

Opatrenia proti zníženiu hodnoty podfondu

Swing pricing

Luxemburské fondy

Glosár*

Dopytová/predajná cena (Ask Price):

Cena, ktorú je predávajúci ochotný prijať za cenný papier. Je známa aj pod názvom offer price. Spolu s cenou sa bude v dopytovej ponuke uvádzať obvykle tiež objem cenných papierov, ktoré sa za danú cenu ponúkajú. Ide o opak ponuky, čo je cena, ktorú je kupujúci ochotný zaplatiť za cenný papier. Dopytová cena bude vždy vyššia než ponuka. Pojmy „ponuka“ (bid) a „dopyt“ (ask) sa používajú takmer na všetkých finančných trhoch sveta, na ktorých sa obchoduje s akciami, dlhopismi, menami a derivátmi.

Ponuková/nákupná cena (Bid Price):

Cena, ktorú je kupujúci ochotný zaplatiť za cenný papier. Ide o jednu súčasť ponuky. Ďalšími súčasťami sú objem ponuky, ktorý špecifikuje objem akcií, ktoré je investor ochotný za ponukovú cenu kúpiť. Opakom ponuky je dopytová cena, čo je cena, ktorú chce predávajúci získať za svoje akcie.

Rozdiel medzi nákupnou a predajnou cenou (Bid-Ask Spread):

Suma, o ktorú dopytová cena prevyšuje ponukovú cenu. Ide v podstate o rozdiel medzi najvyššou cenou, ktorú je kupujúci ochotný zaplatiť za aktívum, a najnižšou cenou, za ktorú je predávajúci ochotný toto aktívum predať. Výška rozdielu sa bude pri jednotlivých aktívach líšiť, predovšetkým s ohľadom na rozdiel v likvidite jednotlivých aktív. Napríklad meny sa považujú za najlikvidnejšie aktívum na svete a rozdiel medzi nákupnou a predajnou cenou na menovom trhu je jedným z najmenších (stotina percenta). Na druhej strane pri menej likvidných aktívach, ako sú akcie s nižšou trhovou kapitalizáciou, sa môže rozdiel rovnať jednému či dvom percentám hodnoty aktíva.

Kapitálová aktivita (Capital Activity):

Čistá hodnota pokynu na úpis, odkup alebo konverziu, ktorú dostane zástupca pre prevody na jeden fond v ktorýkoľvek obchodný deň.

Zníženie hodnoty podfondu (Dilution):

Zníženie hodnoty podfondu, a teda i čistej hodnoty aktív (NAV) na akciu, ku ktorému dochádza v dôsledku kapitálovej činnosti obchodovanej v NAV, ktorá plne neodráža vplyv investícií/prevodov spojených s obchodmi s cennými papiermi, ktoré vykonáva investičný manažér.

Plný swing (Full Swing):

NAV sa upravuje zakaždým, keď dôjde ku kapitálovej aktivite, a to bez ohľadu na veľkosť alebo význam pre fond. Smer pohybu swingu sa určuje podľa čistej kapitálovej aktivity daného dňa.

Mid-Price:

Mid-Price je cena medzi najlepšou cenou osoby predávajúcej cenný papier, tj. dopytovou cenou, a najlepšou cenou kupujúceho tohto cenného papiera, tj. ponukovou cenou. Je možné ju definovať jednoducho ako priemer uvádzanej aktuálnej ponukovej a dopytovej ceny.

Podfond s viacerými triedami akcií:

Podfond, ktorý má viac než jednu triedu akcií. NAV podfondu je súčet čistých aktív jednotlivých tried akcií. Pri každej triede akcií je iná NAV na akciu v závislosti od váhy danej triedy v danom podfonde. Jednotlivé triedy akcií sa od seba môžu v jednotlivých ohľadoch líšiť,

napríklad majú rôznu mieru nákladov, rôznu distribučnú politiku, iné meny či typ investorov.

NAV:

Čistá hodnota aktív podfondu je súčet čistej hodnoty aktív rôznych tried akcií podfondu.

Čiastočný swing (Partial Swing):

K pohybu NAV dôjde iba v prípade, že je v jednotlivom obchodnom dni prekročená vopred stanovená hranica čistej kapitálovej aktivity (swing threshold). Ako pri plnom swingu je smer swingu určený čistou kapitálovou aktivitou daného dňa. Čiastočný swing sa tiež môže nazývať „semi-swing pricing“. Aby sme zachovali konzistentnosť, budeme v tomto dokumente používať pojem „čiastočný swing“.

Podfond s jedinou cenou (Single Pricing podfond):

Podfond, ktorý počíta iba jednu NAV na akciu, ktorá sa použije na všetku kapitálovú aktivitu bez ohľadu na to, či ide o príviv, alebo odliv prostriedkov.

Hranica swignu (Swing Threshold):

Miera čistej kapitálovej aktivity, vyjadrená ako percento NAV alebo absolútna suma v peniazoch, alebo oboma spôsobmi, ktorá spúšťa proces swingu v prípade, že sa používa čiastočný swing. Faktory, ktoré vstupujú do určovania hranice swingu, sú opísané na strane 3.

Swing faktor:

Swing faktor je suma (obvykle vyjadrená v percentách), o ktorú sa upravuje NAV s cieľom ochrániť existujúcich investorov podfondu pred znížením hodnoty podfondu spôsobeným obchodmi s cennými papiermi, ktoré nasledujú po kapitálovej aktivite. Swing faktor sa uplatňuje v prípade, keď kapitálová aktivita prekročí vopred danú hranicu (pri čiastočnom swingu) alebo pri každej kapitálovej aktivite (pri plnom swingu). Faktory, ktoré vstupujú do určovania hranice swingu, sú opísané na strane 3.

* Zdroj: Association of the Luxembourg Fund Industry (ALFI – prosinec 2015) a definície na Investopedii.

Swing pricing v kocke

Pokiaľ investor upíše alebo odkúpi akcie podfondu, vzniknú mu transakčné náklady. Tieto náklady sa rozdeľujú medzi všetkých akcionárov podfondu. Aktivita obchodujúceho akcionára tak znižuje hodnotu podfondu na úkor ostatných investorov daného podfondu. Fondy NN Investment Partners Luxembourg (NN IP) využívajú metódu swing pricing od roku 2008. Swing pricing sa pre podfondy NN IP používa na ochranu záujmov našich dlhodobých akcionárov pred efektom zníženia hodnoty fondu, ktorý spôsobujú transakčné náklady súvisiace s činnosťou ostatných akcionárov.

Jedným z kľúčových princípov metódy swing pricing je to, že náklady na svoje obchodovanie by mal niesť každý investor sám. Pre výpočet ceny správca fondu vypočíta čistú hodnotu aktív (NAV) podfondu pred zohľadnením kapitálovej aktivity – úpisov, odkupov a konverzií – a následne upraví (urobí „swing“) NAV o vopred stanovenú sumu, ktorej hovoríme „swing faktor“.

Úpravy o swing faktor slúžia na to, aby tí akcionári, ktorí nerobia obchody, boli ochránení od transakčných nákladov vznikajúcich aktivitou obchodujúcich akcionárov.

Pri stanovení swing faktora používame dve rôzne metódy: jednu pre podfondy oceňované Mid-Price (napr. akciové podfondy a prioritné úvery) a jednu pre podfondy oceňované ponukovou cenou (napr. podfondy s pevným výnosom).

Podfondy oceňované Mid-Price:

- Smer swingu použitého pri NAV závisí od toho, či podfond očakáva v daný obchodný deň čistý príliv alebo odliv investícií. Výška swing faktora potom vychádza z vopred stanovených odhadov priemerných nákladov na obchodovanie s danou triedou aktív.
- Pokiaľ fond očakáva čistý príliv investícií, upraví sa NAV o vopred stanovený swing faktor smerom nahor.
- Pokiaľ fond očakáva čistý odliv investícií, upraví sa NAV o vopred stanovený swing faktor smerom dolu.
- Úroveň swing faktorov pre príliv i odliv je rovnaká, tzn. alokuje sa symetricky.

Podfondy oceňované ponukovou cenou:

- Smer swingu použitého pri NAV závisí od toho, či v podfonde dochádza v daný obchodný deň k čistému prílivu, alebo k čistému odlivu investícií. Výška swing faktora potom vychádza z vopred stanovených odhadov priemerných nákladov na obchodovanie s danou triedou aktív.
- Pokiaľ fond očakáva čistý príliv investícií, upraví sa NAV o vopred stanovený swing faktor smerom nahor.
- Pokiaľ fond očakáva čistý odliv investícií, upraví sa NAV o vopred stanovený swing faktor smerom dole.
- Úroveň swing faktorov pre príliv i odliv je asymetrická: zhruba 75 % predstavuje swing faktor pre príliv a zhruba 25 % predstavuje swing faktor pre odliv prostriedkov.

Príklad č. 1:

Príliv investícií do úverového fondu z jediného zdroja, s asymetricky stanovenou hodnotou swing pricing vo výške 0,40%/0,15%. Pre zjednodušenie sa predpokladá, že nedochádza k zmene v hodnote podkladového aktíva.

NAV	100	100,40	100
Time	0	1	2

Príklad č. 2:

Odliv investícií z úverového fondu do jediného zdroja, s asymetricky stanovenou hodnotou swing pricing vo výške 0,40%/0,15%. Pre zjednodušenie sa predpokladá, že nedochádza k zmene v hodnote podkladového aktíva.

NAV	100	99,85	100
Time	0	1	2

Dôsledky pre investorov:

Metódu swing pricing je možné uplatniť formou plného alebo čiastočného swingu.

Plný swing: cena sa upravuje pre každý obchodný deň, a to na netto báze bez ohľadu na objem kapitálovej aktivity. V modeli s plným swingom sa preto neuplatňujú žiadne hranice.

Čiastočný swing: proces sa spúšťa a NAV upravuje iba v prípade, keď čistá kapitálová aktivita prekročí vopred stanovenú hranicu, ktorej sa hovorí hranica swingu.

V súčasnosti v rámci našich luxemburských fondov uplatňujeme metódu čiastočného swingu, čo znamená, že pokiaľ čistá kapitálová aktivita fondu nedosiahne hranice swingu, k swingu nedochádza.

Nasledujúca tabuľka zhŕňa rôzne situácie, ktoré môžu nastať:

	Čistý príliv alebo odliv pod hranicou	Čistý príliv nad hranicou	Čistý odliv nad hranicou
Fond ocenený Mid-Price	Nedochádza ku swingu	Swing smerom nahor	Swing smerom nadol
Fond ocenený ponukovou cenou	Nedochádza ku swingu	Swing smerom nahor	Swing smerom nadol

Dôsledky swing pricingu pre investorov:

- Swingový mechanizmus vždy chráni záujmy dlhodobých akcionárov podfondu.
- Pokiaľ investor robí odkup v deň, keď čisté hotovostné toky podfondu prekročia vopred stanovenú hranicu čistých odkupov, cena, ktorú investor získa, sa upraví o swing faktor smerom dolu na pomyselnú ponukovú cenu.
- Pokiaľ investor upisuje v deň, keď čisté hotovostné toky podfondu prekročia vopred stanovenú hranicu čistých úpisov, cena, ktorú investor zaplatí, sa upraví o swing faktor smerom nahor na pomyselnú ponukovú cenu.
- Pokiaľ investor upisuje v deň, keď čisté hotovostné toky podfondu prekročia hranicu odkupov, cena sa upraví o swing faktor smerom dole na (a bude teda pre neho

výhodná).

- Pokiaľ investori robia odkup v deň, keď sa cena upravuje smerom nahor v dôsledku čistej kapacity prílivov iniciovaných ostatnými investormi, budú odkupovať za priaznivú NAV.

Ďalšie dôsledky swing pricing:

Investori by si mali uvedomiť, že úpravy cien formou swingu majú vplyv na niekoľko aspektov správy a výkonnosti fondu:

- Výkonnosť sa meria a vykazuje v cenách upravených o swing. Vzhľadom na to, že je možné, že k swingu cien mohlo dôjsť buď k počiatočnému, alebo konečnému dátumu (alebo obom dátumom) obdobia, za ktoré sa meria výkonnosť, je možné, že výnosy podfondu budú ovplyvnené obchodovaním v podfonde i výkonnosťou investícií podfondu.
- Swing pricing môže zvýšiť variabilitu výnosov podfondu a vytvárať dojem, že podfond má o niečo vyššiu volatilitu a teda i vyššiu mieru rizika, než by sa dalo očakávať na základe podkladových aktív. Vzhľadom na to, že swing pricing prináša výhody dlhodobým investorom fondu, je osvedčeným postupom merať výkonnosť na základe ceny upravenej metódou swingu.
- Poplatky súvisiace s výkonnosťou nevychádzajú z cien upravených metódou swingu. Cieľom poplatkov za výkonnosť je odmeniť manažérov podľa úspešnosti ich investičných rozhodnutí, a nemali by ich ovplyvňovať transakčné aktivity investorov podfondu. Poplatky za výkonnosť sa tiež stanoví k určitému dátumu a pokiaľ by poplatok vychádzal z ceny upravenej metódou swingu, mohla by byť jeho výška značne skreslená. Poplatky za výkonnosť sa teda počítajú z neoficiálnych cien neupravených metódou swingu (a nepublikovaných).
- Podfondy NN IP sú obvykle fondy s viacerými triedami akcií. Cena swingu sa aplikuje na úrovni podfondu na základe čistej obchodnej aktivity a s ňou súvisiacich transakčných nákladov. Vzhľadom na to, že transakčné náklady vznikajú podfonde, nie určitej triede akcií, aplikuje sa swing na úrovni podfondu, nie na úrovni tried akcií. Všetky triedy akcií sú preto upravované o swing s podobnou percentnou výškou.

Smernice upravujúce informovanie investorov o swing pricingu:

NN IP zverejňuje maximálnu percentnú výšku swing faktora, ktorý je možné použiť vo svojom prospekte. Skutočnú výšku swing faktora a hranice pre podfondy NN IP zverejňuje na svojich webových stránkach (www.nnip.com).

Tieto informácie aktualizuje zakaždým, keď dôjde k zmene, s uvedením počiatočného dátumu NAV. Investorom, ktorí chcú poznať skutočnú percentuálnu výšku použitú pri ich transakciách v určitom podfonde, oznamuje NN IP tieto informácie na písomnú žiadosť.

Stanovenie faktora a hranice:

Pri stanovení swing faktora sa zohľadňujú nasledujúce kritériá:

1. Rozdiel v ponukovej cene je kľúčovým faktorom, ktorý je súčasťou swing faktora;
2. Čistá provízia pre makléra, ktorú podfond platí;
3. Poplatky za úschovu;
4. Dane a poplatky (napríklad kolky či daň z predaja);
5. Všetky vstupné či výstupné poplatky účtované za obchody v podkladových investičných fondoch;
6. Swing faktory alebo sumy vypočítanej znížením hodnoty podfondu či rozdiely aplikované na podkladové investičné fondy alebo derivátové nástroje.

• Stanovenie hranice swingu môžu ovplyvniť nasledujúce faktory:

1. Veľkosť podfondu;
2. Typ a likvidita cenných papierov, do ktorých fond investuje;
3. Náklady a teda i zníženie hodnoty podfondu súvisiace s trhmi, na ktorých podfond investuje.
4. Investičná politika investičného manažéra a miera, do ktorej je podfond schopný udržiavať si hotovosť (alebo prostriedky hotovosti podobné), a nebyť teda vždy plne investovaný.

Časté otázky

Je možné použitie swing faktora vylúčiť?

Nie, pretože cieľom swing faktora je nahradiť podfondu náklady spojené s obchodovaním. Vylúčenie aplikácie swing faktora by mohlo viesť k zníženiu hodnoty aktív všetkých akcionárov podfondu.

Nakupuje klient za NAV so swingom, alebo bez neho?

Existuje iba jedna NAV (so swingom, alebo bez neho, v závislosti od toho, či sa swing faktor použije); NAV bez swingu sa použije pri všetkých pokynoch v daný deň, aby sa zaručilo, že so všetkými svojimi klientmi budeme zaobchádzať podobne a spravodlivo. Pokiaľ sa swing použije, potom je zverejnená iba NAV so swingom.

Použije sa swing faktor pri všetkých triedach akcií?

Áno. Pokiaľ sa swingingle pricing aplikuje, potom sa aplikuje na úrovni podfondu a má teda vplyv na všetky triedy v určitý deň, i pokiaľ bol príliv/odliv prostriedkov, ktorý k nemu viedol, zaznamenaný iba v jednej triede akcií. To sa zdôvodňuje skutočnosťou, že podfond je riadený na úrovni podfondu, nie na úrovni triedy akcií. Okrem toho musíme takisto zaistiť spravodlivé zaobchádzanie s akcionármi.

Kto má z použitia swing faktora prospech?

Výhody swing faktora pocítia výhradne ostatní klienti podfondu. Plná NAV zaplatená (získaná) klientmi sa pripíše (odpíše) na účet fondu. Z toho plynie, že zo swingingle pricing majú výhody iba ostatní akcionári.

Neodradí tento mechanizmus veľkých klientov od investícií do našich podfondov?

Áno, pokiaľ obchodujú často, môže ich to odradiť. Pokiaľ sú však stálymi akcionármi, neodradí ich to, pretože bude ľahko absorbovaný a ich výnosy nebudú významným spôsobom dotknuté. Je však pravda, že u väčších investorov je väčšia pravdepodobnosť, že budú swing faktorom postihnutí.

Je možné predpovedať aplikáciu swing faktora?

Nie je možné, pretože čistý príliv/odliv môže správca fondu vypočítať až po uzávierke a až vtedy teda zistí, či došlo k prekročeniu hranice a či sa teda na NAV má aplikovať swing faktor; jednotliví akcionári nemôžu čistý príliv/odliv zistiť.

Ide v prípade asymetrického mechanizmu swing pricingu o niečo podobné, ako je vstupný poplatok?

Aký vplyv má swing pricing na poplatky priebežne účtované podfondom?

Existuje nejaký vzťah medzi swing pricing a pevným poplatkom za služby?

Nie. V praxi je vstupný poplatok príjmom pre manažéra alebo zakladateľa podfondov. Naopak, swing single pricing je prínosom pre ostatných klientov podfondov, pretože im kompenzuje skutočné náklady zaznamenané na trhu pri nákupe cenných papierov. Pokiaľ by sa metóda swing single pricing neaplikovala, znamenalo by to, že ostatní zákazníci dotujú novovstupujúcich zákazníkov.

Swing single pricing nemá vplyv na poplatky priebežne účtované podfondom.

Neexistuje. Pevný poplatok za služby (FSF) je poplatok účtovaný na úrovni triedy akcií, ktorý pokrýva rôzne typy výdavkov opísané v prospekte. FSF je súčasťou priebežne účtovaných poplatkov. Na druhej strane swing single pricing je technika aplikovaná na NAV s cieľom postihnúť obchodujúcich klientov, kvôli ktorým vznikajú náklady na obchodovanie, a tieto náklady tak nahradiť podfondom (a teda i ostatným akcionárom).