

An die Mitglieder des Verbandes



Basel, 6. April 2020
mitglied/zirkular DIM

Nr. 03/2020

Kollektive Kapitalanlagen im Falle aussergewöhnlich hoher Volatilität und eingeschränkter Liquidität

Sehr geehrte Damen und Herren

Mit unserem Zirkular vom 26. März 2020 haben wir Sie bereits über unsere Tätigkeiten rund um Covid-19 informiert. Die SFAMA steht in engem Kontakt mit ihren Mitgliedern und den Behörden. Wir setzen uns dafür ein, dass den Anliegen unserer Industrie auch in dieser Krisensituation angemessen Rechnung getragen wird und werden regelmässig über relevante Themen berichten.

Mit Blick auf die aktuellen Entwicklungen der Märkte auf Grund Covid-19 stellen sich zunehmend Fragen im Zusammenhang mit der Bewertung kollektiver Kapitalanlagen und dem Vorgehen, wenn es aufgrund einer Häufung von Rückgaben kurzfristig zu Liquiditätsengpässen kommen würde. Auch die gesetzlichen und die in den Fondsdokumenten vorgesehene Mechanismen, die im konkreten Fall greifen würden, werden derzeit bei vielen Mitgliedern präventiv geprüft. Ziel des vorliegenden Zirkulars ist es, einen Überblick über die bestehenden Möglichkeiten für offene schweizerische kollektive Kapitalanlagen zu geben und somit eine gewisse Einheit im Verständnis der Marktteilnehmer zu schaffen. Die nachfolgenden Ausführungen wurden von der FINMA zur Kenntnis genommen.

1. Rechtliche Grundlagen

a. Ausgangslage

Nach Art. 78 Abs. 2 KAG sind die Anlegerinnen und Anleger offener kollektiver Kapitalanlagen grundsätzlich jederzeit berechtigt, die Rücknahme ihrer Anteile und deren Auszahlung in bar zu verlangen. Es kann jedoch Situationen geben, in denen eine jederzeitige Rücknahme und / oder Rückzahlung auf Grund ausserordentlicher Situationen nicht im Interesse der Anlegerinnen und Anleger ist. Für diese Situationen, welche sich entweder generell aus der erschwerten Bewertung oder beschränkten Marktgängigkeit gewisser Anlagen oder aus ausserordentlichen Umständen ergeben können, hat der Gesetzgeber bestimmte Ausnahmen vorgesehen. Zum einen handelt es sich um Ausnahmen vom Recht auf jederzeitige Rückgabe (Art. 79 KAG) und zum anderen um einen befristeten Aufschub der Rückzahlungen (Art. 81 KAG). Im Gegensatz zu anderen Fondsstandorten sieht das schweizerische Kollektivanlagenrecht keine explizite Möglichkeit vor, neben dem Aufschub der Rückzahlungen auch das Rückgaberecht sämtlicher Anlegerinnen und Anleger befristet einzuschränken.

Um im konkreten Fall auf die erwähnten Sonderregelungen zurückgreifen zu können, müssen diese in den von der FINMA genehmigten Fondsdokumenten vorgesehen sein.

Im Sinne der Vollständigkeit sei mit Blick auf kotierte kollektive Kapitalanlagen, einschliesslich ETF und Immobilienfonds, auf die entsprechenden Meldepflichten nach den Regularien der SIX sowie, im Falle von Immobilienfonds, auf die diesbezügliche Selbstregulierung der SFAMA hingewiesen.¹

b. Ausnahmen vom Recht auf jederzeitige Rückgabe (Art. 79 KAG / Art. 109 KKV)

Art. 79 Abs. 1 KAG gibt dem Bundesrat die Kompetenz, nach Massgabe der Anlagevorschriften bei kollektiven Kapitalanlagen mit erschwerter Bewertung oder beschränkter Marktgängigkeit Ausnahmen vom Recht auf jederzeitige Rückgabe vorzusehen. Der Bundesrat hat von dieser Kompetenz im Rahmen von Art. 109 KKV Gebrauch gemacht. So kann das Fondsreglement einer kollektiven Kapitalanlage mit erschwerter Bewertung oder beschränkter Marktgängigkeit generell vorsehen, dass die Kündigung nur auf bestimmte Termine, jedoch mindestens viermal im Jahr, erklärt werden kann (Abs. 1). Ferner kann die FINMA auf begründeten Antrag das Recht auf jederzeitige Rückgabe in Abhängigkeit von Anlagen und Anlagepolitik einschränken (Abs. 2). Dies ist in den Fondsdokumenten ausdrücklich aufzuführen (Abs. 3). Dabei handelt es sich um eine generelle Ausnahme vom Recht der jederzeitigen Rückgabe und nicht um eine Sonderregelung, um in ausserordentlichen Situationen reagieren zu können.

c. Gating (Art. 109 Abs. 5 und 6 KKV)

Im Zuge der Anpassung der KKV durch FIDLEG/FINIG wurde Art. 109 KKV neu durch eine explizite Regelung des «Gatings» ergänzt (Abs. 5). Die Fondsleitung und die SICAV können dementsprechend im Fondsreglement eine anteilige Kürzung der Rücknahmeanträge bei Erreichen eines bestimmten Prozentsatzes oder Schwellenwerts für einen bestimmten Zeitpunkt (Gating) vorsehen, wenn aussergewöhnliche Umstände vorliegen und wenn dies im Interesse der verbleibenden Anlegerinnen und Anleger ist. Der verbleibende Teil der Rücknahmeanträge ist als für den nächsten Bewertungstag eingegangen zu betrachten. Die Einzelheiten sind im Fondsreglement offen zu legen.² Die FINMA muss die Aufnahme eines Gatings im Fondsreglement genehmigen. Diese Regelung trat zwar mit Inkraftsetzung von FIDLEG/FINIG auf den 1. Januar 2020 in Kraft, ist aber insofern nicht neu, als die FINMA bereits zuvor Gatingklauseln in den Fondsdokumenten zulässig.

d. Aufschub der Rückzahlung (Art. 81 KAG / Art. 110 KKV)

Der Bundesrat kann ferner nach Art. 81 Abs. 1 KAG bestimmen, in welchen Fällen das Fondsreglement im Interesse der Gesamtheit der Anlegerinnen und Anleger einen befristeten Aufschub für die Rückzahlung der Anteile vorsehen kann. Auch von dieser Ermächtigungsnorm hat der Bundesrat mit Art. 110 KKV Gebrauch gemacht. Ferner kann die FINMA in ausserordentlichen Fällen im Interesse der Gesamtheit der Anlegerinnen und Anleger einen befristeten Aufschub für die Rückzahlung gewähren (Art. 81 Abs. 2 KAG).

Gemäss Art. 110 Abs. 1 KKV kann das Fondsreglement in folgenden Fällen vorsehen, dass die Rückzahlung vorübergehend und ausnahmsweise aufgeschoben wird, wenn:

- a. ein Markt, welcher Grundlage für die Bewertung eines wesentlichen Teils des Fondsvermögens bildet, geschlossen ist oder der Handel an einem solchen Markt beschränkt oder ausgesetzt ist;

¹ Auf Grund der spezifischen Funktionsweise von Immobilienfonds haben diese andere Voraussetzungen (z.B. weniger häufige Rückgabetermine und lange Rückgabefristen sowie aktiver Sekundärmarkt), weshalb diesen auch andere Möglichkeiten zur Verfügung stehen, um mit Marktschwankungen und Liquiditätsengpässen umzugehen. Vor diesem Hintergrund können die in diesem Zirkular enthaltenen Aussagen nicht uneingeschränkt auf Immobilienfonds angewendet werden.

² Für den Mechanismus des Gatings ist die Regelung im Fondsvertrag massgebend.

- b. ein politischer, wirtschaftlicher, militärischer, monetärer oder anderer Notfall vorliegt;
- c. wegen Beschränkungen des Devisenverkehrs oder Beschränkungen sonstiger Übertragungen von Vermögenswerten Geschäfte für die kollektive Kapitalanlage undurchführbar werden;
- d. zahlreiche Anteile gekündigt werden und dadurch die Interessen der übrigen Anlegerinnen und Anleger wesentlich beeinträchtigt werden können.

Kommt es zu einem Aufschub der Rückzahlung nach den vorerwähnten Buchstaben a bis c von Art. 110 KKV ist in der Regel eine Bewertung der kollektiven Kapitalanlage vorübergehend nicht möglich, es kann also kein Nettoinventarwert (NAV) publiziert werden (siehe dazu im Detail Ziffer 2.b.). In diesem Fall dürfen auch keine neuen Anteile mehr ausgegeben werden.

Kommt es hingegen zu einem Aufschub, weil zahlreiche Anteile gekündigt werden und dadurch die Interessen der übrigen Anlegerinnen und Anleger wesentlich beeinträchtigt werden können (Bst. d), ist die Bewertung weiterhin möglich, aufgrund der hohen Anzahl gekündigter Anteile wird jedoch die Rückzahlung aufgeschoben, so dass eine kontrollierte Liquidierung der erforderlichen Anlagen zwecks Auszahlung der kündigenden Anlegerinnen und Anleger möglich ist. Ziel dieser Bestimmung ist es, sogenannte «fire sales», welche generell auf den Wert der im Fonds verbleibenden Anlegerinnen und Anleger drücken würden, zu verhindern. Da in diesen Fällen noch immer ein NAV berechnet wird, ist die Ausgabe neuer Anteile noch möglich. Die Fondsleitung bzw. die SICAV kann jedoch die Ausgabe neuer Anteile jederzeit einschränken (soft closing). Die Treue- und Informationspflichten gegenüber den Anlegerinnen und Anlegern muss jedoch eingehalten werden. Dies bedeutet insbesondere, dass ein potentieller Anleger oder eine potentielle Anlegerin bei der Zeichnung über den Aufschub informiert sein muss.

Anders als beim Gating erfolgen die Rücknahmen im Falle eines Aufschubs der Rückzahlung nach Art. 110 Abs. 1 Bst. d KKV technisch zum NAV des Bewertungstages. Lediglich die effektive Rückzahlung der Anteile erfolgt zu einem späteren Zeitpunkt (Valuta). Beim Gating gelten die anteilig gekürzten Rücknahmeanträge als für den nächsten Bewertungstag eingegangen und sind zum entsprechenden NAV auszuführen (Art. 109 Abs. 5 KKV).

2. Handlungsoptionen im konkreten Fall

a. Ausserordentliche Marktschwankungen und / oder Häufung von Rückgaben

In Zeiten mit aussergewöhnlich hohen Marktschwankungen und zeitweise eingeschränkter Liquidität kann es zu Situationen kommen, in denen die Bewertung kollektiver Kapitalanlagen nicht oder kaum mehr möglich ist. Dies führt faktisch zu einer Beschränkung des entsprechenden Marktes. Daneben kann die Verunsicherung auf den Märkten auch kurzfristig zu einer Häufung von Rückgaben und damit zu eingeschränkter Liquidität führen.

Sowohl beim Gating (Art. 109 KKV) als auch beim Aufschub der Rückzahlungen (Art. 110 KKV) braucht es eine entsprechende Grundlage in den von der FINMA genehmigten Fondsdokumenten. Diese müssen gegebenenfalls vorgängig im ordentlichen Verfahren angepasst werden. Für Details im Zusammenhang mit dem aufgrund von Covid-19 verlängerten Fristenstillstand verweisen wir auf unser [Zirkular vom 26. März 2020](#).

b. Aufschub der Rückzahlung in Zeiten von Bewertungsschwierigkeiten

In Anwendung von Art. 110 Abs. 1 KKV kann in den im Fondsreglement vorgesehenen Fällen die Rückzahlung vorübergehend aufgeschoben werden, wenn ein wesentlicher Teil des Vermögens einer offenen kollektiven Kapitalanlage nicht mehr bewertet werden kann. Für eine Beurteilung, ob sich in einer ausserordentlichen konkreten Situation ein Aufschub der Rückzahlung rechtfertigt, verweisen wir auf Rz 44 ff. der Bewertungsrichtlinie der SFAMA. Als Faustregel gilt, dass

die Rückzahlung und die Ausgabe von Anteilen dann aufzuschieben bzw. einzustellen sind, wenn die nicht bewertbaren Anlagen mehr als 10 % des Vermögens der offenen kollektiven Kapitalanlage ausmachen. Die Ermittlung der 10% des Vermögens der offenen kollektiven Kapitalanlage ist auf den letzten Zeitpunkt zu beziehen, zu dem das Vermögen der offenen kollektiven Kapitalanlage noch regulär bewertet werden konnte.³ Die Beurteilung hat jedoch im Einzelfall basierend auf den konkreten Umständen zu erfolgen.

Wird die Bewertung der kollektiven Kapitalanlage nach Art. 110 Abs. 1 Bst. a-c KKV ausgesetzt und die Rückzahlungen entsprechend aufgeschoben, können die Anlegerinnen und Anleger ihre Anteile unter Einhaltung der im Fondsvertrag vorgesehenen Fristen weiterhin zurückgeben. Die während des Aufschubs eingegangenen Rückgabeanträge werden gesammelt und bei Aufhebung des Aufschubs zum ersten publizierten NAV zurückbezahlt. Auch dabei sind die im Fondsvertrag vorgesehenen Fristen zu berücksichtigen. Kommt es in der Folge zu einer Unterschreitung des Mindestvermögens oder wird die kollektive Kapitalanlage aus anderen Gründen aufgelöst, können die verbleibenden Anlegerinnen und Anleger ihre Anteile nicht mehr zurückgeben. Sie haben jedoch Anspruch auf einen verhältnismässigen Anteil am Liquidationserlös (Art. 97 KAG).

Ergeht in einem Fall nach Art. 110 Abs. 1 Bst. a-c KKV ein Liquidationsbeschluss während des Aufschubs der Rückzahlung, haben sämtlich Anlegerinnen und Anleger gleichermassen Anspruch auf einen verhältnismässigen Anteil am Liquidationserlös. Eine vorgängige Rückzahlung der Anteile jener Anlegerinnen und Anleger, die vor dem Liquidationsbeschluss aber während des Aufschubs die Rückgabe ihrer Anteile erklärt haben, ist in diesen Fällen mangels Publikation eines NAV nicht möglich. Anders liegt der Fall bei einem Aufschub nach Art. 110 Abs. 1 Bst. d KKV, da bei diesem ein NAV publiziert wird.

c. Mitteilung an FINMA, Prüfgesellschaft und Anlegerinnen und Anleger

Sowohl beim Gating (Art. 109 KKV) als auch beim Aufschub der Rückzahlung (Art. 110 KKV) ist der Entscheid der Prüfgesellschaft und der FINMA unverzüglich mitzuteilen. Der Entscheid ist auch den Anlegerinnen und Anlegern in angemessener Weise mitzuteilen (Art. 109 Abs. 6 KKV / Art. 110 Abs. 2 KKV).

3. Vertreter ausländischer kollektiver Kapitalanlagen

Die vorerwähnten Ausführungen betreffen offene schweizerische kollektive Kapitalanlagen. Für ausländische kollektive Kapitalanlagen gelten in erster Linie die entsprechenden Regelungen am Fondsdomizil. Für Vertreter ausländischer kollektiver Kapitalanlagen gelten zudem die gesetzlichen Melde-, Publikations- und Informationspflichten sowie die einschlägigen Verhaltensregeln der SFAMA (Art. 124 Abs. 2 KAG). Die Publikations- und Meldevorschriften gelten jedoch nur für ausländische kollektive Kapitalanlagen, die in der Schweiz nicht-qualifizierten Anlegerinnen und Anlegern angeboten werden (Art. 133 KKV). Für Vertreter solcher kollektiven Kapitalanlagen, deren Dokumente zudem von der FINMA genehmigt werden müssen, sind ferner die Randziffern 24-52 des Rundschreibens 2013/9 Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen, das im Zeitpunkt des Erlasses dieses Zirkulars noch immer anwendbaren ist, zu beachten.

³ Dies bedeutet nicht zwingend der letzte publizierte NAV. Dies ist v.a. bei kollektiven Kapitalanlagen relevant, die keine tägliche Rückgabemöglichkeit haben.

4. Weitere Empfehlungen

Schliesslich empfehlen wir unseren Mitgliedern auf Grund der aktuellen Situation folgende Massnahmen:

- Prüfung der notwendigen Liquiditätstools in den Produkten
- Test der Prozesse und deren Dokumentation einschliesslich der Kompetenzen für die in den einzelnen Fällen notwendigen Entscheide
- Überprüfung und gegebenenfalls Anpassung der Rücknahmefrequenzen (mittelfristige Massnahme)
- Prüfung, ob eine Erhöhung der Liquiditätshaltung notwendig erscheint

Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüsse

Swiss Funds & Asset Management Association SFAMA



Markus Fuchs
Geschäftsführer



Dr. Diana Imbach Haumüller
Stv. Geschäftsführerin
Senior Legal Counsel