

# Richtsnoeren

betreffende instrumenten voor liquiditeitsbeheer van icbe's en open-end-abi's

## Inhoudsopgave

|  |    |
|--|----|
| 1. Toepassingsgebied .....   | 3  |
| 2. Wetgeving waarnaar wordt verwezen, afkortingen en definities .....  | 4  |
| 2.1 Wetgeving waarnaar wordt verwezen .....  | 4  |
| 2.2 Afkortingen .....  | 4  |
| 2.3 Definities .....   | 5  |
| 3. Doel .....  | 5  |
| 4. Naleving en kennisgevingsverplichtingen .....   | 6  |
| 4.1. Status van de richtsnoeren .....  | 6  |
| 4.2. Kennisgevingsverplichtingen .....   | 6  |
| 5. Richtsnoeren met betrekking tot instrumenten voor liquiditeitsbeheer van icbe's en open-end-abi's .....                     | 8  |
| 5.1 Richtsnoeren inzake algemene beginselen .....  | 8  |
| 5.2 Richtsnoeren met betrekking tot op kwantiteit gebaseerde instrumenten voor liquiditeitsbeheer .....                        | 10 |
| 5.2.1 Richtsnoeren met betrekking tot de opschorting van inschrijvingen, terugkopen en terugbetalingen ("opschortingen") ..... | 10 |
| 5.2.2 Richtsnoeren met betrekking tot beperkingen op terugbetalingsverzoeken .   | 11 |
| 5.2.3 Richtsnoeren met betrekking tot de verlenging van kennisgevingstermijnen .....   | 12 |
| 5.2.4 Richtsnoeren met betrekking tot terugbetalingen in natura (RiK) .....  | 13 |
| 5.3 Richtsnoeren met betrekking tot antiverwateringsinstrumenten (ADT's) .....   | 13 |
| 5.3.1 Richtsnoeren met betrekking tot terugbetalingsvergoedingen .....   | 15 |
| 5.3.2 Richtsnoeren met betrekking tot swing pricing .....  | 15 |
| 5.3.3 Richtsnoeren met betrekking tot dubbele prijsstelling .....  | 16 |
| 5.3.4 Richtsnoeren met betrekking tot antiverwateringsheffingen (ADL's) .....  | 16 |
| 5.4 Richtsnoeren met betrekking tot side pockets .....   | 17 |

## 1. Toepassingsgebied

### Wie?

1. Deze richtsnoeren gelden voor bevoegde autoriteiten en fondsbeheerders.

### Wat?

2. Deze richtsnoeren hebben betrekking op artikel 18 bis, lid 2, van de icbe-richtlijn en artikel 16, leden 2 ter en 2 quater, van de AIFM-richtlijn.

### Wanneer?

3. Deze richtsnoeren zijn van toepassing vanaf de datum van inwerkingtreding van de technische reguleringsnormen bedoeld in artikel 18 bis, lid 3, van de icbe-richtlijn en artikel 16, lid 2 septies, van de AIFM-richtlijn.
4. In afwijking van de eerste alinea zijn deze richtsnoeren met betrekking tot fondsen die reeds vóór de in die alinea bedoelde datum van inwerkingtreding bestonden pas twaalf maanden na die datum van toepassing.

## 2. Wetgeving waarnaar wordt verwezen, afkortingen en definities

### 2.1 Wetgeving waarnaar wordt verwezen

|                  |  |
|------------------|--|
| Icbe-richtlijn   | Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) <sup>1</sup>   |
| AIFM-richtlijn   | Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010 <sup>2</sup>  |
| ESMA-verordening | Verordening (EU) nr. 1095/2010 van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot oprichting van een Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Autoriteit voor effecten en markten), tot wijziging van Besluit nr. 716/2009/EG en tot intrekking van Besluit 2009/77/EG van de Commissie <sup>3</sup> |

### 2.2 Afkortingen

|               |   |
|---------------|---|
| Icbe          | Instelling voor collectieve belegging in effecten   |
| Abi           | Alternatieve beleggingsinstelling                   |
| Abi-beheerder | Beheerder van een alternatieve beleggingsinstelling |
| LMT           | Instrument voor liquiditeitsbeheer                  |
| NAV           | Intrinsieke waarde                                  |
| ADT           | Antiverwateringsinstrument                          |
| ADL           | Antiverwateringsheffing                             |

---

<sup>1</sup> PB L 302 van 17.11.2009, blz. 32.

<sup>2</sup> PB L 174 van 1.7.2011, blz. 1.

<sup>3</sup> PB L 331 van 15.12.2010, blz. 84.

## 2.3 Definities

|   |   |
|---|---|
| fondsbeheerder  | <ul style="list-style-type: none"><li>a) een beheermaatschappij zoals gedefinieerd in artikel 2, lid 1, punt b), van de icbe-richtlijn;</li><li>b) een beleggingsmaatschappij die geen beheermaatschappij heeft aangewezen die krachtens de icbe-richtlijn over een vergunning beschikt, zoals bedoeld in artikel 30, eerste alinea, van de icbe-richtlijn;</li><li>c) een abi-beheerder zoals gedefinieerd in artikel 4, lid 1, punt b), AIFM-richtlijn die open-end-abi's beheert</li></ul> |
| antiverwateringsinstrumententerugbetalingsvergoedingen, swing pricing, dubbele prijsstelling, antiverwateringsheffingen |   |
| geselecteerde instrumentende instrumenten voor liquiditeitsbeheer die door de voor liquiditeitsbeheer                   | fondsbeheerder zijn geselecteerd uit de lijst in bijlage II bis, punten 2 tot en met 8, bij de icbe-richtlijn en bijlage V, punten 2 tot en met 8, bij de AIFM-richtlijn, d.w.z.: beperking op terugbetalingsverzoeken, verlenging van kennisgevingstermijn, terugbetalingsvergoeding, swing pricing, dubbele prijsstelling, antiverwateringsheffing, terugbetaling in natura   |
| uitzonderlijke omstandigheden   | onvoorziene gebeurtenissen, operationele omstandigheden of regelgevingsomgevingen die wezenlijke gevolgen hebben voor het vermogen van het fonds om zijn normale bedrijfsactiviteiten uit te voeren, waardoor de fondsbeheerder tijdelijk niet kan voldoen aan de financieringsverplichtingen aan de passivazijde van de balans   |

## 3. Doel

5. Deze richtsnoeren worden gepubliceerd krachtens de mandaten die zijn vastgelegd in de richtlijn tot wijziging van de AIFM-richtlijn en de icbe-richtlijn (namelijk Richtlijn

(EU) 2024/9274). Meer in het bijzonder geven artikel 18 bis, lid 4, van de icbe-richtlijn en artikel 16, lid 2 nonies, van de AIFM-richtlijn de ESMA de opdracht om richtsnoeren te ontwikkelen voor de keuze en ijking van instrumenten voor liquiditeitsbeheer door icbe's en abi-beheerders ten behoeve van liquiditeitsrisicobeheer en om risico's voor de financiële stabiliteit te beperken.

6. Deze richtsnoeren zijn ook gebaseerd op artikel 16, lid 1, van de ESMA-verordening.
7. Hoewel de primaire verantwoordelijkheid voor instrumenten voor liquiditeitsbeheer bij de icbe's en abi-beheerders blijft berusten, hebben deze richtsnoeren tot doel consistente, efficiënte en doeltreffende toezichtpraktijken vast te stellen en de gemeenschappelijke, uniforme en consistente toepassing van het Unierecht te waarborgen, met name ten aanzien van artikel 18 bis, lid 2, van de icbe-richtlijn en artikel 16, leden 2 ter en 2 quater, van de AIFM-richtlijn met betrekking tot de keuze, activering en ijking van instrumenten voor liquiditeitsbeheer.

## 4. Naleving en kennisgevingsverplichtingen

### 4.1. Status van de richtsnoeren

8. Overeenkomstig artikel 16, lid 3, van de ESMA-verordening moeten bevoegde autoriteiten en financiëlemarktdeelnemers zich tot het uiterste inspannen om aan deze richtsnoeren te voldoen.
9. Bevoegde autoriteiten waarvoor deze richtsnoeren gelden, dienen deze na te leven door ze voor zover van toepassing op te nemen in hun nationale wettelijke en/of toezichtkaders, ook wanneer bepaalde richtsnoeren in de eerste plaats gericht zijn tot financiëlemarktdeelnemers. In dit geval dienen de bevoegde autoriteiten er door middel van hun toezicht voor te zorgen dat financiëlemarktdeelnemers de richtsnoeren naleven.

### 4.2. Kennisgevingsverplichtingen

10. Bevoegde autoriteiten waarvoor deze richtsnoeren gelden, moeten de ESMA er binnen twee maanden na de publicatiedatum van de richtsnoeren van in kennis stellen of zij de richtsnoeren naleven of van plan zijn dat te doen, dan wel hun redenen opgeven voor eventuele niet-naleving. Indien de ESMA binnen deze termijn geen antwoord van de bevoegde autoriteiten ontvangt, wordt verondersteld dat zij niet aan

---

<sup>4</sup> Richtlijn (EU) 2024/927 van het Europees Parlement en de Raad van 13 maart 2024 tot wijziging van de Richtlijnen 2011/61/EU en 2009/65/EG wat betreft delegatieregelingen, liquiditeitsrisicobeheer, toezichtrapportage, verlening van bewaar- en bewaarnemingsdiensten en leninginitiatie door alternatieve beleggingsfondsen (PB L 2024/927 van 26.3.2024).

de richtsnoeren voldoen. Op de website van de ESMA is een model voor kennisgevingen beschikbaar.

11. Financiëlemarktdeelnemers zijn niet verplicht om te melden of zij aan deze richtsnoeren voldoen.

## 5. Richtsnoeren met betrekking tot instrumenten voor liquiditeitsbeheer van icbe's en open-end-abi's

### 5.1 Richtsnoeren inzake algemene beginselen

12. De primaire verantwoordelijkheid voor het beheer van het liquiditeitsrisico, alsook voor de keuze, ijking, activering en deactivering van instrumenten voor liquiditeitsbeheer, blijft bij de fondsbeheerder berusten. Bij het kiezen van passende instrumenten voor liquiditeitsbeheer moeten fondsbeheerders er zorgvuldig op letten dat de geselecteerde instrumenten een doeltreffend beheer van het liquiditeitsrisico van het fonds mogelijk maken, zowel onder normale als onder gespannen marktomstandigheden, en dat de selectie zo uitgebreid mogelijk is, om verschillende omstandigheden op te vangen.
13. Overeenkomstig artikel 18 bis, lid 2, van de icbe-richtlijn en artikel 16, lid 2 ter, van de AIFM-richtlijn moeten fondsbeheerders bij het selecteren van instrumenten voor liquiditeitsbeheer uit bijlage II bis bij de icbe-richtlijn en bijlage V bij de AIFM-richtlijn de geschiktheid van deze instrumenten beoordelen in het licht van alle relevante factoren, waaronder ten minste de volgende:
  - a) de juridische structuur van het fonds en alle specifieke kenmerken die verband houden met de wijze waarop het fonds is gestructureerd (bijvoorbeeld beursverhandelde fondsen, master-feederconstructies);
  - b) de beleggingsstrategie en het beleggingsbeleid van het fonds;
  - c) de transactievoorwaarden van het fonds, met inbegrip van onder meer de minimumduur van de kennisgevingstermijn, de lock-upperiode, de afwikkelingsperiode, het terugbetalingsbeleid en de frequentie van transacties;
  - d) het liquiditeitsprofiel van het fonds en de onderliggende activa ervan, met inbegrip van eventuele verwachte liquiditeitsbehoeften, rekening houdend met terugbetalingen aan beleggers en andere potentiële bronnen van liquiditeitsrisico aan de passivazijde van de balans van het fonds (bijvoorbeeld margestortingen) onder normale en gespannen marktomstandigheden en de impact van de activering van instrumenten voor liquiditeitsbeheer op het liquiditeitsprofiel van het fonds;
  - e) de resultaten van liquiditeitsstresstests;
  - f) de kenmerken van het beleggersbestand van het fonds;

- g) het distributiebeleid van het fonds;
  - h) andere relevante operationele belemmeringen en complexiteiten die van invloed kunnen zijn op de haalbaarheid van de toepassing van bepaalde instrumenten voor liquiditeitsbeheer.
14. Hoewel de icbe-richtlijn en de AIFM-richtlijn vereisen dat ten minste twee passende instrumenten voor liquiditeitsbeheer worden gekozen uit de lijsten in bijlage II bis bij de icbe-richtlijn en bijlage V bij de AIFM-richtlijn, kunnen beheerders beslissen om meer dan twee instrumenten voor liquiditeitsbeheer plus aanvullende liquiditeitsmaatregelen te selecteren, teneinde de algehele veerkracht van het fonds te waarborgen en ervoor te zorgen dat de liquiditeit ervan onder zowel normale als gespannen marktomstandigheden kan worden beheerd. Bij het kiezen van aanvullende instrumenten of maatregelen moeten fondsbeheerders de geschiktheid ervan beoordelen in het licht van alle relevante factoren, met inbegrip van ten minste de in de vorige alinea genoemde aspecten.
15. Bij de keuze van de twee verplichte minimale instrumenten voor liquiditeitsbeheer dienen fondsbeheerders, in voorkomend geval, na te gaan of het gepast is om ten minste één op kwantiteit gebaseerd instrument voor liquiditeitsbeheer (d.w.z. beperkingen op terugbetalingsverzoeken, verlenging van de kennisgevingstermijn) en ten minste één antiverwateringsinstrument (d.w.z. terugbetalingsvergoedingen, swing pricing, dubbele prijsstelling, antiverwateringsheffingen) te selecteren, rekening houdend met de beleggingsstrategie, het terugbetalingsbeleid en het liquiditeitsprofiel van het fonds evenals de marktomstandigheden waaronder het instrument voor liquiditeitsbeheer kan worden geactiveerd. In dit verband kunnen fondsbeheerders overwegen om één instrument voor liquiditeitsbeheer te kiezen voor gebruik onder normale marktomstandigheden en één instrument voor liquiditeitsbeheer voor gebruik onder gespannen marktomstandigheden.
16. Wanneer wordt overwogen één of meerdere instrumenten voor liquiditeitsbeheer te activeren, dienen fondsbeheerders te beoordelen of deze instrumenten afzonderlijk of in combinatie met aanvullende instrumenten voor liquiditeitsbeheer of andere liquiditeitsmaatregelen moeten worden geactiveerd.
17. Fondsbeheerders moeten op verzoek van de bevoegde autoriteit kunnen aantonen dat de activering en ijking van de geselecteerde instrumenten voor liquiditeitsbeheer in het belang zijn van alle beleggers en passend en doeltreffend zijn in het licht van de marktomstandigheden en de relevante kenmerken van het fonds (bijv. het liquiditeitsprofiel, het type onderliggende activa, het beleggersbestand).
18. Fondsbeheerders moeten ervoor zorgen dat het niveau van de ontvangen inschrijvings- en terugbetalingsorders zodanig wordt behandeld dat wordt vermeden

dat sommige beleggers profiteren van informatie over de mogelijke activering van instrumenten voor liquiditeitsbeheer (bijv. wanneer activeringsdrempels kunnen worden bereikt in geval van beperkingen op terugbetalingsverzoeken).

## **5.2 Richtsnoeren met betrekking tot op kwantiteit gebaseerde instrumenten voor liquiditeitsbeheer**

### **5.2.1 Richtsnoeren met betrekking tot de opschorting van inschrijvingen, terugkopen en terugbetalingen (“opschortingen”)**

19. Fondsbeheerders mogen de activering van opschortingen alleen overwegen in uitzonderlijke omstandigheden en wanneer dit gerechtvaardigd is in het licht van de belangen van de beleggers in het fonds. Een niet-uitputtende lijst van uitzonderlijke omstandigheden waarin een fondsbeheerder opschorting kan overwegen, omvat onder meer: moeilijkheden bij de waardering van activa; ernstige liquiditeitsproblemen (bijv. als gevolg van margestortingen, aanzienlijke terugtrekkingen) waarbij de verkoop van onderliggende activa liquiditeitsproblemen voor het fonds zou kunnen opleveren (bijv. grote kortingen bij de verkoop van activa, ernstige verwatering van resterende beleggers); kritieke cyberincidenten die gevolgen hebben voor het vermogen van het fonds, de fondsbeheerder en/of de dienstverlener van het fonds om hun activiteiten te verrichten; onvoorziene marktsluitingen, handelsbeperkingen, sluiting van handelsplatformen; ernstige financiële en/of politieke crises; vaststelling van significante fraude; natuurrampen.
20. De opschortingen kunnen een opschorting van de berekening van de intrinsieke waarde omvatten, met name in geval van onzekere waardering en wanneer het niet mogelijk is om de intrinsieke waarde van het fonds of de fondsen te berekenen. In andere gevallen, en waar mogelijk, moet de fondsbeheerder de activa in het fonds blijven waarderen en een intrinsieke waarde publiceren om ervoor te zorgen dat de beleggers alle gepaste informatie krijgen, met inbegrip van het feit dat het fonds gesloten is voor inschrijvingen, inkopen en terugbetalingen.
21. Hoewel opschortingen in sommige gevallen kunnen worden geactiveerd terwijl de fondsbeheerder beslist of hij het fonds al dan niet zal liquideren, moeten fondsbeheerders ervoor zorgen dat opschortingen slechts tijdelijk worden geactiveerd (d.w.z. met het oogmerk om het fonds niet permanent op te schorten, maar op een bepaald moment te heropenen, te liquideren of side pockets te activeren, indien nodig).
22. Fondsbeheerders moeten relevante ijkingspunten voor opschortingen overwegen, waaronder:

- a) de criteria voor het beoordelen en monitoren van de omstandigheden die aanleiding gaven tot de activering ervan;
- b) de criteria voor het herzien en eventueel aanpassen van het besluit tot opschorting en de veranderingen in omstandigheden die dit zouden rechtvaardigen.

## **5.2.2 Richtsnoeren met betrekking tot beperkingen op terugbetalingsverzoeken**

- 23. Fondsbeheerders dienen de selectie van beperkingen op terugbetalingsverzoeken voor alle fondsen te overwegen, aangezien alle activa tijdens gespannen marktomstandigheden kunnen kampen met liquiditeitsproblemen. De activering van dit instrument voor liquiditeitsbeheer kan nuttig zijn om de activering van opschortingen te voorkomen.
- 24. De keuze voor beperkingen op terugbetalingsverzoeken dient met name te worden overwogen door:
  - a) beheerders van fondsen met een geconcentreerd beleggersbestand, waarbij een terugbetaling van aanzienlijke omvang liquiditeitsproblemen voor het fonds zou kunnen veroorzaken en gevolgen zou kunnen hebben voor beleggers, met name de overgebleven beleggers;
  - b) beheerders van fondsen met activa die mogelijk minder liquide zijn, inherent niet-liquide zijn of niet-liquide kunnen worden onder gespannen marktomstandigheden en/of met activa waarvan de verkoop langer kan duren.
- 25. Fondsbeheerders dienen de activering van beperkingen op terugbetalingsverzoeken te overwegen ingeval er terugbetalingsverzoeken worden gedaan nadat de drempel daarvoor is overschreden. De activering van beperkingen op terugbetalingsverzoeken kan minder geschikt zijn wanneer een fonds waarderingsproblemen heeft; in dat geval kan de beheerder het gebruik van andere instrumenten voor liquiditeitsbeheer overwegen (bijvoorbeeld opschortingen in combinatie van een opschorting van de intrinsieke waarde).
- 26. Fondsbeheerders dienen de activeringsdrempel te ijken om ervoor te zorgen dat deze effectief functioneert, zodat een beperking op terugbetalingsverzoeken kan worden geactiveerd wanneer de beheerder terugbetalingen moet beperken in het belang van de beleggers. Bij het ijken van deze drempel dienen beheerders terdege rekening te houden met:
  - a) de frequentie van de berekening van de intrinsieke waarde;

- b) de beleggingsdoelstelling van het fonds;
  - c) de liquiditeit van de onderliggende activa;
  - d) de huidige marktomstandigheden;
  - e) de verwachte kasstromen.
27. Fondsbeheerders mogen het gebruik van beperkingen op terugbetalingsverzoeken niet inperken wat betreft de maximale toepassingsperiode ervan (maximale duur van beperkingen op terugbetalingsverzoeken) of het maximumaantal keren dat beperkingen op terugbetalingsverzoeken kunnen worden geactiveerd (maximaal gebruik van beperkingen op terugbetalingsverzoeken), zolang de activering van de beperking tijdelijk van aard blijft. Deze aangelegenheden dienen door de fondsbeheerder per geval te worden bepaald.
- 27 bis. Fondsbeheerders van abi's zonder particuliere beleggers en met een beperkt aantal professionele beleggers dienen te overwegen om beperkingen op terugbetalingsverzoeken op beleggersniveau in te voeren, alleen of in combinatie met beperkingen op fondsniveau, om het pioniersvoordeel te beperken.

### **5.2.3 Richtsnoeren met betrekking tot de verlenging van kennisgevingstermijn**

28. Fondsbeheerders dienen te overwegen om voor alle fondsen voor een verlenging van de kennisgevingstermijn te kiezen. Aangezien dit instrument voor liquiditeitsbeheer extra tijd biedt om de onderliggende activa te liquideren, moet evenwel bijzondere aandacht worden besteed aan dit instrument voor liquiditeitsbeheer ten aanzien van:
- a) fondsen waarvan de liquiditeit bijzonder gevoelig is voor verslechtering in tijden van marktstress;
  - b) abi's die in minder liquide activa beleggen, met name vastgoed- en private-equityfondsen, die al een passende terugbetalingsfrequentie moeten hebben die in overeenstemming is met het liquiditeitsniveau van hun activa onder normale marktomstandigheden.
29. Fondsbeheerders moeten overwegen om zowel onder normale als onder gespannen marktomstandigheden de kennisgevingstermijn te verlengen, aangezien dit in bepaalde omstandigheden bijzonder nuttig kan zijn, bijvoorbeeld in geval van terugbetalingsdruk.
30. Fondsbeheerders moeten zorgvuldig beoordelen of de activering van de verlenging van kennisgevingstermijn passend is voor icbe's onder normale

marktomstandigheden, rekening houdend met de liquiditeit van de betrokken activa en het belang van de beleggers.

31. Om een toename van het aantal terugbetalingsverzoeken te voorkomen, moeten fondsbeheerders de duur van de verlenging van kennisgevingstermijn zorgvuldig afstemmen, rekening houdend met de tijd die nodig is voor een ordelijke liquidatie van de onderliggende instrumenten in het belang van de beleggers.

#### **5.2.4 Richtsnoeren met betrekking tot terugbetalingen in natura (RiK)**

32. Bij de keuze voor terugbetalingen in natura dienen fondsbeheerders rekening te houden met:

- a) de structuur van het fonds;
- b) de concentratie van investeerders;
- c) de soorten activa, en
- d) de toepasselijke beperkingen die alleen van gelden voor het gebruik van terugbetalingen in natura door professionele beleggers, overeenkomstig artikel 18 bis, lid 2, van de icbe-richtlijn en artikel 16, lid 2 ter, van de AIFM-richtlijn.

#### **5.3 Richtsnoeren met betrekking tot antiverwateringsinstrumenten (ADT's)**

33. Fondsbeheerders dienen de selectie van antiverwateringsinstrumenten voor alle soorten fondsen te overwegen om de materiële verwatering van beleggers en het potentiële pioniersvoordeel te beperken.
34. Fondsbeheerders moeten de verschillende niveaus voor de activering van antiverwateringsinstrumenten op fondsniveau zorgvuldig beoordelen. Zij moeten vooraf passende en weloverwogen activeringsdrempels vaststellen en deze regelmatig herzien om materiële verwateringseffecten op beleggers te voorkomen, zowel onder normale als onder gespannen marktomstandigheden en afhankelijk van de beleggingsstrategie, de beheerde activa, de omvang en de kenmerken van de portefeuille, de geraamde liquiditeitskosten, het beleggersprofiel, het liquiditeitsprofiel van elk fonds en historische fondsstromen.
35. Fondsbeheerders dienen er rekening mee te houden dat de activering van antiverwateringsinstrumenten in bepaalde omstandigheden moeilijker kan zijn, bijvoorbeeld wanneer er sprake is van beperkte marktliquiditeit en/of in gevallen van waarderingonzekerheid. In die gevallen kunnen fondsbeheerders het gebruik van

andere instrumenten voor liquiditeitsbeheer overwogen in combinatie met de antiverwateringsinstrumenten (bijvoorbeeld op kwantiteit gebaseerde instrumenten voor liquiditeitsbeheer).

36. Fondsbeheerders dienen ervoor te zorgen dat de activering van antiverwateringsinstrumenten geen afbreuk doet aan de verplichting van de fondsbeheerder om alle activa op elk moment eerlijk en correct te waarderen.
37. Fondsbeheerders moeten antiverwateringsinstrumenten zowel onder normale als onder gespannen marktomstandigheden activeren om de geraamde liquiditeitskosten door te berekenen aan beleggers die inschrijven en/of hun beleggingen inwisselen. De geraamde liquiditeitskosten moeten:
  - a) de expliciete transactiekosten van inschrijvingen, inkopen of terugbetalingen omvatten;
  - b) impliciete transactiekosten, met inbegrip van eventuele significante markteffecten van de aankoop of verkoop van activa, alleen in aanmerking nemen wanneer dat passend is voor de beleggingsstrategie en voor zover de raming daarvan wordt gemaakt op basis van de inspanningsverplichting – een redelijke input voor de raming van de marktimpact zou erin kunnen bestaan om eerdere transacties onder vergelijkbare marktomstandigheden te analyseren en op die manier het verschil te vergelijken tussen de prijs op het moment dat de order werd geplaatst en de uiteindelijke prijs waarop de order werd uitgevoerd;
  - c) als uitgangspunt gebaseerd zijn op de kosten in verband met de transactie van een evenredig aandeel van alle activa in de portefeuille (d.w.z. “pro-ratabenadering”), tenzij dit geen getrouwe raming van de werkelijke liquiditeitskosten oplevert. Wanneer de pro-ratabenadering geen getrouwe raming van de liquiditeitskosten oplevert, kan de raming worden aangepast om een nauwkeuriger beeld te geven van de verwachte liquiditeitskosten bij transacties in bepaalde afzonderlijke posities van de portefeuille. Beheerders kunnen overwogen om de pro-ratakosten in stresstijden te gebruiken, wanneer dit het relevantst is om de potentiële verwateringseffecten op de resterende beleggers te beperken.
38. Om ervoor te zorgen dat de ijking van antiverwateringsinstrumenten een goede afspiegeling vormt van de geschatte liquiditeitskosten, zoals beschreven in het vorige punt, dient de fondsbeheerder de ijking regelmatig te herzien en indien nodig aan te passen.
39. Fondsbeheerders moeten op verzoek van de betrokken nationale bevoegde autoriteit kunnen aantonen dat de ijking van antiverwateringsinstrumenten eerlijk en redelijk is

voor zowel normale als gespannen marktomstandigheden, rekening houdend met het belang van de beleggers.

### **5.3.1 Richtsnoeren met betrekking tot terugbetalingsvergoedingen**

40. Fondsbeheerders kunnen de selectie van terugbetalingsvergoedingen voor alle soorten fondsen overwegen, maar terugbetalingsvergoedingen kunnen het nuttigst zijn voor de volgende fondsen:
- a) fondsen die beleggen in activa met vaste, transparante en/of voorzienbare transactiekosten, zoals honoraria van vastgoedmakelaars of notariskosten, en/of met lage variabele transactiekosten (bijvoorbeeld vaste belastingen en heffingen op transacties in vastgoed);
  - b) fondsen die worden belegd in minder liquide activa waarvoor andere antiverwateringsinstrumenten, zoals swing pricing, moeilijk of onmogelijk te gebruiken zijn vanwege onregelmatige en beperkte prijsbronnen.
41. Bij het ijkken van het vooraf bepaalde bereik van terugbetalingsvergoedingen dienen fondsbeheerders een methodologie toe te passen die, indien deze statisch is, herzieningen en aanpassingen mogelijk maakt om rekening te houden met de hogere liquiditeitskosten of gespannen marktomstandigheden.

### **5.3.2 Richtsnoeren met betrekking tot swing pricing**

42. Fondsbeheerders dienen swing pricing te overwegen voor fondsen waarvan de onderliggende activa actief worden verhandeld en waarvoor informatie over handelskosten (bied-/laatkoersen) beschikbaar is en vaak wordt bijgewerkt. Dit is vooral belangrijk wanneer de fondsen voornamelijk beleggen in activa met liquiditeitskosten die afhankelijk zijn van de markt. Fondsbeheerders dienen er rekening mee te houden dat swing pricing minder geschikt kan zijn wanneer de handelskosten niet onmiddellijk beschikbaar zijn.
43. Fondsbeheerders moeten hun beslissing om een specifiek swing-pricingmodel te activeren (d.w.z. volledig of gedeeltelijk met een enkele of gelaagde swing factor), evenals de ijking van de swing factor, baseren op de marktomstandigheden, met behulp van een door de fondsbeheerder vastgestelde methodologie.
44. Bij het ijkken van swing pricing dienen fondsbeheerders ervoor te zorgen dat de geraamde liquiditeitskosten, in het licht van de marktomstandigheden en in overeenstemming met de beginselen in punt 37, worden meegenomen in de

swing factor, met inbegrip van – in voorkomend geval – elke significante marktimpact van de transacties.

45. Fondsbeheerders kunnen een maximale swing factor vaststellen. Indien bij een aanpassing van de swing factor de maximale swing factor wordt overschreden, moet de fondsbeheerder, indien vereist door de bevoegde autoriteit, de toegepaste swing factor achteraf kunnen rechtvaardigen.
46. Fondsbeheerders dienen ervoor te zorgen dat een besluit om de maximale swing factor opnieuw te ijken gerechtvaardigd is en wordt genomen in het belang van de beleggers.

### **5.3.3 Richtsnoeren met betrekking tot dubbele prijsstelling**

47. Fondsbeheerders dienen de keuze voor dubbele prijsstelling mogelijk passend te achten voor fondsen die hoofdzakelijk beleggen in activa waarvan de liquiditeitskosten in de eerste plaats tot uiting komen in een spread tussen bied- en laatprijzen.
48. Hoewel dubbele prijsstelling geschikter kan zijn voor fondsen die beleggen in activa waarvan de liquiditeitskosten voornamelijk bestaan uit de spread tussen bied- en laatprijzen, moeten fondsbeheerders elke significante marktimpact of alle expliciete transactiekosten afzonderlijk in rekening brengen door een aanvullende aanpassing van de intrinsieke waarde.

### **5.3.4 Richtsnoeren met betrekking tot antiverwateringsheffingen (ADL's)**

49. Fondsbeheerders dienen antiverwateringsheffingen als bijzonder geschikt te beschouwen voor fondsen:
  - a) met een hoge beleggersconcentratie (d.w.z. een klein aantal beleggers), om het risico op te vangen dat één of meer beleggers hun aandelen op korte termijn volledig zouden kunnen laten terugbetalen;
  - b) met significante niveaus van inschrijvings- en/of terugbetalingsactiviteiten die negatieve gevolgen kunnen hebben voor de bestaande beleggers van het fonds (kleinere fondsen in termen van intrinsieke waarde kunnen bijvoorbeeld ingrijpender worden beïnvloed door de liquiditeitskosten als gevolg van grote terugbetalingen);
  - c) die beleggen in minder liquide activa (bijv. hoogrentende obligaties, small-cap aandelen);

- d) waarvoor informatie over de handelskosten (bied-/laatkoersen) algemeen beschikbaar is (bijvoorbeeld fondsen die beleggen in activa met liquiditeitskosten die afhankelijk zijn van de markt).
50. Fondsbeheerders dienen er rekening mee te houden dat antiverwateringsheffingen doorlopend of dynamisch kunnen worden geactiveerd op basis van vooraf vastgestelde triggers en drempels.
51. Hoewel de antiverwateringsheffingen onder normale marktomstandigheden consistent kunnen worden toegepast, moeten fondsbeheerders de ijking ervan in relatie tot veranderende marktomstandigheden herzien, om ervoor te zorgen dat deze effectief blijft voor het behoud van de liquiditeit van het fonds.
52. Fondsbeheerders dienen antiverwateringsheffingen te ijken op basis van dezelfde factoren die worden gebruikt voor het ijken van swing factors, d.w.z. de ijking van antiverwateringsheffingen moet alle geraamde expliciete en geraamde impliciete transactiekosten omvatten, indien van toepassing, en in overeenstemming zijn met de beginselen van punt 37. Zij moet worden herzien en, indien nodig, aangepast om ervoor te zorgen dat de heffing regelmatig kan worden bijgesteld aan de marktomstandigheden.

#### **5.4 Richtsnoeren met betrekking tot side pockets**

53. Fondsbeheerders mogen alleen in uitzonderlijke omstandigheden en wanneer dit gerechtvaardigd is met het oog op de belangen van hun beleggers overwegen om side pockets te activeren. Een niet-limitatieve lijst van uitzonderlijke omstandigheden waaronder een fondsbeheerder het activeren van side pockets kan overwegen omvat:
- a) aanzienlijke waarderingonzekerheid en/of niet-liquiditeit van een specifiek deel van de portefeuille van het fonds waarvoor geen actieve markt bestaat en/of waarvoor de handel verboden is (bijvoorbeeld vanwege sancties) en/of waarvoor tijdelijk geen reële waardering beschikbaar is, met het oog op het afscheiden ervan van de rest van het fonds (zodat dit deel open kan blijven voor beleggers);
  - b) fraude, financiële crisis of oorlog die een bepaalde sector of regio treft.
54. Bij het ijken van side pockets dienen beheerders te overwegen:
- a) de omstandigheden vast te stellen voor het activeren van een side pocket en te bepalen wanneer dergelijke omstandigheden niet langer bestaan;
  - b) criteria vast te stellen voor de beoordeling en monitoring van de omstandigheden die tot het gebruik van de side pocket hebben geleid;

- c) of het gepast is om een zekere geldsom in te zetten om de potentiële verplichtingen van de side pockets te beheren;
- d) wat de criteria zijn voor het herzien en eventueel aanpassen van het besluit met betrekking tot de side pocket en de verandering in omstandigheden die dit zouden rechtvaardigen.

