



DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

Datum 12 juni 2018
Ons kenmerk ReOt-18061776
Pagina 1 van 5
Betreft Onderzoek Liquiditeitsrisico bij open-end
beleggingsinstellingen die worden beheerd
door AIFMs

Geachte directie,

De Nederlandsche Bank N.V. (DNB) heeft, met ondersteuning van de Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM), in 2017 een onderzoek uitgevoerd naar liquiditeitsrisico bij open-end beleggingsinstellingen die worden beheerd door AIFMs. Het liquiditeitsrisico is het risico dat beleggers niet binnen de overeengekomen termijn gebruik van hun terugbetalingsrecht kunnen maken; een onderwerp dat ook verhoogde internationale aandacht geniet. Zo kan het onder verslechterende (markt)omstandigheden voorkomen dat beleggers in korte tijd meer terugbetalingen wensen te ontvangen dan waar de beheerder aan kan voldoen. Dit deed zich bijvoorbeeld voor in het Verenigd Koninkrijk, waar terugbetalingsrechten in een aantal vastgoedbeleggingsinstellingen na de bekendmaking van de uitslag van het EU-referendum tijdelijk werden opgeschort. Een dergelijke opschorting kan niet alleen leiden tot schade voor beleggers in de betreffende beleggingsinstellingen, maar onder omstandigheden kunnen opschortingen ook negatieve gevolgen hebben voor andere partijen dan rechtstreeks bij de beleggingsinstellingen betrokkenen zoals andere beleggingsinstellingen of financiële instellingen. Daar staat tegenover dat gebruikmaking van opschortingsrechten het belang van beleggers in de betreffende beleggingsinstelling kan dienen en bevorderlijk kan zijn voor financiële stabiliteit.¹

Bij dit gezamenlijke onderzoek naar liquiditeitsrisico zijn bij een deel van de onderzochte rapportages substantiële tekortkomingen in de rapportagekwaliteit geconstateerd. In deze sectorbrief informeren we u over de belangrijkste bevindingen uit het onderzoek en geven we – in navolging van de bevinding over rapportagekwaliteit van de AIFMD-rapportage² – toelichting over de wijze waarop specifieke onderdelen van de AIFMD-rapportage ingevuld dienen te worden. We sluiten af met welk vervolg we geven aan dit onderzoek.

¹ Zie IMF Global Financial Stability Report, april 2015. Link: http://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-flagship-issues/external/pubs/ft/GFSR/2015/01/pdf/_c3pdf.ashx

² De rapportageverplichting volgt uit Artikel 24 RICHTLIJN 2011/61/EU VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD

Bevindingen

De voorlopige conclusie is dat liquiditeitsrisico voorkomt bij een aantal van de open-end beleggingsinstellingen, maar dat er geen aanwijzingen zijn voor een sector-breed risico. Uit het onderzoek blijkt dat voor beleggingsinstellingen gerapporteerde liquiditeitsmismatch³ in belangrijke mate lijkt te volgen uit rapportagefouten. De rapportagekwaliteit van een deel van de AIFMD-rapportages moet dan ook verbeterd worden om een beter zicht te kunnen hebben op de daadwerkelijke liquiditeitsmismatch. Een andere bevinding is dat de mogelijkheid tot het inzetten van liquiditeitsinstrumenten en de voorwaarden waaronder dat kan gebeuren, in voorkomende gevallen summier in het prospectus zijn omschreven. Hieronder volgt een nadere toelichting op beide bevindingen.

De AFM en DNB zijn voornemens om aanvullend onderzoek te doen, waarbij verbeterde rapportages moeten uitwijzen of deze voorlopige conclusie standhoudt.

Rapportagekwaliteit van de AIFMD-rapportage kan beter

De AIFM-richtlijn heeft een rapportageplicht geïntroduceerd. In het kader van het onderzoek is gebruik gemaakt van gegevens uit de AIFMD-rapportages. De hoofdbevinding van dit onderzoek is dat de kwaliteit van de door een deel van de beheerders aangeleverde informatie in de AIFMD-rapportages verbeterd dient te worden. Zo lijkt het merendeel van de op basis van de gerapporteerde data geïdentificeerde liquiditeitsmismatches voort te komen uit een onjuiste interpretatie van de ESMA invulinstructie⁴ voor de AIFMD-rapportages. Hieronder volgt een selectie van onderwerpen die vaak verkeerd of niet gerapporteerd worden:

Het liquiditeitsprofiel van beleggers wordt vaak verkeerd ingevuld

In de AIFMD-rapportage dienen beheerders bij het rapporteren van het liquiditeitsprofiel van beleggers ervan uit te gaan dat ze beperkingen zullen opleggen indien daartoe aanleiding zou bestaan en zij daartoe de bevoegdheid hebben; dit betekent bijvoorbeeld dat beperkingen voortvloeiend uit ‘gates’ en ‘notice periods’ dienen te worden toegepast. Een deel van de beheerders blijkt geen rekening te houden met gates bij het invullen van het liquiditeitsprofiel. Onder het onderdeel ‘nadere aandacht voor het invullen van het liquiditeitsprofiel van beleggers’ wordt nadere aandacht gegeven aan hoe het liquiditeitsprofiel van beleggers gerapporteerd dient te worden.

De kwalificatie van open-end wordt vaak onjuist gehanteerd

Het is vereist om in de rapportage aan te geven of de beleggingsinstelling open-end of closed-end is. Uit de AIFMD-rapportage blijkt dat voor een deel van de beleggingsinstellingen niet gerapporteerd wordt of sprake is van een open-end of closed-end beleggingsinstelling.⁵ Uit een enquête onder een deelpopulatie van de beheerders blijkt dat het merendeel van de geënquêteerde beheerders niet weet welke definitie van open-end en closed-end in de AIFMD-rapportage gebruikt dient te worden. Deze beheerders hanteren bijvoorbeeld voor hun beleggingsinstellingen de definitie die volgt uit de Prospectusrichtlijn⁶, of een eigen definitie. In de AIFMD-rapportage dient de definitie zoals bepaald in artikel 1, tweede lid, van de Gedelegeerde Verordening (EU) Nr. 694/2014 van de commissie⁷ voor open-end en closed-end gehanteerd te worden. Volgens deze verordening wordt een beleggingsinstelling als open-end gezien als de aandelen of rechten van

³ Een liquiditeitsmismatch houdt in dat beheerders investeringen niet te gelde kunnen maken omdat de hoeveelheid verkoopbare activa van de beleggingsinstelling (asset liquidity) lager is dan wat in hetzelfde looptijdinterval maximaal onttrokken mag worden (investor liquidity).

⁴ <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2014-0004-00-00-ennl.pdf>

⁵ Het betreft veldcode 193 in de AIFMD-rapportage

⁶ De Prospectusrichtlijn gaat uit van een open-end status bij een terugbetalingsfrequentie binnen een jaar.

⁷ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0694&from=EN>

deelneming vóór de aanvang van de liquidatiefase ervan op verzoek van haar aandeelhouders of deelnemers direct of indirect met de activa van de beleggingsinstelling worden ingekocht of terugbetaald.

Velden worden niet ingevuld

Meerdere rapportagefouten bleken belemmerend voor het onderzoek. Zo kon 20 procent van de open-end beleggingsinstellingen niet in het onderzoek meegenomen worden wegens ontbrekende informatie. Bijvoorbeeld voor bijna 20 procent van de open-end beleggingsinstellingen is de net asset value (NAV) niet ingevuld.⁸ In het onderdeel ‘vervolg’ wordt nader ingegaan op welke verdere stappen we nemen om ervoor te zorgen dat de rapportage beter ingevuld wordt.

Liquiditeitsinstrumenten worden vaak summier beschreven

De AIFM-richtlijn⁹ bepaalt dat het prospectus, het reglement of de statuten van de beleggingsinstelling, evenals alle materiële wijzigingen in deze informatie een beschrijving moet bevatten van het beheer van het liquiditeitsrisico van de beleggingsinstelling, inclusief de terugbetalingsrechten onder zowel normale als uitzonderlijke omstandigheden, en de bestaande terugbetalingsregelingen met beleggers. Om liquiditeitsinstrumenten daadwerkelijk in te mogen zetten moeten de instrumenten, die een beheerder zich voorbehoudt richting investeerders, duidelijk zijn omschreven in het prospectus, het reglement of de statuten van de beleggingsinstelling. Uit het onderzoek blijkt dat de mogelijkheid tot het inzetten van liquiditeitsinstrumenten en de voorwaarden waaronder dat mag gebeuren, in voorkomende gevallen summier zijn omschreven. Veelal wordt wel voorzien in opschorting, maar blijft onduidelijk of ook andere maatregelen kunnen worden ingezet.¹⁰

Nadere aandacht voor het invullen van het liquiditeitsprofiel van beleggers

In de ESMA invulinstructie,¹¹ onder de punten 118 tot en met 120, wordt uitgelegd hoe het liquiditeitsprofiel van de portefeuille en het liquiditeitsprofiel van beleggers ingevuld dient te worden.¹² In punt 120 staat expliciet dat beheerders ervan uit dienen te gaan dat ze beperkingen zullen opleggen indien ze daartoe de macht hebben; dit betekent bijvoorbeeld dat beperkingen voortvloeiend uit ‘gates’ en ‘notice periods’ dienen te worden toegepast. Daarnaast staat in punt 120 dat beheerders geen uittredings/terugbetalingsrechten zullen opschorten en dat er geen uittredings/terugbetalingsvergoedingen worden uitgekeerd. Het totaal moet gelijk zijn aan 100 procent. De hoogte van de gate – in de praktijk veelal een percentage voor een bepaalde periode – is vrij. Belangrijk bij het rapporteren is dat een reële aanname van de gate wordt gehanteerd die recht doet aan een praktisch haalbare stroomlijning van de uitstroom en die overeenkomt met wat over de gate in het prospectus, het reglement of de statuten van de beleggingsinstelling beschreven staat.

⁸ Het betreft veldcode 53 in de AIFMD-rapportage

⁹ Artikel 23, eerste lid, onderdeel h, AIFM-richtlijn

¹⁰ Van een deel van de betreffende beleggingsinstellingen is het prospectus in het verleden niet door de AFM beoordeeld, namelijk van de beleggingsinstellingen die actief waren voor implementatie van de AIFM-richtlijn.

¹¹ <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2014-0004-00-00-en.nl.pdf>

¹² Het betreft veldcode 186 t/m 192 in de AIFMD-rapportage

Hieronder volgt een voorbeeld van hoe het liquiditeitsprofiel van beleggers eruit zou kunnen zien indien de beleggingsinstelling de volgende kenmerken/voorwaarden heeft¹³:

De beleggingsinstelling:

- heeft een NAV van € 150 miljoen;
- biedt elke 30 dagen redemptions;
- heeft een gate van 10 procent ten aanzien van de NAV van de beleggingsinstelling. De gate kan ingezet worden wanneer de beleggingsinstelling open staat voor redemptions, dus elke 30 dagen. Het betreft een ‘mandatory gate’ hetgeen betekent dat de gate automatisch geactiveerd wordt wanneer het volume van gewenste redemptions hoger is dan 10 procent van de NAV van de beleggingsinstelling op dat moment.

Investor Liquidity Profile	
Percentage of investor equity that can be redeemed within (as % of AIF's NAV)	
1 day or less	0,00
2 – 7 days	0,00
8 – 30 days	10,00
31 – 90 days	17,10 (10% x 90%) + (10% x 81%)
91 – 180 days	19,76 (10% x 72,9%) + (10% x 65,61%) + (10% x 59,05%)
181 – 365 days	24,90 (10% x 53,14%) + (10% x 47,83%) + (10% x 43,05%) + (10% x 38,74%) + (10% x 34,87%) + (10% x 31,38%)
More than 365 days	28,24 (100% – 24,90% – 19,76% – 17,10% - 10%)

Hier volgt een nadere beschrijving van de voorbeeldtabel hierboven. In de eerste twee tijdsintervallen is het percentage van *mogelijke* uitstroom gelijk aan 0 procent. De beleggingsinstelling is elke 30 dagen open dus er kan in de eerste 7 dagen geen uitstroom mogelijk zijn. In het derde interval is de beleggingsinstelling eenmaal open en is de uitstroom ten hoogste 10 procent van de NAV, omdat de gate voorkomt dat meer uittrekking mogelijk is. In het daaropvolgende interval is de beleggingsinstelling tweemaal open en is het dus mogelijk dat ten hoogste tweemaal 10 procent van de na het vorige uittrekkingmoment resterende de NAV aan de beleggingsinstelling onttrokken wordt. Dezelfde redenering gaat op voor de daaropvolgende intervallen met uitzondering van het laatste interval. In het laatste interval wordt het nog resterende percentage van de NAV ingevuld, waardoor het totaal aan mogelijke uitstroom altijd uitkomt op 100 procent van de NAV bij aanvang – in casu € 150 miljoen.

¹³ De kenmerken/voorwaarden van de beleggingsinstelling zijn fictief en geven geen indicatie over wat gebruikelijk is in de markt of wat de toezichthouder wenselijk vindt.

Datum 12 juni 2018
Ons kenmerk ReOt-18061776
Pagina 5 van 5



Vervolg

De AFM en DNB hebben in de komende tijd verhoogde aandacht voor het verbeteren van de rapportagekwaliteit van de AIFMD-rapportage. De AFM en DNB zullen onder meer controles ten aanzien van de volledigheid van de rapportages uitvoeren; onvolledige rapportages kunnen geweigerd worden. De AFM en DNB zullen dit jaar een vervolganalyse doen op basis van nieuwe rapportagedata. Deze analyse beoogt vast te stellen of er bij specifieke beleggingsinstellingen of (groepen) beleggingsinstellingen nog sprake is van een liquiditeitsmismatch en of de rapportagekwaliteit verbeterd is. Afhankelijk van geconstateerde tekortkomingen zullen beheerders daarover individueel geïnformeerd kunnen worden. Ten slotte benadrukken de AFM en DNB dat de beheerder verantwoordelijk is voor juiste en volledige AIFMD-rapportages.

Vragen over dit onderzoek kunt u richten aan: AM_liquiditeitsonderzoek@afm.nl.

Hoogachtend,
Autoriteit Financiële Markten

De Nederlandsche Bank

mr. S.M.A.L. Pieters - Gorissen
Hoofd
Toezicht | Asset Management

dr. M. Gelderman
Divisiedirecteur Toezicht Nationale Instellingen