



## **LAFV Liechtensteiner Anlagefondsverband**

### **Empfehlungen**

- 1. für die Bewertung der Inventarwerte von Anlagefonds**
- 2. für das Vorgehen bei Abweichungen gegenüber Anlagevorschriften**
- 3. für die Behandlung von fehlerhaften Nettoinventarwert-Kalkulationen**

Durch den Vorstand des LAFV beschlossen am:  
07. Juli 2009

## **1. Bewertung der Inventarwerte von Anlagefonds**

### **1.1 Zielsetzung / Limitierung**

Die nachfolgenden Empfehlungen für die Bewertung der Fondsvermögen sollen als **Ergänzung** zu den einschlägigen Bewertungsbestimmungen des Gesetzes über Investmentunternehmen (IUG), der Verordnung über Investmentunternehmen (IUV) und des jeweiligen (vollständigen) Prospekts eines Investmentunternehmens betrachtet werden. Diese Empfehlungen erheben jedoch keinesfalls den Anspruch auf Vollständigkeit.

Im IUG definiert der Art 26 die allgemeine Berechnung des Nettovermögens und der Ausgabe- und Rücknahmepreise von Fondsanteilen.

In der IUV finden sich Bewertungsbestimmungen in den Artikeln: 16, 17, 19, 51 Abs 3 und 55 Abs 4.

Bestimmungen über eine mögliche Sistierung der Anteilspreiskalkulation finden sich im Artikel 19 Abs 5 IUG und Artikel 27 IUV.

### **1.2 Anwendbarkeit**

Diese Bewertungsempfehlungen sind für folgende Investmentunternehmen anwendbar:

- Investmentunternehmen für Wertpapiere
- Investmentunternehmen für andere Werte
- Investmentunternehmen für andere Werte mit erhöhtem Risiko
- Investmentunternehmen für qualifizierte Anleger

### **1.3 Empfehlungen nach Anlagekategorien**

#### **1.3.1 Beteiligungspapiere und Beteiligungswertrechte; Forderungspapiere und Forderungswertrechte; Warrants und Derivate Instrumente; Währungen**

Bei einer Anlage, die an einer Börse notiert ist oder an einem anderen geregelten Markt gehandelt wird, entspricht der Bewertungskurs in der Regel dem am Bewertungsstichtag festgestellten Schlusskurs.

Wird ein Anlagewert an mehreren Börsen gehandelt, so ist der am Hauptmarkt zuletzt bezahlte Kurs zur Bewertung zu verwenden. Wenn am Hauptmarkt kein bezahlter Kurs vorliegt, kann auf den an einem repräsentativen Nebenmarkt bezahlten Schlusskurs zurückgegriffen werden, wobei dieser mit dem am Hauptmarkt gestellten Geld- und Briefkurs zu plausibilisieren ist.

Anlagen, die nicht an einem geregelten Markt gehandelt werden oder für die kein (zuverlässiger) Kurs erhältlich ist, müssen zu dem Preis bewertet werden, der bei einem Verkauf zum Zeitpunkt der Bewertung wahrscheinlich erzielt würde. Dabei kann die Verwaltungsgesellschaft wie folgt vorgehen:

#### **1.3.1.1 Beteiligungspapiere und Beteiligungswertrechte (Aktien und Genussscheine)**

Je nach dem was der Grund für das Ausbleiben eines zuverlässigen Kurses ist, kann die Verwaltungsgesellschaft alternativ folgende Ansätze zur Bewertung eines Beteiligungspapiers verwenden:

- Rückfrage bei verschiedenen Brokern.
- Berechnung eines möglichen Kurses mittels eines direkten Vergleichs zur Kursentwicklung eines Branchenindex oder eines Korbs von Aktien, welche in derselben Branche tätig sind, wie das zu bewertende Investment.
- Durchschnitt von berechneten Kursen unter Zuhilfenahme folgender Kennzahlen, die bei ähnlichen Unternehmen beobachtet wurden: Price/Book-Ratio, Price/Earning-Ratio, Price/CashFlow-Ratio, EV/EBIT-Ratio, EV/EBITA-Ratio, EV/Umsatz-Ratio.

#### **1.3.1.2 Forderungspapiere und Forderungswertrechte**

Je nach dem was der Grund für das Ausbleiben eines zuverlässigen Kurses ist, kann die Verwaltungsgesellschaft alternativ folgende Ansätze zur Bewertung eines Forderungspapiers verwenden:

- Rückfrage bei diversen Brokern; vor allem beim Lead Manager der fraglichen Emission.
- Berechnung des Wertes mit einem Discounted Cash Flow Modell, wobei die Diskontsätze den herrschenden Marktzinsen für Anlagen oder Benchmarks mit gleichen Merkmalen (Bonität, Laufzeit, Währung usw.) entsprechen müssen.
- Bei Options- und Wandelanleihen kann beispielsweise ein Binomialmodell zur Bewertung herangezogen werden, wobei auch hier darauf zu achten ist, dass die für die einzelnen Komponenten verwendeten Faktoren den herrschenden Marktkursen entsprechen (Volatilitätszahlen, Diskontsätze, Basispreise, usw.).

#### **1.3.1.3 Warrants und andere Derivative Finanzinstrumente**

Je nach dem was der Grund für das Ausbleiben eines zuverlässigen Kurses ist, kann die Verwaltungsgesellschaft alternativ folgende Ansätze zur Bewertung eines Warrants oder anderen derivativen Finanzinstruments verwenden:

- Rückfrage beim Market-Maker.
- Bewertung mit einem Modell (Black&Scholes oder Binomialmodell). Dabei ist auf die Verwendung der richtigen Zins- und Volatilitätszahlen zu achten. Andere Optionen, welche auf demselben Basiswert gründen, können dabei gute Datenlieferanten sein.

#### **1.3.1.4 Währungen**

Währungen können bei einer Aussetzung ihrer Konvertierbarkeit wertmässig nur sehr schwer eingeschätzt werden. Folgende Anhaltspunkte können jedoch hilfreich sein:

- Kursindikationen von so genannten grauen Märkten;
- Referenzkurse von Nationalbanken;
- Bewertung über in dieser Währung gehandelte Edelmetalle.

#### **1.3.2 Anteile von Kollektivanlagen (Anlagefonds und Anlagefonds ähnliche Beteiligungen)**

Die Bewertung von Anteilen von Kollektivanlagen erfolgt in der Regel anhand des zuletzt ausgewiesenen Inventarwertes oder anhand eines Schlusskurses, der für diese Anteile an einer Börse gehandelt wurde.

##### **1.3.2.1 Anteile von „traditionellen“ Kollektivanlagen**

Sollte der NAV-Bewertungstichtag des Zielfonds nicht mit dem NAV-Bewertungstichtag des Dachfonds (Fonds) übereinstimmen, kann die Verwaltungsgesellschaft eine Schätzung beim Administrator oder beim Asset Manager des Zielfonds anfragen und diese dann zur Bewertung desselben verwenden. Falls eine solche Schätzung nicht erhältlich ist, obliegt es der Verwaltungsgesellschaft zu entscheiden, ob eine allfällige Korrektur des letzten NAV's vom Zielfonds sinnvoll wäre. Dabei kann sie sich auf die Marktschwankungen derjenigen Assets abstützen, in welchen der Zielfonds investiert ist.

Falls keine Bewertungen eines Zielfonds mehr erhältlich sind (offizielle und/oder Schätzungen vom Administrator oder Asset Manager), kann die Verwaltungsgesellschaft unter Beachtung der Umstände, welche für ein Ausbleiben der Bewertungskurse verantwortlich sind, entsprechende Wertkorrekturen auf den letzten offiziellen Bewertungskurs des betreffenden Zielfonds vornehmen. Dabei sind die Limiten zur Sistierung eines Anlagefonds in der Ziffer 1.4 zu beachten. Vorgenommene Wertkorrekturen sind von der Verwaltungsgesellschaft zu dokumentieren.

##### **1.3.2.2 Anteile von nicht traditionellen Kollektivanlagen (Hedge Funds)**

Sollte der NAV-Tag des Zielfonds nicht mit dem NAV-Tag des Dachfonds (Fonds) übereinstimmen, kann die Verwaltungsgesellschaft eine Schätzung beim Administrator oder beim Asset Manager des Zielfonds anfragen und diese dann zur Bewertung desselben verwenden. Alternativ dazu kann die Verwaltungsgesellschaft den letzten ordentlichen NAV als Bewertungskurs heranziehen, sofern dieser plausibel erscheint.

Sollten die ordentlichen Bewertungskurse eines Zielfonds ausbleiben, sind die dafür verantwortlichen Umstände von der Verwaltungsgesellschaft abzuklären. Kursschätzungen vom Administrator oder Asset Manager des Zielfonds können in der Regel zur Bewertung verwendet werden. Sollten solche Schätzungen aber nicht erhältlich sein, kann die Verwaltungsgesellschaft unter Beachtung der Umstände, die zu einem Ausbleiben der Bewertungskurse geführt haben, Wertkorrekturen auf den letzten offiziellen Bewertungskurs des betreffenden Zielfonds vornehmen. Dabei sind die Limiten zur Sistierung eines Anlagefonds in der Ziffer 1.4 zu beachten. Vorgenommene Wertkorrekturen sind von der Verwaltungsgesellschaft zu dokumentieren.

### **1.3.3 Private Equities**

Die Bewertung von Private Equities erfolgt anhand international akzeptierter Richtlinien. Solche Richtlinien sind bei der Swiss Private Equities & Corporate Finance Association SECA ([www.seca.ch](http://www.seca.ch)) erhältlich.

### **1.3.4 Geldmarktinstrumente**

Bei Anlagen in Wertpapiere oder Geldmarktinstrumente mit einer Restlaufzeit von weniger als 12 Monaten kann die Differenz zwischen Einstandspreis (Erwerbspreis) und Rückzahlungspreis (Preis bei Endfälligkeit) linear ab- oder zugeschrieben werden und eine Bewertung zum aktuellen Marktpreis unterbleiben, wenn der Rückzahlungspreis bekannt und fixiert ist. Eine allfällige Anpassung aufgrund von Bonitätsveränderungen bleibt vorbehalten.

Für Obligationenfonds ist die lineare Abschreibung nicht zulässig (Art. 17 Abs 2 IUUV). Eine lineare Zuschreibung ist bei Obligationenfonds ebenfalls nicht zulässig.

### **1.3.5 Bankguthaben auf Sicht und Zeit (einschliesslich Treuhandanlagen)**

Bankguthaben auf Sicht und Zeit sind zu ihrem Nominalwert zu bewerten. Bei einer Veränderung der Bonität der Anlage ist eine Anpassung der Bewertung nur dann angebracht, wenn die Rückzahlung durch eine Bonitätsabstufung gefährdet scheint. Aufgelaufene Marchzinsen sind auf jeden Bewertungsstichtag hin abzugrenzen.

### **1.3.6 Bankverbindlichkeiten**

Bankverbindlichkeiten sind zu ihrem Nominalwert zu bewerten. Aufgelaufene Sollzinsen sind auf jeden Bewertungsstichtag hin abzugrenzen.

### **1.3.7 Information an die Anleger**

Im Geschäftsbericht sowie im Halbjahresbericht - sofern vorhanden - soll per Stichtag folgende Anlagen wie folgt speziell erwähnt werden:

- Positionen, die nach einem Bewertungsmodell bewertet und welche Bewertungsmethoden dabei angewandt wurden;
- Anlagen, die Wertkorrekturen nach den Ziffern 1.3.2.1 Abs. 2 und 1.3.2.2 Abs. 2 erfahren haben;
- Anlagen, deren Werte arbiträr festgelegt wurden.

### **1.4 Sistierung der Berechnung des Nettovermögens, der Ausgabe sowie Rücknahme von Anteilen eines Anlagefonds**

Artikel 27 IUV sieht vor, dass bei ausserordentlichen Verhältnissen die Rückzahlung unter gleichzeitiger Aussetzung der Ausgabe von Anteilen vorübergehend und ausnahmsweise von der Verwaltungsgesellschaft aufgeschoben werden kann:

- a. wenn ein Markt, welcher Grundlage für die Bewertung eines wesentlichen<sup>1</sup> Teils des Vermögens bildet, unerwartet geschlossen ist, oder wenn der Handel an einem solchen Markt beschränkt oder ausgesetzt ist;
- b. bei politischen, wirtschaftlichen oder anderen Notfällen; oder
- c. wenn wegen Beschränkungen der Übertragung von Vermögenswerten Geschäfte für das Investmentunternehmen undurchführbar werden.

Eine Sistierung der Berechnung des Nettovermögens ist auch dann erforderlich, wenn der Einfluss von arbiträren Zu- und Abschlägen auf Kurse von Anlagen die Grenzwerte in der in Ziffer 3.3 aufgeführten Tabelle „Grenzwerttabelle NAV-Abweichungen“ überschreiten.

Als arbiträre Abschläge im Sinne dieser Empfehlungen gilt die Summe aller arbiträren Wertkorrekturen bezogen auf den Nettovermögenswert des Investmentunternehmens, welche von der Verwaltungsgesellschaft im sorgfältigen Ermessen aber in Abwesenheit von an einem Markt beobachteten Preisen, Werten und/oder Informationen vorgenommen wurden.

---

<sup>1</sup> Zur Beurteilung des Begriffs “wesentlichen” sind die Anlagebestimmungen des vollständigen Prospekts zu berücksichtigen, wobei eine Bandbreite von 10 bis 15% nicht überschritten werden sollte.

Von der Verwaltungsgesellschaft ermittelte oder zumindest nachvollziehbare Bewertungskurse aus anerkannten Bewertungsmodellen und –methoden sowie aus vertrauenswürdigen Informationsquellen sind als nicht arbiträr zu betrachten. Es ist jedoch zu beachten, dass Bewertungsmodelle unterschiedliche Input-Faktoren besitzen können:

- Level 1 = alle Input-Faktoren sind gehandelte Preise/Werte;
- Level 2 = die Inputfaktoren bestehen grösstenteils aus am Markt beobachteten Preisen/Werten;
- Level 3 = die Inputfaktoren bestehen im Wesentlichen aus „nicht-beobachtbaren“ Preisen/Werten.

Der Level 3 würde in dieser Empfehlung unter den Begriff „arbiträr“ fallen.

Die Verwaltungsgesellschaft teilt den Aufschub (Sistierung) unverzüglich der FMA, der externen Revisionsstelle und in geeigneter Weise den Anlegern mit (Art 27 Abs 2 IUUV). Zudem sollen die vorgängig genannten Parteien auch über die Hintergründe der Sistierung adäquat informiert werden.

### **1.5 Organisatorische Massnahmen zur Sicherstellung einer adäquaten Bewertung**

Die Bewertung der Anlagen hat durch eine von der Vermögensverwaltung und vom Handel mit Anlagen des Anlagefonds unabhängigen Stelle zu erfolgen.

Die für die Bewertung verwendeten Kurse müssen von einer externen, von der Verwaltungsgesellschaft und ihren Beauftragten unabhängigen, anerkannten Quellen bezogen werden. Ein Wechsel der einmal gewählten Hauptquelle(n) für Kurslieferungen soll der Revision vorgängig zur Kenntnis gebracht werden.

Bei einer Bewertung der Anlagen soll nur unter folgenden Umständen auf einen Bewertungsvorschlag des Portfolio Managers zurückgegriffen werden:

1. Die externen Quellen können keine befriedigenden Kurse liefern;
2. Alle anderen alternativen Bewertungsmethoden gemäss Ziffer 1.3 ergeben auch keine befriedigenden Resultate.

Der Bewertungsvorgang (-methode) des Portfolio Managers muss dokumentiert und von der Verwaltungsgesellschaft nachvollziehbar sein. Bei Zukäufen und teilweise Verkäufen ist der vom Portfolio Manager gelieferte und bisher verwendete Bewertungskurs mit dem effektiven Transaktionskurs zu vergleichen und gegebenenfalls anzupassen.

Die von der externen Quelle bezogenen Kurse sind auf ihre Plausibilität zu überprüfen. Dies gilt insbesondere bei nicht kotierten und/oder selten gehandelten Anlagen. Bei der Überprüfung der Zuverlässigkeit der gelieferten Kurse kann sich die Verwaltungsgesellschaft unter anderem auf folgende Kriterien abstellen:

- Kursabweichungen gegenüber der letzten Bewertung (zu gross oder über eine längere Periode hinweg derselbe Kurs)
- Aktualität des zuletzt gemeldeten Kurses (schon zu alt)

Stellt die Verwaltungsgesellschaft mögliche Fehlmeldungen fest oder erachtet sie die von der externen Quelle bezogenen Kurse aus anderen Gründen für die Bewertung als nicht adäquat, muss sie die Kurse selber nach einer anerkannten Methode (analog zur Ziffer 1.3) festlegen. Sämtliche Abweichungen von den extern bezogenen Kursen müssen jederzeit nachvollziehbar sein und sind entsprechend zu dokumentieren.

## **2. Vorgehen bei Abweichungen gegenüber Anlagevorschriften**

### **2.1 Zielsetzung**

Die nachfolgenden Empfehlungen für das Vorgehen bei Abweichungen von Anlagevorschriften sollen als Ergänzung zu den einschlägigen Bestimmungen der Verordnung über Investmentunternehmen (IUV) und des jeweiligen (vollständigen) Prospekts eines Investmentunternehmens betrachtet werden.

In der IUV finden sich dazu Bestimmungen in den folgenden Artikeln: 47 Abs 2, 53 und Art 60 Abs 2.

### **2.2 Feststellung / Vorgehen nach IUV**

Stellt die Verwaltungsgesellschaft, die Depotbank oder die externe Revisionsstelle eine Abweichung von den Anlagevorschriften aufgrund der Ausübung von Bezugsrechten oder aufgrund von Kursschwankungen fest (passive Überschreitung der Anlagerichtlinien), so sind entsprechende Gegenmassnahmen sobald als möglich, spätestens jedoch innert nachfolgender Fristen zu treffen:

- a) Bei Investmentunternehmen für Wertschriften (Art. 47 Abs. 2 IUV):
  - Bei täglicher Bewertung innerhalb von fünf Bankarbeitstagen;
  - Bei nicht-täglicher Bewertung innerhalb von 20 Tagen nach der letzten Berechnung des Nettoinventarwertes.
- b) Bei Investmentunternehmen für andere Werte, Investmentunternehmen für andere Werte mit erhöhtem Risiko und Investmentunternehmen für qualifizierte Anleger (Art 53 IUV):
  - Spätestens bis nach der dritten Berechnung des Nettoinventarwertes, nachdem die Abweichung festgestellt worden ist.

## **2.3 Ausnahmesituationen**

Sollte nach Feststellung einer Verletzung eine entsprechende Wiederherstellung der Anlagevorschriften innerhalb der in Ziffer 2.2 aufgeführten Fristen aufgrund von Liquiditätsengpässen auf den relevanten Anlagemärkten und/oder unter Berücksichtigung von Anlegerinteressen nicht möglich oder zumindest nicht zielführend sein, kann wie folgt vorgegangen werden:

Die Verwaltungsgesellschaft informiert die Revisionsstelle und die FMA mit folgendem Inhalt:

- Begründung einer (eventuellen) Überschreitung der Bereinigungsfrist;
- Unterlagen, auf die sich die Begründung stützt;
- Ausblick, bis wann die Anlagevorschriften voraussichtlich wiederhergestellt werden können, wobei unter Berücksichtigung der Anlegerinteressen die Dauer der Überschreitung so kurz als möglich gehalten werden soll.

## **3. Vorgehen bei fehlerhaften Nettoinventarwert-Kalkulationen**

### **3.1 Zielsetzung**

Die nachfolgenden Empfehlungen für das Vorgehen bei fehlerhaften Nettoinventarwert-Kalkulationen sollen Ergänzungen zu der einschlägigen FMA-Richtlinie 2005/3 „Wohlverhaltensregeln für den Fondsplatz Liechtenstein“ sein.

Die Wohlverhaltensregeln für den Fondsplatz Liechtenstein beschäftigen sich mit diesem Thema in der Ziffer 21.

### **3.2 Organisatorische Massnahmen**

Die Verwaltungsgesellschaft hält die an ihre Organisationsstruktur und an ihr Angebot an Investmentunternehmen angepassten Grundsätze und die Ablauforganisation für die Bewertung der Vermögen der Investmentunternehmen und den Umgang mit Bewertungsfehlern in geschäftsinternen Dokumenten fest, sofern diese im Prospekt nicht geregelt sind. Diese beinhalten insbesondere:

- die systematische Prüfung der Bewertung des Vermögens der Investmentunternehmen vor der Veröffentlichung;
- Massnahmen, die zur Vermeidung von Bewertungsfehlern dienen: z.B. Plausibilisierung des berechneten Inventarwertes oder Vergleich mit der vorangegangenen Berechnung oder der Entwicklung der Benchmark;
- unter welchen Umständen eine Bewertung des Fondsvermögens objektiv nicht möglich ist;
- das Vorgehen bei wesentlichen Bewertungsfehlern. Die FMA legt den Massstab für die Beurteilung der Wesentlichkeit nach allgemein anerkannten Standards fest.

### 3.3 Beurteilung der Wesentlichkeit

Der Entscheid über die bei eingetretenen Fehlern zu treffenden Massnahmen hängt primär davon ab, ob der Fehler als unwesentlich oder wesentlich eingestuft wird.

Ein Fehler gilt als wesentlich, wenn die prozentualen Differenzen zwischen dem zuerst ermittelten und dem im Nachhinein festgestellten, korrekt gerundeten Nettoinventarwert bzw. Ausgabe- oder Rücknahmepreis folgende Grenzwerte übertrifft:

**Grenzwerttabelle NAV-Abweichungen  
von der FMA am 2. Juni 2009 veröffentlicht**

<b>Anlagefonds nach Anlagekategorien</b>	<b>Mehrheit der Anlagen in etablierten Märkten</b>	<b>Mehrheit der Anlagen in Emerging Markets</b>
Geldmarktanlagen	0.250%	0.375%
Obligationen	0.500%	0.750%
Wandelanleihen	0.750%	1.500%
Aktien	1.000%	2.000%
Anlagestrategie Fonds < 50% Aktienanteil	0.750%	1.375%
Anlagestrategie Fonds ≥ 50% Aktienanteil	1.000%	2.000%
Liquide alternative Anlagen	2.000%	2.000%
Nicht liquide alternative Anlagen z.B. Private Equity	4.000%	4.000%

### 3.4 Massnahme bei als unwesentlich eingestuften Fehlern

Bei einem als unwesentlichen eingestuften Fehler kann die Verwaltungsgesellschaft den erstveröffentlichten Nettoinventarwert belassen und muss auch die Abrechnungen der Aus- und Rücknahmen von Fondsanteilen nicht korrigieren.

Die Verwaltungsgesellschaft hält über sämtliche eingetretenen Fehler Protokoll und stellt dieses der Revision zur Verfügung. Die Verwaltungsgesellschaft trifft geeignete Massnahmen, die weitgehend sicherstellen, dass eine Wiederholung des gleichen Fehlers nicht mehr vorkommt.

### **3.5 Massnahme bei als wesentlich eingestuften Fehlern**

Bei einem als wesentlich eingestuften Fehler muss die Verwaltungsgesellschaft den veröffentlichten Nettoinventarwert sowie die Abrechnungen der Aus- und Rücknahmen von Fondsanteilen korrigieren. Die Anleger wie auch der Fonds sind schadlos zu halten.

Zudem ist jede wesentliche Abweichung der FMA, der Depotbank und der Revisionsstelle zu melden. Die Meldung enthält mindestens folgenden Inhalt:

- Umfang und Ursache der Fehlkalkulation;
- Getroffene Korrekturmassnahmen;
- Eingetretene Schädigung von Anlegern und des Anlagefonds.

Bei Bagatellfällen, bei denen der Differenzbetrag pro Anleger weniger als CHF 100.- ausmacht, kann die Verwaltungsgesellschaft von einer Korrektur der betroffenen Fondsanteilsabrechnungen absehen. Der betroffene Anlagefonds ist jedoch in jedem Fall schadlos zu halten.

Die Verwaltungsgesellschaft trifft geeignete Massnahmen, die weitgehend sicherstellen, dass eine Wiederholung des gleichen Fehlers nicht mehr vorkommt.

Vaduz, 07. Juli 2009  
LAFV Liechtensteiner Anlagefondsverband