

Opatření proti snížení hodnoty podfondu

Swing pricing

Lucemburské fondy

Glosář*

Poptávková/prodejní cena (Ask Price):

Cena, kterou je prodávající ochoten přijmout za cenný papír. Je známa také pod názvem offer price. Spolu s cenou se bude v poptávkové nabídce uvádět obvykle také objem cenných papírů, které se za danou cenu nabízejí. Jde o opak nabídky, což je cena, kterou je kupující ochoten zaplatit za cenný papír. Poptávková cena bude vždy vyšší než nabídka. Pojmy „nabídka“ (bid) a „poptávka“ (ask) se používají téměř na všech finančních trzích světa, na nichž se obchoduje s akciami, dluhopisy, měnami a deriváty.

Nabídková/nákupní cena (Bid Price):

Cena, kterou je kupující ochoten zaplatit za cenný papír, a objem nabídky, který specifikuje objem akcií, které je investor ochoten za nabídkovou cenu koupit. Opakem nabídky je poptávková cena, což je cena, kterou chce prodávající získat za své akcie.

Rozdíl mezi nákupní a prodejní cenou (Bid-Ask Spread):

Částka, o kterou poptávková cena převyšuje nabídkovou cenu. Jde v podstatě o rozdíl mezi nejvyšší cenou, kterou je kupující ochoten zaplatit za aktivum a nejnižší cenou, ze kterou je prodávající ochoten toto aktivum prodat. Výše rozdílu se bude u jednotlivých aktiv lišit, především s ohledem na rozdíl v likviditě jednotlivých aktiv. Například měny se považují obecně za nejlikvidnější aktivum a rozdíl mezi nákupní a prodejní cenou na měnovém trhu je jedním z nejmenších (setina procenta). Na druhou stranu u méně likvidních aktiv, jako jsou akcie s nižší tržní kapitalizací, se může rozdíl rovnat jednomu či dvěma procentům hodnoty aktiva.

Kapitálová aktivita (Capital Activity):

Čistá hodnota pokynu k úpisu, odkupu nebo konverzi, kterou obdrží zástupce pro převody na jeden fond v kterýkoliv obchodní den.

Snížení hodnoty podfondu (Dilution):

Snížení hodnoty podfondu, a tedy i čisté hodnoty aktiv (NAV) na akcii, k němuž dochází v důsledku kapitálové činnosti obchodované v NAV, která plně neodráží vliv investic/převodů spojených s obchody s cennými papíry, které provádí investiční manažer.

Plný swing (Full Swing):

NAV se upravuje pokaždé, kdy dojde ke kapitálové aktivitě, a to bez ohledu na velikost nebo význam pro fond. Směr pohybu swingu se určuje podle čisté kapitálové aktivity daného dne.

Mid-Price:

Mid-Price je cena mezi nejlepší cenou osoby prodávající cenný papír, tj. poptávkovou cenou, a nejlepší cenou kupujícího tohoto cenného papíru, tj. nabídkovou cenou. Lze ji definovat jednoduše jako průměr uváděné aktuální nabídkové a poptávkové ceny.

Podfond s více třídami akcií:

Podfond, který má více než jednu třídu akcií. NAV podfondu je součet čistých aktiv jednotlivých tříd akcií. U každé třídy akcií je jiná NAV na akcii v závislosti na váze dané třídy v daném podfondu. Jednotlivé třídy akcií se od sebe mohou v jednotlivých ohledech lišit, například mají různou míru nákladů, různou distribuční politiku, jiné měny či typ investorů.

NAV:

Čistá hodnota aktiv podfondu je součet čisté hodnoty aktiv různých tříd akcií podfondu.

Částečný swing (Partial Swing):

K pohybu NAV dojde pouze v případě, že je v jednotlivém obchodním dni překročena předem stanovená hranice čisté kapitálové aktivity (swing threshold). Jako u plného swingu je směr swingu určován čistou kapitálovou aktivitou daného dne. Částečný swing se také může nazývat „semi-swing pricing“. Abychom zachovali konzistentnost, budeme v tomto dokumentu používat pojem „částečný swing“.

Podfond s jedinou cenou (Single Pricing podfond):

Podfond, který počítá pouze jednu NAV na akcii, která se použije na veškerou kapitálovou aktivitu bez ohledu na to, zda jde o příliv nebo odliv prostředků.

Hranice swignu (Swing Threshold):

Míra čisté kapitálové aktivity, vyjádřená jako procento NAV nebo absolutní částka v penězích, nebo oběma způsoby, která spouští proces swingu v případě, že se používá částečný swing. Faktory, které vstupují do určování hranice swingu, jsou popsány na straně 3.

Swing faktor:

Swing faktor je částka (obvykle vyjádřená v procentech), o kterou se upravuje NAV s cílem ochránit stávající investory podfondu před snížením hodnoty podfondu způsobeným obchody s cennými papíry, které následují po kapitálové aktivitě. Swing faktor se uplatňuje v případě, kdy kapitálová aktivita překročí předem danou hranici (u částečného swingu) nebo u veškeré kapitálové aktivity (u plného swingu). Faktory, které vstupují do určování hranice swingu, jsou popsány na straně 3.

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

Swing pricing v kostce

Pokud investor upíše nebo odkoupí akcie podfondu, vzniknou mu transakční náklady. Tyto náklady se rozdělují mezi všechny akcionáře podfondu. Aktivita obchodujícího akcionáře tak snižuje hodnotu podfondu na úkor ostatních investorů daného podfondu. Fondy NN Investment Partners Luxembourg (NN IP) využívají metodu swing pricing od roku 2008. Swing pricing se u podfondů NN IP používá na ochranu zájmů našich dlouhodobých akcionářů před efektem snížení hodnoty fondu, který způsobují transakční náklady související s činnostmi ostatních akcionářů.

Jedním z klíčových principů metody swing pricing je to, že náklady na své obchodování by měl nést každý investor sám. Pro výpočet ceny správce fondu vypočte čistou hodnotu aktiv (NAV) podfondu před zohledněním kapitálové aktivity – úpisů, odkupů a konverzí – a následně upraví (provede „swing“) NAV o předem stanovenou částku, které říkáme „swing faktor“.

Úpravy o swing faktor slouží k tomu, aby ti akcionáři, kteří neprovádějí obchody, byli ochráněni od transakčních nákladů vznikajících aktivitou obchodujících akcionářů.

Při stanovení swing faktoru používáme dvě různé metody: jednu pro podfondy oceňované Mid-Price (např. akciové podfondy a prioritní úvěry) a jednu pro

podfondy oceňované nabídkovou cenou (např. podfondy s pevným výnosem).

Podfondy oceňované Mid-Price:

- Směr swingu použitého u NAV závisí na tom, zda podfond očekává v daný obchodní den čistý příliv, nebo odliv investic. Výše swing faktoru pak vychází z předem stanovených odhadů průměrných nákladů na obchodování s danou třídou aktiv.
- Pokud fond očekává čistý příliv investic, upraví se NAV o předem stanovený swing faktor směrem nahoru.
- Pokud fond očekává čistý odliv investic, upraví se NAV o předem stanovený swing faktor směrem dolů.
- Úroveň swing faktorů pro příliv i odliv je stejná, tzn. alokuje se symetricky.

Podfondy oceňované nabídkovou cenou:

- Směr swingu použitého u NAV závisí na tom, zda v podfondu dochází v daný obchodní den k čistému přílivu, nebo k čistému odlivu investic. Výše swing faktoru pak vychází z předem stanovených odhadů průměrných nákladů na obchodování s danou třídou aktiv.
- Pokud fond očekává čistý příliv investic, upraví se NAV o předem stanovený swing faktor směrem nahoru.
- Pokud fond očekává čistý odliv investic, upraví se NAV o předem stanovený swing faktor směrem dolů.
- Úroveň swing faktorů pro příliv i odliv je asymetrická: zhruba 75 % představuje swing faktor pro příliv a zhruba 25 % představuje swing faktor pro odliv prostředků.

Příklad č. 1:

Příliv investic do úvěrového fondu z jediného zdroje, s asymetricky stanovenou hodnotou swing pricing ve výši 0,40%/0,15%. Pro zjednodušení se předpokládá, že nedochází ke změně v hodnotě podkladového aktiva.

NAV	100	100.40	100
Time	0	1	2

Příklad č. 2:

Odliv investic z úvěrového fondu do jediného zdroje, s asymetricky stanovenou hodnotou swing pricing ve výši 0,40%/0,15%. Pro zjednodušení se předpokládá, že nedochází ke změně v hodnotě podkladového aktiva.

NAV	100	99.85	100
Time	0	1	2

Důsledky pro investory:

Metodu swing pricing lze uplatnit formou plného nebo částečného swingu.

Plný swing: cena se upravuje pro každý obchodní den, a to na netto bázi bez ohledu na objem kapitálové aktivity. V modelu s plným swingem se proto neuplatňují žádné hranice.

Částečný swing: proces se spouští a NAV upravuje pouze v případě, kdy čistá kapitálová aktivita překročí předem stanovenou hranici, které se říká hranice swingu.

V současné době v rámci našich lucemburských fondů uplatňujeme metodu částečného swingu, což znamená, že pokud čistá kapitálová aktivita fondu nedosáhne hranice swingu, ke swingu nedochází.

Následující tabulka shrnuje různé situace, které mohou nastat:

	Čistý příliv nebo odliv pod hranici	Čistý příliv nad hranici	Čistý odliv nad hranicí
Fond oceněný Mid-Price	Nedochází ke swingu	Swing směrem nahoru	Swing směrem dolů
Fond oceněný nabídkovou cenou	Nedochází ke swingu	Swing směrem nahoru	Swing směrem dolů

Důsledky swing pricingu pro investory:

- Swingový mechanismus vždy chrání zájmy dlouhodobých akcionářů podfondu.
- Pokud investor provádí odkup v den, kdy čisté hotovostní toky podfondu překročí předem stanovenou hranici čistých odkupů, cena, kterou investor získá, se upraví o swing faktor směrem dolů na pomyslnou nabídkovou cenu.
- Pokud investor upisuje v den, kdy čisté hotovostní toky podfondu překročí předem stanovenou hranici čistých úpisů, cena, kterou investor zaplatí, se upraví o swing faktor směrem nahoru na pomyslnou nabídkovou cenu.
 - Pokud investor upisuje v den, kdy čisté hotovostní toky podfondu překročí hranici odkupů, cena se upraví o swing faktor směrem dolů na (a bude tedy pro něj

výhodná).

- Pokud investoři provádějí odkup v den, kdy se cena upravuje směrem nahoru v důsledku čisté kapacity přílivů iniciovaných ostatními investory, budou odkupovat za příznivou NAV.

Další důsledky swing pricing:

Investoři by si měli uvědomit, že úpravy cen formou swingu mají vliv na několik aspektů správy a výkonnosti fondu:

- Výkonnost se měří a vykazuje v cenách upravených o swing. Vzhledem k tomu, že je možné, že ke swingu cen mohlo dojít buď k počátečnímu nebo konečnému datu (nebo oběma datům) období, za které se měří výkonnost, je možné, že výnosy podfondu budou ovlivněny obchodováním v podfondu i výkonností investic podfondu.
- Swing pricing může zvýšit variabilitu výnosů podfondu a vytvářet dojem, že podfond má o něco vyšší volatilitu a tedy i vyšší míru rizika, než by se dalo očekávat na základě podkladových aktiv. Vzhledem k tomu, že swing pricing přináší výhody dlouhodobým investorům fondu, je osvědčeným postupem měřit výkonnost na základě ceny upravené metodou swingu.
- Poplatky související s výkonností nevycházejí z cen upravených metodou swingu. Účelem poplatků za výkonnost je odměnit manažery podle úspěšnosti jejich investičních rozhodnutí, a neměly by je ovlivňovat transakční aktivity investorů podfondu. Poplatky za výkonnost se také stanoví k určitému datu, a pokud by poplatek vycházel z ceny upravené metodou swingu, mohla by být jeho výše značně zkreslená. Poplatky za výkonnost se tedy počítají z neoficiálních cen neupravených metodou swingu (a nepublikovaných).
- Podfond NN IP jsou obvykle fondy s více třídami akcií. Cena swingu se aplikuje na úrovni podfondu na základě čisté obchodní aktivity a s ní souvisejících transakčních nákladů. Vzhledem k tomu, že transakční náklady vznikají podfondu, nikoliv určité třídě akcií, aplikuje se swing na úrovni podfondu, nikoliv na úrovni tříd akcií. Všechny třídy akcií jsou proto upravovány o swing o podobné procentní výši.

Směrnice upravující informování investorů o swing pricingu:

NN IP zveřejňuje maximální procentní výši swing faktoru, který lze použít, ve svém prospektu. Skutečnou výši swing faktoru a hranice pro podfondy NN IP zveřejňuje na svých webových stránkách (www.nnip.com).

Tyto informace aktualizuje pokaždé, když dojde ke změně, s uvedením počátečního data NAV. Investorům, kteří chtějí znát skutečnou procentuální výši použitou u jejich transakcí v určitém podfondu, sděluje NN IP tyto informace na písemnou žádost.

Stanovení faktoru a hranice:

Při stanovení swing faktoru se zohledňují následující kritéria:

1. Rozdíl v nabídkové ceně je klíčovým faktorem, který je součástí swing faktoru;
2. Čistá provize pro makléře, kterou podfond platí;
3. Poplatky za úschovu;
4. Daně a poplatky (například kolkovné či daň z prodeje);
5. Veškeré vstupní či výstupní poplatky účtované za obchody v podkladových investičních fondech;
6. Swing faktory nebo částky vypočtené snížením hodnoty podfondu či rozdíly aplikované na podkladové investiční fondy nebo derivátové nástroje.

• Stanovení hranice swingu mohou ovlivnit také následující faktory:

1. Velikost podfondu;
2. Typ a likvidita cenných papírů, do nichž fond investuje;
3. Náklady a tedy i snížení hodnoty podfondu související s trhy, na nichž podfond investuje;
4. Investiční politika investičního manažera a míra, do které je podfond schopen udržovat si hotovost (nebo prostředky hotovosti podobné), a nebýt tedy vždy plně investován.

Časté dotazy

Lze použití swing faktoru vyloučit?

Nikoliv, neboť účelem swing faktoru je nahradit podfondu náklady spojené s obchodováním. Vyloučení aplikace swing faktoru by mohlo vést ke snížení hodnoty aktiv všech akcionářů podfondu.

Nakupuje klient za NAV se swingem, nebo bez něj?

Existuje pouze jedna NAV (se swingem, nebo bez něj v závislosti na tom, zda se swing faktor použije); NAV bez swingu se použije u všech pokynů v daný den, aby se zaručilo, že se všemi svými klienty budeme zacházet podobně a spravedlivě. Pokud se swing použije, pak je zveřejněna pouze NAV se swingem.

Použije se swing faktor u všech tříd akcií?

Ano. Pokud se swinging single pricing aplikuje, pak se aplikuje na úrovni podfondu a má tedy vliv na všechny třídy v určitý den, i pokud byl příliv / odliv prostředků, který k němu vedl, zaznamenán pouze v jedné třídě akcií. To se zdůvodňuje skutečností, že podfond je řízen na úrovni podfondu, nikoliv na úrovni třídy akcií. Krom toho musíme rovněž zajistit spravedlivé zacházení s akcionáři.

Kdo má z použití swing faktoru prospěch?

Výhody swing faktoru pocítí výhradně ostatní klienti podfondu. Plná NAV zaplacená (získaná) klienty se připíše (odepíše) na účet fondu. Z toho plyne, že ze swinging single pricing mají výhody pouze ostatní akcionáři.

Neodradí tento mechanismus velké klienty od investic do našich podfondů?

Ano, pokud obchodují často, může je to odradit. Pokud jsou však stálými akcionáři, neodradí je to, protože bude snadno absorbován a jejich výnosy nebudou významným způsobem dotčeny. Je však pravda, že u větších investorů je větší pravděpodobnost, že budou swing faktorem postiženi.

Lze předpovědět aplikaci swing faktoru?

Nelze, protože čistý příliv/odliv může správce fondu vypočítat až po uzávěrce a až tehdy tedy zjistí, zda došlo k překročení hranice a zda se tedy na NAV má aplikovat swing faktor; jednotliví akcionáři nemohou čistý příliv/odliv zjistit.

Jde v případě asymetrického mechanismu swing pricingu o něco podobného jako je vstupní poplatek?

Jaký vliv má swing pricing na poplatky průběžně účtované podfondem?

Existuje nějaký vztah mezi swing pricing a pevným poplatkem za služby?

Nikoliv. V praxi je vstupní poplatek příjmem pro manažera nebo zakladatele podfondu. Naopak swinging single pricing je přínosem pro ostatní klienty podfondu, protože jim kompenzuje skutečné náklady zaznamenané na trhu při nákupu cenných papírů. Pokud by se metoda swinging single pricing neaplikovala, znamenalo by to, že ostatní zákazníci dotují nově vstupující zákazníky.

Swinging single pricing nemá vliv na poplatky průběžně účtované podfondem.

Neexistuje. Pevný poplatek za služby (FSF) je poplatek účtovaný na úrovni třídy akcií, který pokrývá různé typy výdajů popsané v prospektu. FSF je součástí průběžně účtovaných poplatků. Na druhou stranu swinging single pricing je technika aplikovaná na NAV s cílem postihnout obchodující klienty, kvůli nimž vznikají náklady na obchodování, a tyto náklady tak nahradit podfondu (a tedy i ostatním akcionářům).