen. Vor einem Einsatz sind die rechtliche Grundlage, die Bemessung der Gebühr und die technische Abwicklung zu prüfen.

Die Verwässerungsschutzgebühr nach Anhang V Nr. 7 AIFMD II und Art. 7 der Delegierten Verordnung (EU) 2026/465 setzt an der verursachungsgerechten Zuordnung der durch Zeichnungen oder Rückgaben ausgelösten Transaktions- und Liquiditätskosten an. Sie soll verhindern, dass diese Kosten zulasten der verbleibenden Anleger im Sondervermögen verbleiben. Voraussetzung für einen Einsatz ist insbesondere, dass die relevanten Kosten belastbar ermittelt und technisch umgesetzt werden können.

In Eskalationsstufe 2 werden beide Gebühreninstrumente vorbereitend geprüft. Mit zunehmendem Rückgabedruck werden innerhalb derselben Stufe auch weitere Liquiditätsquellen und mildere Maßnahmen intensiver untersucht. Gleichzeitig werden die Datengrundlage und die Entscheidungsvorbereitung für eine mögliche Eskalation weiter verdichtet. Die konkrete Prüfung der Rücknahmebeschränkung im Stufe-3-Prüfpfad wird erst ausgelöst, wenn Eskalationsstufe 3 erreicht ist.⁷⁸

⁷⁸ Vgl. ESMA (2026) Rn. 40 f.; 49-52.

5.6.2 Instrumentenprüfung in Eskalationsstufe 3

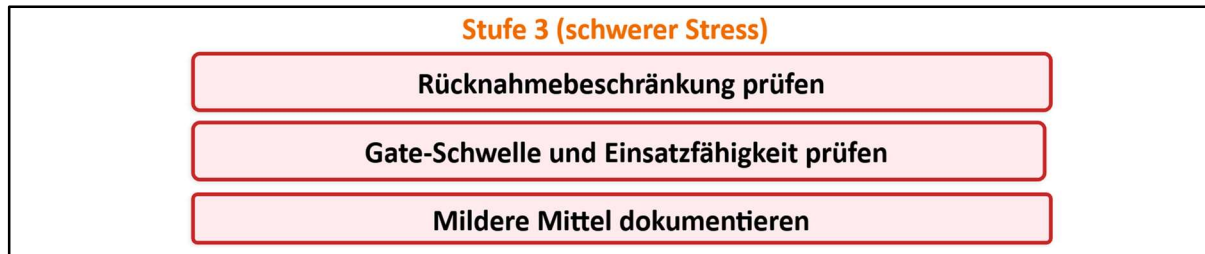


Abbildung 12: In Stufe 3 vorrangig zu prüfende Instrumente.

Stufe 3 wird im schweren Szenario über den harten RCR-Trigger erreicht. Hier führt die situationsabhängige Zuordnung erstmals zur konkreten Prüfung eines aktivierbaren Eingriffs, siehe Abbildung 12.

Das zentrale Handlungsziel liegt darin, die ausführbaren Abflüsse zu begrenzen und Zeit für eine geordnete Liquiditätsbeschaffung zu gewinnen. Für diese Stressursache trifft die Rücknahmebeschränkung am genauesten, weil sie als einziges Instrument das ausführbare Rückgabevolumen unmittelbar begrenzt. Gebühren können flankieren, reichen aber nicht aus, sobald der freie Liquiditätspuffer rechnerisch überschritten wird.

Vor einer Anwendung ist zu klären, ob die Beschränkung in den Anlagebedingungen verankert ist und welcher Gate-Schwellenwert gilt. Ohne diese Verankerung kann das Instrument nicht greifen. Die Ausgestaltung von der anteiligen Ausführung bis zur Anlegerinformation wird als Teil der Governance in Komponente 3 geprüft und dokumentiert.

Für die Prüfung auf Eskalationsstufe 3 zählt vor allem die Begründung, warum mildere Mittel nicht ebenso wirksam sind und wie Gleichbehandlung und Verhältnismäßigkeit gewahrt bleiben.

5.6.3 Nachrangige Instrumente und Sonderpfade

Die folgenden Instrumente stehen grundsätzlich zur Verfügung. Im isolierten Rückgabeszenario ordnet das Modell sie als nachrangig oder ungeeignet ein. Die Zuordnung wählt damit die passenden Instrumente aus und schließt die ungeeigneten je Eskalationsstufe zugleich aus. Swing Pricing und Dual Pricing können Liquiditäts- und Transaktionskosten über eine Anpassung der Ausgabe- oder Rücknahmepreise zuordnen.

Ihre Eignung bleibt im Fall nachrangig. Beide Instrumente setzen am Preis an und schließen die im erhöhten Szenario maßgebliche Deckungslücke deshalb nicht.⁷⁹

Die Sachauskehr vermeidet nach § 98 Abs. 4 KAGB und Anhang V Nr. 8 AIFMD II eine Barauszahlung, indem sie Vermögenswerte überträgt. Für einen breit vertriebenen Publikumsfonds ist sie nach der fondstypbezogenen Bewertung dieser Arbeit kaum praktikabel, weil sich die Immobilienbestände nicht anteilig übertragen lassen.

⁷⁹ Vgl. ESMA (2026) Rn. 42; 47 f.

Die Abspaltung illiquider Anlagen nach § 98 Abs. 5 KAGB kann einen einzelnen problematischen Portfolioteil isolieren; sie ist kein Instrument zur Steuerung des Rückgabedruckes.⁸⁰ Die Rücknahmeaussetzung schließlich ist der gesetzlichen Krisenphase vorbehalten. Sie kommt nach § 257 Abs. 1 KAGB erst in Betracht, wenn die dort genannten tatsächlichen Voraussetzungen erfüllt sind.

5.6.4 Einordnung und Prüfung der LMTs im Referenzfall

Die vorangegangenen Einzelprüfungen werden in Tabelle 8 zu einem stufenbezogenen Instrumentenpfad zusammengeführt.

Fallkonstellation	Eskalationsstufe	Maßgeblicher Befund	Vorrangige Prüfung und Folgemaßnahme
Referenz	2	RCR 1,23 grün; NMA, Liquiditätsquote und Veräußerungsgeschwindigkeit gelb	Monitoring verdichten; Gebühreninstrumente prüfen; Rückgabefrist als strukturelle Grundlage berücksichtigen
Moderater Stress	2	RCR 0,99 orange; NMA –0,40 % NAV/Monat gelb; Belastung im Ursachencluster	Rückgabefälligkeiten prüfen; Monitoring verdichten; Gebühreninstrumente vorbereitend prüfen
Erhöhter Stress	2	RCR 0,74 und NMA –0,61 % NAV/Monat orange; gemeinsame Ursache im Ursachencluster	Gebühreninstrumente vertieft prüfen; mildere Maßnahmen und zusätzliche Liquiditätsquellen untersuchen; Entscheidungsgrundlagen für eine mögliche Stufe-3-Prüfung verdichten
Schwerer Stress	3	RCR 0,59 rot; harter Trigger von 0,7 unterschritten; NMA –0,82 % NAV/Monat orange	Rücknahmebeschränkung unverzüglich prüfen; Governanceentscheidung vorbereiten; Voraussetzungen des § 257 Abs. 1 KAGB parallel prüfen
Krisenphase	4	Voraussetzungen des § 257 Abs. 1 KAGB tatsächlich erfüllt	Rücknahme aussetzen und gesetzlichen Krisenprozess einleiten

Tabelle 8: Zuordnung der Fallkonstellationen zu Eskalationsstufen im modellhaften Referenzfall.

Die Gegenüberstellung verdeutlicht, dass sich die Fallkonstellationen vor allem in der Prüfinintensität und der Priorität der Instrumente unterscheiden. Im erhöhten Stress verbleibt die Fallkonstellation in Eskalationsstufe 2. Entsprechend werden die Gebühreninstrumente vertieft geprüft, zusätzliche Liquiditätsquellen untersucht und die Entscheidungsgrundlagen für eine mögliche spätere Stufe-3-Prüfung aktualisiert. Eine konkrete Prüfung der Rücknahmebeschränkung ist in dieser Stufe noch nicht eröffnet.

Im schweren Stress rückt dagegen die Rücknahmebeschränkung in den Mittelpunkt der unverzüglichen und dokumentierten Prüfung. Ihre Aktivierung folgt nicht automatisch; sie setzt

⁸⁰ Vgl. ESMA (2026) Rn. 53 f.

eine gesonderte Governanceentscheidung voraus. Zunächst ist zu prüfen, ob das Instrument rechtlich und operativ umsetzbar ist. Danach folgen die Verhältnismäßigkeit und die Frage nach milderer Mitteln. Parallel ist festzustellen, ob die tatsächlichen Voraussetzungen des § 257 Abs. 1 KAGB vorliegen. Erst wenn dieser gesetzliche Tatbestand erfüllt ist, tritt die Fallkonstellation in die Krisenphase der Stufe 4 über und die Rücknahmeaussetzung wird als gesetzlich gebundene Folge relevant.

Exkurs zum regulären Übergang in Eskalationsstufe 3: Ergänzend lässt sich der reguläre Übergang in Eskalationsstufe 3 anhand eines hypothetischen Zusatzbefunds verdeutlichen. Der Exkurs erweitert den modellhaften Referenzfall um eine zusätzliche Belastungskonstellation. Er dient dazu zu zeigen, dass der in Abschnitt 4.2.4 definierte regelbasierte Übergang auch ohne Unterschreiten des harten RCR-Triggers greift. Träte neben dem orange belasteten Ursachencenter aus RCR und Nettomittelaufkommen ein zweiter, davon unabhängiger orangefarbener Befund hinzu, etwa eine orange eingestufte Anleger- und Rückgabekonzentration bei einem Großanleger mit gebündelter Fälligkeit, wären zwei unabhängige Risikobereiche orange belastet. Nach der definierten Regel würde diese Konstellation den regulären Übergang in Eskalationsstufe 3 auslösen. Der zusätzliche Befund ist hypothetisch und gehört nicht zur Ausgangsparametrisierung des Referenzfalls. Er dient allein der Veranschaulichung des regulären Übergangspfades in Eskalationsstufe 3.

5.7 Anwendung von Komponente 3: Governance und Wirkungskontrolle

Da der ELM-Referenzfonds Deutschland kein tatsächlich existierendes Investmentvermögen und keiner konkreten KVG zugeordnet ist, wird Komponente 3 auf Grundlage einer modellhaften Governance-Struktur dargestellt. Die Bezeichnung und konkrete Zusammensetzung des zuständigen Entscheidungsgremiums richten sich in der praktischen Anwendung nach der internen Organisations- und Zuständigkeitsordnung der jeweiligen KVG. Ausgangspunkt sind die in Komponente 1 bestimmte Eskalationsstufe und die in Komponente 2 priorisierten Instrumente. Tabelle 9 zeigt, welche Prüfungen, Verantwortlichkeiten und dokumentierten Outputs sich daraus für einen möglichen Entscheidungsprozess ergeben, ohne einen konkreten internen Ablauf einer KVG abzubilden.

Die dokumentierten Outputs richten sich nach der erreichten Eskalationsstufe. In Eskalationsstufe 2 entstehen ein aktualisiertes Monitoring-Blatt, die passivseitigen Stresstestrechnungen und ein Prüfvermerk zu den vorbereiteten Gebühreninstrumenten. In Eskalationsstufe 3 kommen die Entscheidungsvorlage, die Prüfung milderer Maßnahmen, ein aktualisierter Liquiditätsbeschaffungsplan sowie die rechtliche und operative Umsetzbarkeitsprüfung hinzu. Der dokumentierte Beschluss hält fest, ob ein Instrument weiter vorbereitet, aktiviert oder begründet nicht aktiviert wird. Die Rückkopplung ist bewusst asymmetrisch angelegt. Eine Eskalation kann bereits durch einen einzelnen Auslöser veranlasst werden, etwa durch das Unterschreiten des harten RCR-Triggers, während eine Rückstufung eine nachhaltige Stabilisierung der Gesamtlage voraussetzt. Neben der RCR werden dafür auch der Rückgabedruck, die verfügbare Liquidität, geplante Objektverkäufe und mögliche Konzentrationsrisiken berücksichtigt. Dadurch soll vermieden werden, dass ein Instrument allein wegen einer kurzfristigen Verbesserung einzelner Kennzahlen zu früh deaktiviert wird.

Schritt	Fallbezogene Prüfung	Verantwortliche Funktion	Dokumentierter Output
1. Prüfung und Entscheidungs-vorbereitung	Ergebnisse aus Komponente 1 und 2 zusammenführen; Datenqualität, Trigger, Alternativen, Anlegerwirkung sowie rechtliche und operative Voraussetzungen prüfen	Risikocontrolling koordinierend; Fondsmanagement; Recht/Compliance	prüffähige Entscheidungsvorlage
2. Beschluss	Eskalationsstufe bestätigen und über Beobachtung, Vorbereitung, Aktivierung oder Nichtaktivierung entscheiden	zuständiges Gremium der KVG	begründeter Beschluss oder Prüfungsauftrag
3. Meldung / Information	instrumentenbezogene Melde- und Informationspflichten sowie Einbindung von Verwahrstelle und Vertrieb prüfen	Recht/Compliance; Vertrieb; gegebenenfalls Verwahrstelle	Melde- und Kommunikationsplan
4. Vorbereitung oder Anwendung	Instrument entsprechend den rechtlichen, vertraglichen und technischen Voraussetzungen vorbereiten oder aktivieren	Fondsmanagement; operative Einheiten; gegebenenfalls Verwahrstelle	Umsetzungs- und Kontrollnachweis
5. Dokumentation und Begründung	Datenlage, Alternativen, Verhältnismäßigkeit, Anlegerwirkung und Verantwortlichkeiten festhalten	Risikocontrolling; Compliance; Entscheidungsgremium	prüffähiger Entscheidungsvermerk
6. Wirkungskontrolle und Rückkopplung	Kennzahlen, Rückgabedruck und Instrumentenwirkung neu bewerten	Risikocontrolling; Fondsmanagement; Entscheidungsgremium	Review sowie Anpassungs- oder Deaktivierungsentscheidung

Tabelle 9: Fallbezogene Ausfüllung der Governance-Komponente.

5.8 Anlegerwirkung und Zielkonflikt

Die stufenbezogene Instrumentenprüfung berührt ein Spannungsverhältnis, das den offenen Immobilienfonds strukturell prägt: den Konflikt zwischen den zurückgebenden und den verbleibenden Anlegern. Da die Fallanwendung keine tatsächliche Aktivierung eines Instruments abbildet, bewertet dieser Abschnitt die modellseitig zu erwartenden Wirkungen entlang dieser Achse. Die Grundmechanik dieses Zielkonflikts ist in Abschnitt 2.1.3 dargestellt. Für den Anwendungsfall ist maßgeblich, dass die vollständige Bedienung stark steigender Rückgaben den freien Liquiditätspuffer rasch aufzehrt und Immobilienverkäufe unter Zeit- und Preisdruck

erzwingen kann. Die Instrumentenprüfung ist damit die fallbezogene Abwägung zwischen zurückgebenden und verbleibenden Anlegern.⁸¹

Die Stufenlogik des Modells ist auf diese Abwägung ausgelegt. In Stufe 2 kommen zunächst die Gebühreninstrumente als mildere Maßnahmen in Betracht. Werden sie aktiviert, ordnen sie die Kosten den auslösenden Anlegern zu, ohne den Zugang zu sperren. In Stufe 3 verschiebt die Rücknahmebeschränkung das Gewicht spürbar zugunsten der verbleibenden Anleger: Sie schränkt die Verfügbarkeit der Rückgabewilligen ein, um Notverkäufe und damit eine Wertvernichtung für alle zu vermeiden. Dieser stärkere Eingriff ist nur gerechtfertigt, wenn mildere Mittel die Abflussbegrenzung nicht ebenso erreichen. Die Aussetzung setzt den Zugang schließlich für alle aus und ist gerade deshalb an den gesetzlichen Tatbestand gebunden, nicht an das Ermessen der Gesellschaft. Die Rangfolge der Instrumente ist damit nichts anderes als eine nach Verhältnismäßigkeit geordnete Antwort auf den Zielkonflikt.

5.9 Grenzen und Ergebnis der Fallanwendung

Die Fallanwendung erfolgt anhand eines modellhaften Referenzfonds. Die festgelegten Eingangswerte bilden keine empirisch beobachteten Daten eines realen Fonds ab. Die folgenden Grenzen betreffen daher vor allem die Parametrisierung und die vereinfachte Stressrechnung. Die übergreifende Aussagekraft der Arbeit wird in Abschnitt 6.7 bewertet.

Das Nettomittelaufkommen wird aus dem angesetzten Jahreswert auf einen durchschnittlichen Monatswert übertragen. Unterjährige Rückgabespitzen werden dadurch nicht erfasst. Die Anleger- und Rückgabekonzentration wird im Referenzfall bewusst nicht parametrisiert und bleibt grau. Aus dieser fehlenden Bewertung wird kein unauffälliger Befund abgeleitet.

Die Veräußerungsgeschwindigkeit wird qualitativ eingeschätzt. Für den Referenzfall wird eine verlängerte Vermarktungsdauer angenommen, die zu einer gelben Einstufung führt. Eine objektspezifische Analyse eines realen Immobilienportfolios findet nicht statt.

Die freie Liquidität bleibt in der Stressrechnung auf dem Stand des Ausgangsstichtags konstant. Auch die Bruttozuflüsse werden nicht verändert. Mögliche zusätzliche Liquidität aus Verkäufen oder anderen Quellen wird nicht fortgeschrieben. Die Szenarien zeigen damit die Reaktion des Modells auf steigenden Rückgabedruck und keinen vollständigen Liquiditätsverlauf des Fonds.

Komponente 3 wird auf Basis einer modellhaften Organisationsstruktur dargestellt, da der Referenzfonds keiner konkreten KVG zugeordnet ist. Die Fallanwendung bildet daher keine tatsächlichen internen Entscheidungsabläufe und keine reale Aktivierung eines LMT ab. Aussagen über die tatsächliche Wirkung der Instrumente lassen sich daraus nicht ableiten.

Innerhalb dieser Grenzen zeigt der Referenzfall nachvollziehbar, wie die Rechen-, Eskalations- und Instrumentenlogik des ELM-Modells zusammenwirkt. Die vier Rückgabeszenarien führen zu Eskalationsstufe 2 und 3; der Stufenwechsel erfolgt im schweren Szenario über den harten RCR-Trigger. Die weitergehende Einordnung erfolgt in Kapitel 6.

⁸¹ Vgl. FSB (2023) S. 5-11; IOSCO (2023) S. 1 und 7-18; ESMA (2026) Rn. 33-39.

6 Auswertung der Ergebnisse und Ableitung von Handlungsempfehlungen

Die Abschnitte 6.1 bis 6.4 messen die vier Untersuchungsperspektiven an den Forschungsfragen; darauf folgen Handlungsempfehlungen, wissenschaftlicher Beitrag, die Reichweite der Ergebnisse und in Abschnitt 6.8 die Beantwortung der Forschungsfragen samt Prüfung der These.

6.1 Ergebnisse der regulatorischen Entwicklungsperspektive

Die regulatorische Entwicklung hat den Eingriffszeitpunkt der Liquiditätssteuerung schrittweise nach vorn verlagert. Unter dem InvG stand unterhalb der Fondsauflösung allein die Rücknahmeaussetzung zur Verfügung; die Steuerung setzte erst in der eingetretenen Krise an. Das KAGB griff ab 2013 bereits im Regelbetrieb ein, mit Halte- und Rückgabefristen, Mindestliquidität und regelmäßigen Liquiditätsstresstests. Die KAGB-Erweiterung von 2020 ergänzte mit der Rücknahmebeschränkung einen abgestuften Eingriff. Die AIFMD II vervollständigt diese Linie ab 2026 mit der Pflicht, je Fonds mindestens zwei geeignete LMTs auszuwählen und operativ vorzuhalten.

Zugleich ist der Ordnungsrahmen mehrstufig geworden. Unionsrechtlicher Katalog, delegierte Konkretisierung, ESMA-Leitlinien und nationale Umsetzung über das Fondsrisikobegrenzungs-gesetz greifen ineinander. Für offene Immobilien-Sondervermögen treten die fondstyp-spezifischen Regelungen der §§ 253, 255 und 257 KAGB hinzu.⁸² Der entscheidende Übersetzungsschritt bleibt in diesem Rahmen ungeregelt. Der Rechtsrahmen bestimmt das verfügbare Instrumentarium, die organisatorischen Pflichten und die Dokumentationsanforderungen. Eine verbindliche Zuordnung eines konkreten Kennzahlenbefunds zu einer bestimmten Instrumentenprüfung trifft er nicht; auch die ESMA-Leitlinien zu Liquiditätsstresstests benennen nur methodische Mindestanforderungen.⁸³ Die Konkretisierungslücke liegt auf der Anwendungsebene; die verfügbaren Instrumente selbst stehen fest. Ein vorsorgendes Regime ohne definierte Auslöselogik verlagert die Verantwortung für den Übersetzungsschritt auf die KVG. An diesem Schritt setzt das ELM-Modell an und überführt Liquiditätsbefunde in einen regelbasierten Prüf- und Entscheidungsweg.

6.2 Ergebnisse der Instrumentenperspektive

Die Bewertung der neun Instrumente des Anhangs V AIFMD II ergibt eine klare Ordnung für offene Immobilien-Publikumsfonds. Die rechtliche Verfügbarkeit eines LMT begründet seine praktische Eignung noch nicht. Maßgeblich sind die Passung zur Belastungsursache, die Struktur des Fonds, die Verhältnismäßigkeit sowie die fondsvertragliche und operative Umsetzbarkeit. Die verlängerte Rückgabefrist bildet die dauerhafte Grundlage des Liquiditätsmanagements, weil sie in die Fristenstruktur des Fonds eingreift und den Zeitvorlauf für alle weiteren Maßnahmen schafft. Rückgabegebühr und Verwässerungsschutzgebühr leisten in frühen Belastungsphasen einen begrenzten Beitrag; ihre Wirkung ist verhaltensabhängig, und die Kalibrierung der Liquiditätskosten ist bei Immobilien erschwert. Die Rücknahmebeschränkung gewinnt erst bei erhöhter Belastung an Bedeutung, weil sie als einziges Auswahlinstrument das ausführbare Rückgabevolumen unmittelbar begrenzt.

⁸² Vgl. ESMA (2026) Rn. 12-14.

⁸³ Vgl. ESMA (2020) Rn. 16.

Swing Pricing, Dual Pricing und Sachauskehr bleiben nachrangig; sie setzen laufend verfügbare Handelskosten oder professionelle Anleger voraus. Rücknahmeaussetzung und Abspaltung illiquider Anlagen folgen eigenen rechtlichen Voraussetzungen und stehen außerhalb der Mindestauswahl.⁸⁴ Für den Fall bedeutete das: In Eskalationsstufe 2 standen die Rückgabefrist als Basis und die Gebühreninstrumente im Prüfpfad, in Eskalationsstufe 3 die Rücknahmebeschränkung.

Von neun rechtlich verfügbaren Instrumenten tragen nur vier die laufende Steuerung des Fondstyps; unmittelbar auf das Rückgabevolumen wirkt allein die Rücknahmebeschränkung. Aus dieser Bewertung ergibt sich eine funktionsbezogene Prüfungsreihenfolge. Eine solche fondstypspezifische Eignungsreihung enthalten, soweit ersichtlich, weder der unionsrechtliche Katalog noch die ESMA-Vorgaben.⁸⁵ Die Arbeit entwickelt diese Reihung.

6.3 Ergebnisse der Modellperspektive: Beurteilung der Eskalationslogik

Im erhöhten Stressszenario greift die Ursachenbeurteilung erstmals ergebnisrelevant. Isoliert betrachtet weist die RCR von 0,74 auf eine rechnerische Unterdeckung hin, und auch das Nettomittelaufkommen ist orange eingestuft. Eine einfache Ampelzählung würde beide Befunde als zwei getrennte Belastungen werten und eine höhere Eskalationsstufe nahelegen. Tatsächlich reagieren beide Kennzahlen auf denselben Rückgabeschock und bilden deshalb einen gemeinsamen Ursachencluster. Tabelle 10 zeigt, wie die Ursachenbeurteilung die Stufenzuordnung verändert.

Betrachtungsansatz	Einordnung des erhöhten Stressszenarios	Grenze des Ansatzes
Isolierte RCR-Betrachtung	Die RCR von 0,74 zeigt eine rechnerische Unterdeckung an.	Die Kennzahl erlaubt für sich genommen keine Aussage über die Ursachenabhängigkeit, die Eskalationsstufe oder die Instrumentenprüfung.
Einfache Zählung der Ampelbefunde	RCR und Nettomittelaufkommen könnten wegen ihrer gleichzeitigen Orange-Einstufung als zwei Belastungen gewertet werden.	Derselbe Rückgabeschock würde über zwei mechanisch verbundene Kennzahlen doppelt erfasst.
ELM-Modell	RCR und Nettomittelaufkommen werden dem gemeinsamen Ursachencluster zugeordnet. Die Konstellation verbleibt in Stufe 2, erfordert eine vertiefte Vorbereitung.	Die Zuordnung zum Ursachencluster setzt eine begründete Beurteilung der Ursachenabhängigkeit voraus.

Tabelle 10: Einordnung des erhöhten Stressszenarios.

Die Ursachenclusterregel begrenzt das Risiko einer zu frühen Eskalation. Sie verlangt eine fachliche Ursachenbeurteilung, die im Monitoring-Blatt oder in der Entscheidungsvorlage zu dokumentieren ist.

⁸⁴ Vgl. ESMA (2026) Rn. 53 f.

⁸⁵ Vgl. ESMA (2026) Rn. 12 f.

Der Regelcharakter des Modells liegt in transparenten Kriterien und einer nachvollziehbaren Begründung. Der harte RCR-Trigger erfüllt eine ergänzende Sicherungsfunktion. Eine erhebliche rechnerische Unterdeckung bleibt dadurch auch dann stufenwirksam, wenn kein zweiter unabhängiger Risikobereich orange belastet ist. Der Trigger erfasst nur die Deckung der modellierten Rückgaben durch die freie Liquidität. Andere Belastungsursachen müssen über die übrigen Indikatoren und die fachliche Beurteilung einbezogen werden.

Die große Spannweite der Stufe 2 bleibt eine Grenze des Modells. Ein einzelner gelber Befund und eine RCR knapp oberhalb des harten Triggers führen in denselben grundlegenden Entscheidungsweg. Die erforderliche Bearbeitungsintensität ergibt sich zusätzlich aus der Farbe der Befunde, ihrem Abstand zu den Schwellenwerten, der zeitlichen Entwicklung und der Datenqualität.

Die Eskalationsstufe ersetzt keine rechtliche oder wirtschaftliche Einzelfallprüfung. Sie legt fest, welche Handlungsoptionen und damit welche Instrumente weiterverfolgt werden. Das zuständige Gremium bewertet die Verhältnismäßigkeit und entscheidet über den Einsatz. Diese Trennung begrenzt die mechanische Reichweite des Modells und sichert den Governancevorbehalt.

6.4 Ergebnisse der Anwendungsperspektive: Beurteilung der Fallanwendung

Die Modellregeln werden anhand des ELM-Referenzfonds Deutschland auf die vier festgelegten Rückgabeszenarien angewendet. Die Ausgangslage, der moderate Stress und der erhöhte Stress verbleiben in Eskalationsstufe 2. Das schwere Stressszenario erreicht über den harten RCR-Trigger die Eskalationsstufe 3.

Am Referenzfall werden die beiden zentralen Mechanismen des Modells sichtbar. Im erhöhten Stressszenario greift die Ursachenclusterregel: RCR und Nettomittelaufkommen sind gleichzeitig belastet, werden aufgrund ihrer gemeinsamen Ursache aber nicht als zwei unabhängige Risikobereiche gewertet. Das schwere Stressszenario zeigt die eigenständige Funktion des harten RCR-Triggers. Mit einer RCR von 0,59 wird der Übergang von Eskalationsstufe 2 zu Eskalationsstufe 3 ausgelöst. In den übrigen Szenarien erhöht sich die Bearbeitungsintensität innerhalb der Stufe 2.

Der reguläre Übergang in Stufe 3 über zwei unabhängige orange belastete Risikobereiche tritt im Referenzfall nicht ein. Der isolierte Rückgabeschock belastet den Ursachencluster aus RCR und Nettomittelaufkommen, während die übrigen Risikobereiche im Stresstest unverändert bleiben. Der hypothetische Zusatzbefund in Abschnitt 5.6.4 zeigt, wie der reguläre Übergang über einen zweiten unabhängigen Belastungsbefund ausgelöst würde.

Komponente 1 wird im Referenzfall rechnerisch angewendet. Komponente 2 knüpft an die jeweils erreichte Eskalationsstufe an. Komponente 3 bleibt eine modellhafte Prozessdarstellung, da der Referenzfonds keiner konkreten KVG und damit auch keiner tatsächlichen Zuständigkeitsordnung zugeordnet ist.

Die Fallanwendung zeigt, wie die festgelegten Modellregeln unter den gewählten Annahmen zusammenwirken. Sie liefert keinen Nachweis für die empirische Angemessenheit der Schwellenwerte oder die tatsächliche Wirkung eines eingesetzten LMT. Diese Reichweitengrenze wird in Abschnitt 6.7 eingeordnet.

6.5 Zentrale Handlungsempfehlungen

Aus der Fallanwendung und der Instrumentenbewertung lassen sich fünf Handlungsempfehlungen für Kapitalverwaltungsgesellschaften ableiten. Sie folgen dem Ablauf des Modells: von der Anbindung der Stresstests über die Datenbasis und die Instrumentenauswahl bis zur Abgrenzung gegenüber dem gesetzlichen Krisentatbestand.

Der Fall zeigt, warum ein berechneter Rückgabeschock allein nicht steuert: Die RCR von 0,74 im erhöhten Szenario löst ohne die hinterlegte Folgelogik keinen definierten nächsten Schritt aus. Liquiditätsstresstests sollten deshalb fest mit dem weiteren Steuerungsprozess verbunden werden. Ein berechneter Rückgabeschock besitzt nur dann einen praktischen Nutzen, wenn die daraus folgenden Schritte vorab festgelegt sind. Die KVG sollte bestimmen, welche Befunde eine Verdichtung des Monitorings auslösen. Auch der Übergang zu einer vertieften Instrumentenprüfung muss geregelt sein. Das Monitoring-Blatt und die Entscheidungsvorlage sollten diese Folgelogik abbilden.

Im Referenzfall wird die Anleger- und Rückgabekonzentration bewusst nicht parametrisiert und als grauer Befund geführt. Eine belastbare Stufenzuordnung setzt daher eine hinreichende Datenbasis voraus.

Fehlende Angaben zu Rückgabefälligkeiten oder Anlegerkonzentrationen müssen als Datenlücke erkennbar bleiben. Gleiches gilt für unbekannte Kreditlinien und erwartete Mittelzuflüsse. Das Risikocontrolling sollte die Auswirkungen solcher Lücken auf die Aussagekraft des Monitorings festhalten. Bei mehreren belasteten Kennzahlen ist außerdem ihre Ursachenabhängigkeit zu prüfen. Die Zuordnung zu einem Ursachencluster benötigt eine dokumentierte Begründung.

Im schweren Szenario wäre die Rücknahmebeschränkung unverzüglich zu prüfen; das gelingt nur, wenn Zuständigkeiten, Abläufe und die fondsvertragliche Verankerung vorab geklärt sind. Die ausgewählten LMTs müssen daher vor einer akuten Belastung rechtlich und operativ vorbereitet sein. Dazu gehören festgelegte Zuständigkeiten und belastbare Abläufe. Die technische Umsetzbarkeit und die Kommunikationswege sind ebenfalls zu klären. Das Risikocontrolling führt die entscheidungsrelevanten Informationen zusammen. Fondsmanagement sowie Recht und Compliance prüfen die wirtschaftlichen und rechtlichen Voraussetzungen. Das zuständige Gremium trifft die Einsatzentscheidung.

Für die Auswahl selbst folgt aus der Instrumentenbewertung eine klare Linie. Offene Immobilien-Publikumsfonds sollten ihre Mindestauswahl nach § 30a KAGB so zusammensetzen, dass neben der verlängerten Rückgabefrist als struktureller Basis ein mengenwirksames Instrument verfügbar ist; das leistet allein die Rücknahmebeschränkung, deren Gate-Schwellenwert vorab in den Anlagebedingungen zu verankern und an Rücknahmehäufigkeit und Liquiditätsprofil des Fonds zu kalibrieren ist. Gebühreninstrumente eignen sich als Ergänzung für frühe Belastungsphasen, sollten aber nur vorgehalten werden, wenn die zugrunde liegenden Liquiditätskosten belastbar geschätzt und regelmäßig überprüft werden können. Swing Pricing und Dual Pricing sollten wegen der bewertungsbedingt fehlenden laufenden Handelskosten nicht den Kern der Auswahl bilden.

Ein kritischer Liquiditätsbefund erfordert schließlich eine gesonderte Prüfung des § 257 Abs. 1 KAGB. Der Fall zeigt den Unterschied: Die RCR von 0,59 begründet die Eskalationsstufe 3 des Modells, nicht aber den gesetzlichen Tatbestand des § 257 Abs. 1 KAGB.

Der harte RCR-Trigger zeigt eine erhebliche rechnerische Unterdeckung an. Er ersetzt die rechtliche Prüfung des gesetzlichen Tatbestands nicht. Die KVG muss feststellen, ob die verfügbaren Mittel ausreichen und rechtzeitig verfügbar sind. Diese Beurteilung ist getrennt von der modellseitigen Stufenzuordnung zu dokumentieren.

Die Handlungsempfehlungen zielen auf einen durchgängigen Entscheidungsprozess. Der Stresstest bildet den Ausgangspunkt. Danach folgen die Prüfung der Datenlage, die Auswahl und Vorbereitung geeigneter Instrumente. Die Governanceentscheidung schließt den Prozess ab. Auf diese Weise erhält das Modell einen klaren organisatorischen Bezug.

6.6 Wissenschaftlicher Beitrag

Die Arbeit bewertet die LMTs des Anhangs V AIFMD II auf ihre Eignung für offene Immobilien-Publikumsfonds und verbindet Kennzahlen, regulatorische Vorgaben und Instrumente zu einer offengelegten Entscheidungsarchitektur. Deren Grenzen benennt Abschnitt 6.7.

Den konzeptionellen Beitrag bildet der zeitliche Vorlauf. Das Modell verknüpft Frühwarnbefunde über den Stresstest mit einem instrumentenbezogenen Prüfpfad. Die KVG erhält dadurch eine strukturierte Entscheidungsgrundlage, bevor sich die Liquiditätslage zuspitzt.

Ob dieser Vorlauf im Ernstfall zu einem besseren Instrumenteneinsatz führt, ist mit der Fallanwendung nicht nachgewiesen und bleibt einer empirischen Prüfung vorbehalten. Eigenständig ist vor allem das Zusammenspiel von Ursachenclusterregel und hartem RCR-Trigger. Bouveret verwendet die Rücknahmedeckungsquote als Deckungsmaß innerhalb eines Liquiditätsstresstests. Das ELM-Modell ergänzt diese Kennzahl um eine Eskalationslogik, die aus dem Deckungsbefund einen abgestuften Prüfweg ableitet. Die Ursachenclusterregel schützt vor gleichursächlicher Doppelzählung, der Trigger sichert den verschärften Entscheidungsweg bei erheblicher Unterdeckung. Die stufenbezogene Instrumentenprüfung überführt den Befund in eine Rangfolge von Handlungsoptionen; der Governancevorbehalt trennt diese Rangfolge von der Einsatzentscheidung. Das Modell macht den Übergang von Liquiditätsbefunden zu einem dokumentierten Entscheidungsweg nachvollziehbar. Diese Struktur ist offengelegt und lässt sich deshalb überprüfen; ob sie sich auf andere Fondstypen und Marktphasen übertragen lässt, ist Gegenstand weiterer Forschung.

6.7 Grenzen und Validierungsbedarf

Die Abschnitte 3.6 und 5.9 behandeln die Grenzen des Forschungsdesigns, der Modellarchitektur und der Fallanwendung. Für die Bewertung der Gesamtergebnisse ist vor allem die begrenzte empirische Absicherung maßgeblich.

Die modellhafte Anwendung zeigt, dass die offengelegten Regeln unter der gewählten Parametrisierung zu nachvollziehbaren Entscheidungswegen führen. Daraus lässt sich keine Aussage über empirische Angemessenheit oder tatsächliche Wirksamkeit ableiten.

Eine weitergehende Validierung muss mehrere offene Immobilien-Publikumsfonds und unterschiedliche Marktphasen einbeziehen. Es ist zu prüfen, wie empfindlich die Stufenzuordnung auf alternative Schwellenwerte und weitere Stressarten reagiert. Die Einordnung der Szenarien ist gegenüber dem harten RCR-Trigger unterschiedlich robust. Das schwere Szenario mit einer RCR von 0,59 erreicht Stufe 3 auch bei einem strengeren oder milderem Trigger.

Die Einordnung des erhöhten Szenarios mit einer RCR von 0,74 hängt dagegen von der Triggerwahl ab. Bei einem Trigger von 0,75 würde dieselbe RCR bereits Stufe 3 auslösen, bei 0,70 verbleibt sie in Stufe 2. Interne Rückgabedaten und Anlegerstrukturen würden eine präzisere Ursachenbeurteilung ermöglichen. Auch tatsächliche Instrumentenentscheidungen und ihre Wirkungen sind einzubeziehen. Bis zu einer solchen Prüfung ist das ELM-Modell als konzeptionelle Entscheidungsarchitektur einzuordnen.

Eine empirische Validierung steht aus. Gleiches gilt für den Nachweis der praktischen Wirksamkeit einzelner LMTs. Im Anwendungsfall werden mehrere Modellpfade nicht tatsächlich ausgelöst: der reguläre Übergang in Eskalationsstufe 3 über zwei unabhängige orange belastete Risikobereiche, die Krisenphase der Eskalationsstufe 4 und der Side-Pocket-Pfad.

Mangels realer Instrumentenentscheidung lassen sich auch Aktivierung, Wirkungskontrolle und Deaktivierung in Komponente 3 sowie die anschließende Rückkopplung in Komponente 1 nicht praktisch nachvollziehen. Eine weitere Grenze betrifft den Fondsgrößeneffekt. Kleinere Fonds ohne eigenen Vertriebskanal können kaum Zuflüsse aus Neugeschäft erzeugen. Eine Rücknahmebeschränkung überbrückt dort eine Lücke, die sich kurzfristig strukturell nicht schließen lässt. Ob für solche Fonds frühere Frühwarnschwellen angemessen wären, ist anhand der vorliegenden Datenbasis nicht zu beurteilen und bleibt weiterem Forschungsbedarf vorbehalten. Tabelle 11 fasst die Anwendungsbedingungen und ihre Grenzen zusammen.

Bedingung	Modell gut anwendbar	Aussagekraft eingeschränkt
Anlegerstruktur	breit gestreut, Rückgabekonzentration intern bekannt	Großanleger oder Vertriebskanäle unbekannt oder konzentriert
Portfoliostruktur	mehrere realistisch veräußerbare Objekte	wenige Großobjekte bestimmen die Liquidierbarkeit
Marktumfeld	intakter Transaktionsmarkt	Markt illiquide, Preisindikationen fehlen
Datenqualität	monatliche Zu- und Abflüsse, Fälligkeiten und Konzentration dokumentiert	Jahresproxies, aggregierte Liquidität und graue Indikatoren
Ursachenabhängigkeit	unabhängige Risikobereiche identifizierbar	mehrere Kennzahlen reagieren mechanisch auf denselben Schock
Operative Umsetzung	Prospekt, IT, Verwahrstelle und Exit-Kriterien vorbereitet	Verankerung, Systeme oder Übergangsregeln ungeklärt

Tabelle 11: Anwendungsbedingungen und ihre Grenzen.

6.8 *Beantwortung der Forschungsfragen und Prüfung der These*

Übergeordnete Forschungsfrage: LMTs sind für offene Immobilien-Publikumsfonds geeignet, wenn sie rechtlich verfügbar und mit der Struktur des Fondstyps vereinbar sind. Ihre Wirkungsweise muss zur Belastungsursache passen; Eingriffsintensität, Anlegerwirkung und operative Umsetzbarkeit sind ebenfalls zu berücksichtigen. Das ELM-Modell strukturiert die Prüfung und die Vorbereitung einer möglichen Aktivierung anhand von Liquiditätsbefunden und Eskalationsstufen. Die Einsatzentscheidung bleibt dem zuständigen Gremium der KVG vorbehalten.

Entwicklungsperspektive: Der Rahmen hat sich von einer reaktiven Krisensteuerung zu einem vorsorgenden Liquiditätsmanagement verschoben; die Übersetzung einer Belastungslage in einen Entscheidungsweg bleibt Aufgabe der KVG.

Instrumentenperspektive: Die unionsrechtlich vorgesehenen LMTs sind für offene Immobilien-Publikumsfonds unterschiedlich anschlussfähig; ihre Eignung folgt aus der Passung zur Belastungsursache, der Verhältnismäßigkeit und der operativen Umsetzbarkeit.

Modellperspektive: Das ELM-Modell verbindet Liquiditätsindikatoren und Stressbefunde mit einer regelbasierten Eskalationslogik. Die Ursachenclusterregel berücksichtigt die Ursachenabhängigkeit mehrerer Kennzahlen. Der harte RCR-Trigger sichert den Übergang in einen verschärften Entscheidungsweg bei einer erheblichen rechnerischen Unterdeckung. Die erreichte Stufe ordnet die weitere Instrumentenprüfung.

Anwendungsperspektive: Die Modelllogik lässt sich anhand des modellhaften Referenzfalls nachvollziehbar durchspielen. Der erhöhte Rückgabeschock veranschaulicht die Ursachenclusterregel, der schwere Rückgabeschock die Funktion des harten RCR-Triggers. Eine empirische Validierung ist damit nicht verbunden.

Prüfung der These: Die Ergebnisse stützen die These innerhalb des konzeptionellen Untersuchungsrahmens. Die regulatorische und die Instrumentenanalyse bestätigen ihre beiden Ausgangsannahmen: Die Verfügbarkeit von LMTs löst das strukturelle Liquiditätsproblem nicht, und die aufsichtsrechtlichen Vorgaben bestimmen die maßgebliche Belastungssituation nicht abschließend. Das ELM-Modell strukturiert die Konkretisierungslücke und operationalisiert sie auf konzeptioneller Ebene, indem es Kennzahlen und Stressbefunde zu Eskalationsstufen und einer vorrangigen Instrumentenprüfung verdichtet. Offen bleiben die empirische Kalibrierung der Schwellenwerte und der Nachweis der Instrumentenwirkungen.

7 Fazit und Ausblick

Offene Immobilien-Publikumsfonds halten überwiegend illiquide Vermögenswerte. Gleichzeitig haben Anleger ein laufendes Rückgaberecht. Daraus entsteht ein strukturelles Spannungsverhältnis, das sich durch ein einzelnes Liquiditätsmanagement-Instrument nicht auflösen lässt. Die Regulierung reagiert darauf mit einem erweiterten Pflichtenrahmen. KAGB und AIFMD II legen fest, welche Instrumente vorzuhalten sind, und enthalten Vorgaben zu Verfahren, Dokumentation und Governance. Nicht abschließend geregelt ist, wie eine konkrete Liquiditätslage in die Prüfung eines bestimmten Instruments zu übersetzen ist. An dieser Konkretisierungslücke setzt die Arbeit an.

Das entwickelte ELM-Modell verbindet Monitoring- und Stresstestbefunde mit Eskalationsstufen. Aus der erreichten Stufe leitet es ab, welche Instrumente vorrangig zu prüfen und vorzubereiten sind. Die Entscheidung über den tatsächlichen Einsatz bleibt bei der KVG.

Die vier Forschungsfragen sind in Abschnitt 6.8 einzeln beantwortet. Kern der Arbeit ist die Lücke zwischen einem verbindlichen Instrumentarium und der offenen Frage, wann welche Prüfung auszulösen ist. Das ELM-Modell strukturiert diese Lücke auf konzeptioneller Ebene. Das Modell macht den Übergang von Liquiditätsbefunden zu einer dokumentierbaren Entscheidung transparent. Die Ursachenclusterregel verhindert, dass RCR und Nettomittelaufkommen als zwei getrennte Risiken gewertet werden, obwohl beide auf denselben Rückgabeshock reagieren. Zugleich ordnet das Modell jeder Eskalationsstufe ein eigenes Instrumentenbündel zu: In Stufe 2 stehen die verlängerte Rückgabefrist und die Gebühreninstrumente im Vordergrund, in Stufe 3 die Rücknahmebeschränkung als mengenwirksames Instrument. Am Anwendungsfall wird diese Priorisierung schlüssig, während der harte Trigger bei erheblicher Unterdeckung den unmittelbaren Übergang in Stufe 3 sichert.

Konzeptionell entsteht daraus ein vorgelagerter Prüfpfad: Das Modell verbindet jede der betrachteten Stressannahmen mit einem definierten Prüfauftrag, dessen Intensität mit dem Rückgabedruck steigt. Die Reichweite bleibt begrenzt. Die Anwendung auf den modellhaften Referenzfonds veranschaulicht die Funktionsweise des ELM-Modells unter den gewählten Annahmen; sie validiert weder die Schwellenwerte empirisch noch weist sie die Wirkung eines aktivierten Instruments nach. Für die Praxis folgt daraus, dass sich eine KVG nicht auf das Verhalten geeigneter Instrumente beschränken sollte.

Ein regelbasiertes Prüfmodell kann die KVG dabei unterstützen, Belastungsphasen über den Stresstest vorausschauend zu kalkulieren und den Instrumenteneinsatz vorzubereiten, bevor der Rückgabedruck die Handlungsspielräume verengt.

Der Ausblick betrifft die empirische Absicherung. Eine weitergehende Prüfung müsste mehrere offene Immobilien-Publikumsfonds und unterschiedliche Marktphasen einbeziehen und die Schwellenwerte an realen Rückgabe- und Konzentrationsdaten kalibrieren. Ob der vorgelagerte Prüfpfad im Ernstfall zu einem früheren oder wirksameren Instrumenteneinsatz führt, lässt sich erst mit internen Steuerungsdaten und dokumentierten Instrumentenentscheidungen beantworten. Diesen Weg bereitet die Arbeit vor: Sie macht den Übergang von einzelnen Liquiditätsbefunden zu einer begründeten und dokumentierbaren Handlungsentscheidung nachvollziehbar. Der Fokus verschiebt sich damit von der bloßen Verfügbarkeit der LMTs auf ihre situationsgerechte Prüfung.

Literatur- und Quellenverzeichnis

- Bouveret (2017):** Bouveret, Antoine: Liquidity Stress Tests for Investment Funds: A Practical Guide. IMF Working Paper WP/17/226, Monetary and Capital Markets Department. Washington, D.C.: International Monetary Fund, Oktober 2017. Online im Internet: <https://www.imf.org/en/publications/wp/issues/2017/10/31/liquidity-stress-tests-for-investment-funds-a-practical-guide-45332>. Zuletzt geprüft am 02.04.2026.
- BVI (2023):** Bundesverband Investment und Asset Management e. V.: Liquiditätsmanagement bei offenen Immobilienfonds. Halte- und Kündigungsfristen sowie Spezialfonds-Anlegerstruktur begrenzen Liquiditätsrisiken bei offenen Immobilienfonds. Frankfurt am Main, 2023. Online im Internet: https://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/tx_bvibcenter/Fokus_Immobilienfonds__Liquiditaetsmanagement__web_01.pdf. Zuletzt geprüft am 19.04.2026.
- BVI (2026):** Bundesverband Investment und Asset Management e. V.: BVI-Position zum Entwurf der Bundesregierung für ein Fondsrisikobegrenzungs-gesetz. Frankfurt am Main, 22.01.2026. Online im Internet: https://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/BVI-Position_FoRG.pdf. Zuletzt geprüft am 03.05.2026.
- BVI/DK (2021):** Bundesverband Investment und Asset Management e. V./Deutsche Kreditwirtschaft: Die Rücknahmebeschränkung als neues Liquiditätsmanagementinstrument im KAGB – Ein Leitfaden für die Praxis. Stand: Dezember 2021, Frankfurt am Main. Online im Internet: <https://www.bvi.de/service/muster-und-arbeitshilfen/praxis-leitfaden-zur-ruecknahmebeschraenkung/>. Zuletzt geprüft am 16.04.2026.
- ESMA (2020):** European Securities and Markets Authority: Leitlinien für Liquiditätsstresstests von OGAW und AIF. ESMA34-39-897 DE, Paris, 16.07.2020. Online im Internet: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39-897_guide-lines_on_liquidity_stress_testing_in_ucits_and_aifs_de.pdf. Zuletzt geprüft am 14.04.2026.
- ESMA (2026):** European Securities and Markets Authority: Guidelines on Liquidity Management Tools (LMTs) of UCITS and Open-Ended AIFs. ESMA34-671404336-1364, Paris, 12.03.2026. Online im Internet: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2026-03/ESMA34-671404336-1364_Guidelines_on_liquidity_management_tools_of_UCITS_and_open-ended_AIFs.pdf. Zuletzt geprüft am 02.05.2026.
- FSB (2023):** Financial Stability Board: Revised Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds. 20.12.2023. Online im Internet: <https://www.fsb.org/uploads/P201223-1.pdf>. Zuletzt geprüft am 12.05.2026.
- IOSCO (2023):** International Organization of Securities Commissions: Anti-Dilution Liquidity Management Tools – Guidance for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes. Final Report, FR/15/2023, Dezember 2023. Online im Internet: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD756.pdf>. Zuletzt geprüft am 18.04.2026.

- Karl (2012):** Karl, Peter: Offene Immobilienfonds in Österreich. In: Trübstein, Michael (Hrsg.): Praxishandbuch Immobilieninvestments. Anlagevehikel, Märkte, Strategien in Deutschland und Österreich. Wiesbaden: Gabler, S. 281–300.
- Kuhn/Schlump (2019):** Kuhn, Jan/Schlump, Patrick: Entwicklung der Geschäftsmodelle. In: Rock, Verena/Schumacher, Christoph/Bäumer, Hubertus/Pfeffer, Tobias (Hrsg.): Praxishandbuch Immobilienfondsmanagement und -investment. 2. Aufl., Wiesbaden: Springer Gabler, S. 203–221.
- Oertel (2019):** Oertel, Cay: Quantitatives Risikomanagement in der Immobilienwirtschaft. Bisherige Entwicklungen, Best Practices und Ableitung einer Evolutionsmatrix. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Saunders/Lewis/Thornhill (2019):** Saunders, Mark N. K./Lewis, Philip/Thornhill, Adrian: Research Methods for Business Students. 8th ed., Harlow: Pearson.
- Schöffel (2012):** Schöffel, Bernd: Offene Immobilienfonds in Deutschland. In: Trübstein, Michael (Hrsg.): Praxishandbuch Immobilieninvestments. Anlagevehikel, Märkte, Strategien in Deutschland und Österreich. Wiesbaden: Gabler, S. 253–278.
- Scope Fund Analysis (2025):** Scope Fund Analysis: Offene Immobilienfonds. Marktstudie und Ratings 2025. Berlin, 11.06.2025. Online im Internet: <https://www.scopeexplorer.com/news/offene-immobilienfonds-ratings-and-marktstudie-2025/111228>. Zuletzt geprüft am 14.04.2026.
- Trübstein (2012a):** Trübstein, Michael: Immobilieninvestoren und -anlageprodukte in Deutschland und Österreich. In: Trübstein, Michael (Hrsg.): Praxishandbuch Immobilieninvestments. Anlagevehikel, Märkte, Strategien in Deutschland und Österreich. Wiesbaden: Gabler, S. 17–43.
- Trübstein (2012b):** Trübstein, Michael: Zusammenfassung und Ausblick. In: Trübstein, Michael (Hrsg.): Praxishandbuch Immobilieninvestments. Anlagevehikel, Märkte, Strategien in Deutschland und Österreich. Wiesbaden: Gabler, S. 443–452.
- Wilde/Hess (2007):** Wilde, Thomas/Hess, Thomas: Forschungsmethoden der Wirtschaftsinformatik. Eine empirische Untersuchung. In: Wirtschaftsinformatik, Jg. 49, Nr. 4, S. 280–287.
- WohnSelect Kapitalverwaltungsgesellschaft (2026):** WohnSelect Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH: Mitteilung an unsere Anlegerinnen und Anleger. Aussetzung der Anteilscheinrücknahme nach § 257 KAGB. München, 15.01.2026. Online im Internet: https://www.wohnselect.de/wp-content/uploads/wohnselect-d/2026_01_15_-aktuelles-zur-ruecknahmeaussetzun-g-wertgrund-wohnselect-d.pdf. Zuletzt geprüft am 04.05.2026.

Anlagenverzeichnis

Anlage A1: Anhang V AIFMD II – Liquiditätsmanagement-Instrumente.....	65
Anlage A2: Muster-Monitoring-Blatt als Entscheidungsdokument des ELM-Modells	66
Anlage A3: Deaktivierungslogik des ELM-Modells	68
Anlage A4: Regulatorische Einordnung des ELM-Modells	69

Anlage A1: Anhang V AIFMD II – Liquiditätsmanagement-Instrumente. Quelle: Richtlinie (EU) 2024/927, Anhang V.

„ANHANG V	
LIQUIDITÄTSMANAGEMENT-INSTRUMENTE FÜR AIFM, DIE OFFENE AIF VERWALTEN	
1.	Aussetzung von Zeichnungen, Rückkäufen und Rücknahmen: Die Aussetzung von Zeichnungen, Rückkäufen und Rücknahmen bedeutet, dass den Anteilinhabern bzw. -eignern die Zeichnung, der Rückkauf oder die Rückgabe von Anteilen des Fonds vorübergehend untersagt wird.
2.	Rücknahmebeschränkung: Eine Rücknahmebeschränkung bedeutet eine vorübergehende und teilweise Beschränkung des Rechts der Anteilinhaber bzw. -eigner auf Rückgabe ihrer Anteile, sodass die Anleger nur einen bestimmten Teil ihrer Anteile zurückgeben können.
3.	Verlängerung der Kündigungsfristen: Die Verlängerung der Kündigungsfrist bedeutet, dass die Kündigungsfrist über eine dem Fonds angemessene Mindestfrist hinaus verlängert wird, die die Anteilinhaber bzw. -eigner den Fondsmanagern vor der Rückgabe ihrer Anteile einräumen müssen.
4.	Rückgabegebühr: Die Rückgabegebühr ist eine Gebühr, die innerhalb einer vorgegebenen Bandbreite unter Berücksichtigung der Liquiditätskosten von den Anteilinhabern bzw. -eignern bei der Rückgabe von Anteilen an den Fonds gezahlt und mit der sichergestellt wird, dass Anteilinhaber bzw. -eigner, die im Fonds verbleiben, nicht ungemessen benachteiligt werden.
5.	Swing Pricing: Bei Swing Pricing handelt es sich um einen im Voraus festgelegten Mechanismus, bei dem der Nettoinventarwert der Anteile eines Investmentfonds durch Anwendung eines Faktors (Swing-Faktor) angepasst wird, der die Liquiditätskosten berücksichtigt.
6.	Dual Pricing: Bei Dual Pricing handelt es sich um einen im Voraus festgelegten Mechanismus, bei dem die Zeichnungs-, Rückkaufs- und Rücknahmepreise für die Anteile eines Investmentfonds festgelegt werden, indem der Nettoinventarwert pro Anteil um einen Faktor, der die Liquiditätskosten abbildet, angepasst wird.
7.	Verwässerungsschutzgebühr: Die Verwässerungsschutzgebühr ist eine Gebühr, die ein Anteilinhaber bzw. -eigner bei der Zeichnung, dem Rückkauf oder der Rücknahme von Anteilen an den Fonds zahlt, die den Fonds für die aufgrund des Umfangs dieser Transaktion entstandenen Liquiditätskosten entschädigt und sicherstellt, dass andere Anteilinhaber bzw. -eigner nicht in ungerechtfertigter Weise benachteiligt werden.
8.	Sachauskehr: Die Sachauskehr bedeutet, dass vom Fonds gehaltene Vermögenswerte anstelle von Bargeld übertragen werden, um Zahlungsaufträge von Anteilinhabern bzw. -eignern zu erfüllen.
9.	Abspaltung illiquider Anlagen (Side Pockets): Bei der Abspaltung illiquider Anlagen geht es darum, dass bestimmte Vermögenswerte, deren wirtschaftliche oder rechtliche Merkmale sich erheblich verändert haben oder aufgrund außergewöhnlicher Umstände unsicher geworden sind, von den anderen Vermögenswerten des Fonds getrennt werden.“

Anlage A2: Muster-Monitoring-Blatt als Entscheidungsdokument des ELM-Modells

Prüffeld	Inhalt	Verantwortlich
Fonds und Bewertungstag	Fondsname, Datum, NAV, nächster Rückgabetermin	Risikomanagement
Indikatoren	NMA, RCR, Liquiditätsquote, Veräußerungsgeschwindigkeit, Anleger- und Rückgabekonzentration	Risikomanagement / Portfoliomanagement
Farbzuordnung	grün, gelb, orange, rot mit Schwellenbezug	Risikomanagement
Konstellationsprinzip und harter RCR-Trigger	Anzahl unabhängiger belasteter Risikobereiche; Kennzeichnung des Ursachencusters RCR/NMA; $RCR \leq 0,7$; Prüfung der Voraussetzungen des § 257 Abs. 1 KAGB.	Risikomanagement
Stresstestbefund	Szenario, RCR im Stressfall, Liquiditätslücke	Risikomanagement
Stressursache	Abflussdruck, Marktilliquidität, Bewertungsdruck, Großanleger	Risikomanagement / Portfoliomanagement
Vorgeschlagene Stufe	Stufe 1 bis 4 mit Begründung	Risikomanagement
Instrumentenoption	geeignetes LMT, mildere Mittel, Alternativen	Risikomanagement / Portfoliomanagement
LMT-Rechtsgrundlage	Art. 16 AIFMD II und Anhang V; § 30a KAGB; Spezialregime §§ 255 und 257 KAGB	Compliance / Recht
Anlegerwirkung	Belastung aussteigender und verbleibender Anleger	Risikomanagement / Compliance

Prüffeld	Inhalt	Verantwortlich
Beschluss	Beobachtung, Vorbereitung, Aktivierung oder Nichtaktivierung	zuständiges Gremium der KVG
Meldepflicht	Laufende Berichtspflicht nach § 35 KAGB; Aktivierungsmeldung nach Art. 16 Abs. 2d AIFMD II	Compliance
Anlegerinformation	Kommunikationsinhalt, Begründung, Schutzfunktion des Eingriffs	Compliance / Vertrieb
Deaktivierungskriterium / nächste Prüfung	Schwellenbezug, Frist, Verantwortliche	zuständiges Gremium der KVG / Risikomanagement
Dokumentation	Begründung, Zeitpunkt, Verantwortliche	Risikomanagement / Compliance

Anlage A3: Deaktivierungslogik des ELM-Modells

Instrument	Deaktivierungsvoraussetzung
Rücknahmebeschränkung	RCR stabil > 1,2; Liquiditätsquote > 10 %; Nettomittelaufkommen neutral oder positiv; belastbarer Liquiditätsbeschaffungs- und Verkaufsplan; keine kritischen Konzentrationsrisiken
Rückgabe- und Verwässerungsschutzgebühr	Rückgang des Abflusssdrucks, keine Verwässerungsgefahr, unauffälliger Stresstest
Verlängerte Rückgabefrist	Keine modellseitige Deaktivierung; Änderungen nur im Rahmen der gesetzlichen und fondsvertraglichen Vorgaben sowie eines formalen Änderungsverfahrens
Rücknahmeaussetzung	Wiedereröffnung nur nach gesonderter Prüfung der Voraussetzungen des § 257 KAGB; ausreichende Mittel für Rücknahmen und laufende Bewirtschaftung
Side Pocket / Abspaltung illiquider Anlagen	Auflösung, Verkauf oder Wegfall der Sondersituation; Rückführung nur nach rechtlicher Einzelfallprüfung

Die Deaktivierungsvoraussetzungen sind modellhafte Prüfkriterien und ersetzen keine rechtliche Einzelfallprüfung oder Governanceentscheidung.

Anlage A4: Regulatorische Einordnung des ELM-Modells

Ebene	Rechtsquelle	Relevanter Inhalt
1. EU-Rahmen	Richtlinie (EU) 2024/927 / AIFMD II, Art. 16	Pflicht zur Auswahl geeigneter LMTs für offene AIF.
2. EU-Instrumentenkatalog	AIFMD II / Anhang V	EU-Katalog der LMTs, u. a. Rücknahmebeschränkung, Rückgabefristen, Gebühren, Swing/Dual Pricing, Sachauskehr, Side Pockets.
3. Nationale Umsetzung	§ 30a KAGB	Mindestens zwei geeignete LMTs; Eignungsprüfung nach Anlagestrategie, Liquiditätsprofil und Rücknahmepolitik.
4. Allgemeines Liquiditätsmanagement	§ 30 KAGB	Pflicht zu Liquiditätsmanagementsystem, Risikoüberwachung und Stresstests.
5. Liquiditätspuffer	§ 253 KAGB	Vorgaben zu Liquiditätsanlagen bei Immobilien-Sondervermögen: mind. 5 %, max. 49 %.
6. Rückgaberegeln	§ 255 KAGB	24 Monate Mindesthaltefrist und zwölf Monate Rückgabefrist.
7. Krisenfall	§ 257 KAGB	Rücknahmeaussetzung bei unzureichender Liquidität.
8. Allgemeine Ausgabe/Rücknahme	§ 98 KAGB	Allgemeine Regelung zu Ausgabe, Rückgabe und Aussetzung von Anteilen.

Kurzbiografie der Autoren

Jonas Braselmann

absolvierte von 2019 bis 2022 ein duales Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Dualen Hochschule Baden-Württemberg und schloss dieses mit dem akademischen Grad Bachelor of Arts (B.A.) ab. Anschließend war er bei Schaeffler im Bereich eCommerce & New Markets tätig und verantwortete dort als Projektmanager unter anderem die internationale Weiterentwicklung und den Rollout eines digitalen Kundenbindungsprogramms.

Seit 2025 studiert er Immobilienmanagement im Master an der Technischen Hochschule Aschaffenburg. Parallel zum Studium sammelte er praktische Erfahrung im Asset Management sowie im institutionellen Produktmanagement.

Die im Rahmen seines Masterstudiums unter der Betreuung von Herrn Prof. Dr.-Ing. Lars Bernhard Schöne verfasste Masterarbeit mit dem Titel „Regulatorische Anforderungen und der Einsatz von Instrumenten zum Liquiditätsmanagement offener Immobilienfonds“ bildet die Grundlage für das vorliegende Arbeitspapier.

Lars Bernhard Schöne,

wurde im Mai 2016 zum Professor für Immobilien-Betriebswirtschaft an die Fakultät Wirtschaft und Recht der Technischen Hochschule Aschaffenburg berufen. Seit April 2017 leitet er das IIWM Institut für Immobilienwirtschaft und -management und seit Oktober 2019 ist er Studiengangsleiter und Vorsitzender der Prüfungskommission für den Masterstudiengang Immobilienmanagement.

Prof. Schöne, geb. 1971 in Celle; studierte nach seiner Ausbildung zum Schreiner das Bauingenieurwesen an der Bergischen Universität Wuppertal. Nach dem Diplom und aufbauend dem 1. Staatsexamen für die Sekundarstufe II, promovierte er extern bei Univ.-Prof. Dr.-Ing. Claus Jürgen Diederichs am Lehr- und Forschungsgebiet Bauwirtschaft.

Vor seinem Wechsel in die Wissenschaft zeichnete er als Geschäftsführer einer Kapitalverwaltungsgesellschaft für ein Investitionsvolumen von 4,3 Mrd. € bzw. Transaktionen von über 700 Mio. € verantwortlich. Nebenbei war er über zehn Jahre Lehrbeauftragter für das Fachgebiet Portfolio- und Asset Management an der Technischen Universität München.

Prof. Schöne ist Mitglied im Ausschuss ‚Transparenz und Benchmarking‘ des Zentralen Immobilienausschusses Deutschland und in weiteren Gremien engagiert. Auf der 6. internationalen Fachmesse für Gewerbeimmobilien Expo-Real in München, wurde er für das Forschungsprojekt „Immobilien-Benchmarking für die Sparkassen-Finanzgruppe“, mit dem Anerkennungspreis der Immobilien-Fachpresse ausgezeichnet.

Prof. Schöne ist Lehrbeauftragter der Hochschule Biberach, Co-Autor des BDI-Manifestes für Wachstum und Beschäftigung – Deutschland 2020 sowie einer Vielzahl qualifizierter Fachbeiträge. Im SpringerVieweg-Verlag ist er in 5. bzw. 3. Auflage Herausgeber der beiden Standardwerke ‚Real Estate und Facility Management‘ sowie ‚Immobilien-Benchmarking‘.



IIWM Institut für
Immobilienwirtschaft
und-management
TH Aschaffenburg

Technische Hochschule Aschaffenburg
Würzburger Straße 45
D-63743 Aschaffenburg