

An die Mitglieder des Verbandes



Basel, 24. April 2020
mitglied/zirkular SSC

Nr. 05/2020

Massnahmen in Zeiten von COVID-19 – Beispiele aus dem Ausland

Sehr geehrte Damen und Herren

Die COVID-19 Krise führte zu einer verstärkten Volatilität in den Märkten und damit teilweise zu Bewertungsschwierigkeiten von Fondsvermögen und drohenden Liquiditätsproblemen für den Fall erhöhter Rücknahmevermögen. Die SFAMA hat die Thematik mit ihren [Zirkularen 03/2020 vom 6. April und 04/2020 vom 23. April 2020](#) aufgenommen und verschiedene Fragen im Zusammenhang mit der spezifischen Situation in der Schweiz geklärt.

Darüber hinaus waren in den vergangenen Wochen verschiedene Massnahmen, die in einzelnen EU-Mitgliedstaaten (dem Anschein nach in kürzester Zeit) ergriffen wurden, Gegenstand reger Diskussionen. Im Folgenden soll ein Überblick über die wichtigsten dieser Themen gewährt und insbesondere aufgezeigt werden, dass dieser erste Anschein wohl so nicht zutrifft. Effektiv sind verschiedene dieser jüngsten Entwicklungen in den einzelnen EU-Mitgliedstaaten im Bereich des Liquiditätsrisikomanagements bei Fonds nicht der aktuellen Krise um COVID-19 geschuldet. Vielmehr sind jene Entwicklungen, die am meisten Aufmerksamkeit erregt haben, das Resultat laufender regulatorischer Bemühungen.¹ Diese Aktivitäten führten in zahlreichen EU-Mitgliedstaaten entweder zur Einführung von Instrumenten des Liquiditätsmanagements (*Liquidity risk Management Tools, LMT*) ins nationale Recht oder zur Überarbeitung bestehender LMT. Zudem wurden durch hohe Marktvolatilität bedingte Bewertungsfragen – namentlich zum *Swing Pricing* – diskutiert. Lediglich die Auslösung der Massnahmen oder die Ausweitung einzelner Vorschriften im Einzelfall sind durch die aktuelle Krise begründet.

Nachfolgend werden LMT und *Swing Pricing*-Mechanismen ausgewählter europäischer Staaten (Luxemburg, Deutschland, UK), die in den letzten Wochen in der Industrie auf reges Interesse gestossen sind, kurz beleuchtet (Ziff. 1-3). Anschliessend wird ausgeführt, dass die Schweiz diesen Entwicklungen keinesfalls hinterherhinkt (Ziff. 4).

¹ *IOSCO Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes* vom Februar 2018, EU Verordnung 2017/1131 über Geldmarktfonds vom 14. Juni 2017, ESMA-Guidelines zu Stresstest-Szenarios unter der Geldmarktfonds-Verordnung vom 19. Juli 2019, ESMA-Guidelines zu Liquiditätsstresstests bei UCITS und AIFs vom 2. September 2019, ESMA-Bericht über die jährliche Statistik von EU AIFs vom 7. März 2019 und der ökonomische ESMA-Bericht über die Stresssimulation für Investmentfonds vom 5. September 2019. Schliesslich enthalten bereits die UCITSD und die AIFMD Vorschriften zum Liquiditätsmanagement.

1. Luxemburg (Swing pricing)

Eine der ersten Massnahmen, die das Interesse der Industrie erregte, war eine Mitteilung der luxemburgischen *Commission de Surveillance du Secteur Financier* (CSSF). Diese veröffentlichte am 20. März und am 7. April 2020 Updates ihrer «*Swing Pricing Mechanism FAQ*»².

Entgegen dem ersten Eindruck wurden mit diesen Updates der FAQ von der CSSF keine neuen Massnahmen eingeführt. Konkret wurde das *Swing pricing* durch Umsetzung der IOSCO-Empfehlungen³ bereits in einem FAQ vom Juli 2019⁴ sowie im Circular CSSF 19/733⁵ vom Dezember 2019 geregelt. Mit dem Update vom März dieses Jahres etwa wurden die bestehenden Vorschriften lediglich dahingehend erweitert, dass die Aufsichtsbehörde es unter den ausserordentlichen Umständen der COVID-19 Situation erlaubte, den Swing-Faktor vorübergehend über die im Fondsprospekt vorgesehenen Limiten zu erhöhen. Dies wurde auch dann als zulässig erklärt, wenn diese Möglichkeit im Fondsprospekt nicht explizit vorgesehen war. Soll diese Massnahme ergriffen werden, muss sie aber stets gerechtfertigt sein und im Interesse der Anlegerinnen und Anleger liegen; die Fondsdokumente müssen jedoch baldmöglichst nachträglich angepasst werden. Sowohl die CSSF als auch die Anlegerinnen und Anleger müssen über die Massnahme angemessen informiert werden.

2. Deutschland (Swing pricing / Redemption gates)

Eine weitere Meldung, die im März für Aufmerksamkeit sorgte, war die Einführung verschiedener LMT ins deutsche Recht. Zum einen wurde für aufgelegte Wertpapier-Publikumsfonds (OGAW) und gemischte Investmentvermögen für die Berechnung der Nettoinventarwerte (NAV) das *Swing Pricing* eingeführt. Zum andern wurde neu die Möglichkeit geschaffen, die Rückgabe von Fondsanteilen vorübergehend zu begrenzen (*Redemption gates*) sowie Rückgabefristen einzuführen.⁶

Auch diese Gesetzesnovelle ist nicht der aktuellen Krise geschuldet. Der deutsche Gesetzgeber hat vielmehr Massnahmen im deutschen Recht verankert, die bisher in Deutschland im Vergleich zu anderen EU-Staaten nicht vorhanden waren.⁷ Die Einführung der neuen Massnahmen erfolgte in Umsetzung internationaler regulatorischer Entwicklungen⁸ in einem ordentlichen Gesetzgebungsverfahren, das am 13. Februar 2020 durch einen Beschluss des Deutschen Bundestags seinen Abschluss fand.⁹

3. UK (Suspension of dealings / swing pricing)

Im Zusammenhang mit der COVID-19 Krise wurde aus UK v.a. publik, dass einzelne Immobilienfonds aufgrund von Bewertungsschwierigkeiten den Handel ausgesetzt haben.¹⁰ In einer Publikation vom 17. März 2020 (aktualisiert am 3. April 2020) liess die *Financial Conduct Authority* (FCA) verlauten, dass es das Ziel sein müsse, trotz der aktuellen Volatilität die Märkte offen und geordnet aufrecht zu erhalten; Anträge auf Aussetzung des Handels würden aber weiterhin beurteilt.¹¹ In UK mit ihrer grossen Anzahl an offenen Anlagefonds für Retailkunden ist die Aussetzung des Handels (*Suspension of dealings*) unter bestimmten Umständen eine

² www.cssf.lu/fileadmin/files/Publications/Communiqués/Communiqués_2020/C_update_FAQ_swing_price_mechanism_200320.pdf
Update vom 7. April 2020: https://www.cssf.lu/fileadmin/files/Metier OPC/FAQ/FAQ_Swing_Pricing_Mechanism_070420.pdf

³ Vgl. Fn 1

⁴ http://www.cssf.lu/fileadmin/files/Metier OPC/FAQ/FAQ_Swing_Pricing_Mechanism.pdf

⁵ Circular CSSF 19/733 vom 20. Dezember 2019

(https://www.cssf.lu/fileadmin/files/Lois_reglements/Circulaires/Hors_blanchiment_terrorisme/cssf19_733eng.pdf)

⁶ Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses: <https://dip21.bundestag.de/dip21/btd/19/171/1917139.pdf>

⁷ Siehe die Länderübersicht im AMIC / EFAMA Report Managing fund liquidity in Europe (updated version of 6 January 2020), Annex II (<http://www.efama.org/Publications/Public/AMICEFAMA%20ReportManagingfundliquidityriskinEurope2020.pdf>)

⁸ Vgl. Fn 1

⁹ Protokoll der Plenarsitzung des Deutschen Bundestags vom 13. Februar 2020: <https://dip21.bundestag.de/dip21/btp/19/19146.pdf>

¹⁰ <https://www.investmentweek.co.uk/news/4012630/uk-open-property-fund-suspensions>; <https://www.ft.com/content/21d74d21-6e63-406f-83c5-e3bdf60ee210>

¹¹ <https://www.fca.org.uk/publications/newsletters/primary-market-bulletin-issue-no-27-coronavirus-update>

bevorzugte Massnahme. Nach Ansicht der FCA ist dies ein wichtiges Instrument, um im Falle von Liquiditätsengpässen die Gleichbehandlung der Anlegerinnen und Anleger offener Fonds zu gewährleisten und die Gefahr einer Liquiditätsinkongruenz zu vermindern. Die Aktivierung dieser Massnahme ist unter bestimmten Bedingungen zwingend vorgesehen. Zwischen 2016 und Ende 2019 gab es in UK einige Beispiele für offene Fonds (einschliesslich verschiedener kommerzieller Immobilienfonds und des *LF Woodford Equity Income Fund*), die als Reaktion auf die Höhe der Rücknahmeanträge den Handel aussetzen mussten. Die meisten konnten den Handel nach der Aussetzung wieder aufnehmen (z.B. nach den Aussetzungen anlässlich des Brexit-Referendums). Die aktuellen Meldungen über Fondsschliessungen in UK sind vor diesem Hintergrund somit zu relativieren; sie gelten nicht als Ende eines Fonds, sondern eher als Pause, um zu einem späteren Zeitpunkt das Geschäft geregelt weiterzuführen.

Neben der Aussetzung des Handels verfügt UK über eine Auswahl anderer Massnahmen, die im Handbuch der FCA geregelt sind. Die FCA veröffentlichte im Jahr 2019 verschiedene Papiere: Im Mai 2019 eine Analyse zum *Swing pricing*¹², im September 2019 eine Grundsatzerklärung (*Policy Statement*) zur Einführung neuer Regeln für bestimmte offene Anlagefonds, die in illiquide Anlagen investieren (*non-UCITS retail schemes*),¹³ und im November 2019 ein Schreiben über effektives Liquiditätsmanagement.¹⁴ Gleichzeitig kündigte die *Bank of England* im Rahmen ihrer Finanzstabilitätsberichte vom Juli und Dezember 2019 an, im Bereich des *Swing pricings* und der Kündigungsfristen (*Redemption notice*) mit der FCA zusammenzuarbeiten. Im Zusammenhang mit der aktuellen Krise äusserte sich schliesslich die FCA am 19. März 2020 ausführlich zu Themen wie Liquiditätsinkongruenzen, *Swing pricing* oder Kündigungsfristen.¹⁵

4. Schweiz (Gating / Ausnahmen jederzeitige Rückgaben / Aufschub Rückzahlungen / Swing pricing)

Wie im SFAMA-Zirkular 03/2020¹⁶ ausführlich dargestellt, finden sich im Schweizer Kollektivanlagenrecht ebenfalls verschiedene Massnahmen. Dazu gehören die Möglichkeit, Ausnahmen vom Recht der jederzeitigen Rückgabe vorzusehen, indem Kündigungen nur noch auf bestimmte Termine möglich sind (Art. 109 KKV), das *Gating* (Art. 109 Abs. 5 und 6 KKV) sowie die Möglichkeit des Aufschubs der Rückzahlung (Art. 110 KKV¹⁷). Ferner finden sich in der Praxis auch Mechanismen zur Preisanpassung wie das *Single Swing Pricing* (SSP) oder das *Dual Pricing*. Das Thema SSP bei Schweizer Fonds wird im SFAMA-Zirkular 04/2020 ausführlich erläutert.

5. Fazit

Im Zusammenhang mit Massnahmen in Krisenzeiten gibt es kein *One size fits all* für alle Staaten. Jeder Finanzplatz muss hinsichtlich seiner Marktgrösse und Marktstruktur (Produktions- und/oder Vertriebsstandort) sowie Anlegerstruktur (Retail- und/oder institutioneller Fokus) dafür sorgen, dass er über das passende Massnahmen-Repertoire verfügt. In der EU wurden in den vergangenen Jahren verschiedene Bemühungen unternommen, das Liquiditätsmanagement von Fonds in den Mitgliedstaaten zu verbessern. Die breiten Massnahmepaletten der EU-Mitgliedstaaten sind das Resultat davon. Die Schweiz fällt im Vergleich dazu nicht ab; sie verfügt bereits über vergleichbare Mechanismen. Aufgrund der unterschiedlichen Ausrichtung der jeweiligen Fondsstandorte ist aber nachvollziehbar, dass in der aktuellen Krise in der Schweiz

¹² FCA Occasional Paper 48 - Swing pricing and fragility in open-end mutual funds (<https://www.fca.org.uk/publication/occasional-papers/occasional-paper-48.pdf>)

¹³ FCA Policy Statement PS 19/24 - Illiquid assets and open-ended funds and feedback to Consultation Paper CP18/27 (<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-24.pdf>)

¹⁴ FCA Letter on Effective liquidity management – best practice for Authorised Fund Managers (<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-24.pdf>)

¹⁵ Speech by Edwin Schooling Latter, Director of Markets and Wholesale Policy, to Investment Association members (<https://www.fca.org.uk/news/speeches/open-ended-funds-investing-less-liquid-assets>)

¹⁶ Abrufbar unter: <https://www.sfama.ch/de/publikationen/zirkulare>

¹⁷ Siehe auch die SFAMA Richtlinie für die Bewertung des Vermögens von kollektiven Kapitalanlagen und die Behandlung von Bewertungsfehlern bei offenen kollektiven Kapitalanlagen vom 20. Juni 2008, Rz. 44 ff.

nicht dieselben Massnahmen ergriffen wurden oder notwendig waren wie dies z.B. in Luxemburg oder UK der Fall war. Es erscheint jedoch sinnvoll, die bestehenden Mechanismen im Nachgang an die aktuelle COVID-19 Krise auf ihre Tauglichkeit und Effektivität hin zu überprüfen und gegebenenfalls Ergänzungen der bestehenden Palette an Massnahmen zu prüfen.

Die SFAMA steht in regemässigem Austausch mit der FINMA und weiteren Behörden und setzt sich dafür ein, dass in den aktuell schwierigen Zeiten auch für die Asset Management- und Fonds-Industrie gute Lösungen für anstehende Probleme gefunden werden können.

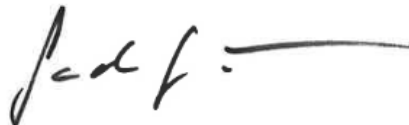
Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüsse

Swiss Funds & Asset Management Association SFAMA



Markus Fuchs
Geschäftsführer



Sandra Schneider
Senior Legal Counsel