

Finansinspektionen

2020-05-20

Framställning om tillämpning av swing pricing

Fondbolagens förening hemställer att Finansinspektionen klargör att svenska fondbolag har möjlighet att tillämpa en metod för prissättning av fondandelar som tar hänsyn till de transaktionskostnader som orsakas av nettoutflöden eller nettoinflöden i fonden (s.k. *swing pricing*).

Starka skäl talar för att Finansinspektionen bör godkänna fondbestämmelser där grunderna för beräkningen av försäljnings- och inlösenpris för fondandelarna bestäms på ett sådant sätt i enlighet med 4 kap. 8 § andra stycket 6 lagen (2004:46) om värdepappersfonder, LVF. Vägande likviditets- och stabilitetsskäl talar för att fondbolagen bör ha möjlighet att med beaktande av fondens karaktär fastställa en sådan ordning när det är i andelsägarnas bästa intresse.

Bakgrund

Hantering av likviditetsrisker i fonder har under flera års tid varit i fokus för internationella tillsynsorgan. I februari 2018 publicerade IOSCO rekommendationer, vilka respektive tillsynsmyndighet förväntas implementera inom två till tre års tid.¹ IOSCO rekommenderar att fondbolag överväger användning av verktyg för likviditetsriskhantering. Ett av de verktyg som omnämns är swing pricing. En uppföljning av implementeringen av rekommendationerna är aviserad under 2020.²

Vidare rekommenderar European Systemic Risk Board att sådana verktyg bör vara tillgängliga i alla EU-medlemsstater. Swing pricing beskrivs som ett ex-anteverktyg som kan användas för att minska incitament att vara först med att sälja fondandelar (*first mover advantage*) och systemrisk. Syftet är också att behandla andelsägarna rättvist och se till att kvarvarande andelsägare inte missgynnas av andra andelsägares inlösen.³

¹ Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes (CIS), final report, FRO1/2018.

² Statement on IOSCO liquidity risk management recommendations for investment funds, 18 July 2019.

³ ESRB/2017/6.

Även Esma har påtalat vikten av att verktyg för likviditetsriskhantering används.⁴

Metoden tillämpas i flertalet europeiska länder såsom Norge, Danmark, Finland, Storbritannien, Luxemburg och Frankrike. Utländska fonder som tillämpar swing pricing får marknadsföras fritt i Sverige.

Vad är swing pricing?

Swing pricing är en metod för prissättning av andelarna i en fond. Metoden går ut på att allokera transaktionskostnader till följd av inlösen eller köp av fondandelar till den investerare som orsakat kostnaderna. Därmed skyddas befintliga fondandelsägare från att bestrida kostnader som är hänförliga till andra investerares transaktioner. De transaktionskostnader som avses är de som uppkommer när tillgångar måste säljas eller köpas för att möta begäran om inlösen eller utfärdande av fondandelar, dvs. vid nettoutflöden eller nettoinflöden. Med transaktionskostnader avses handelskostnader, marknadspåverkan och transaktionsskatter. Dessa kostnader belastar annars fonden vid ett senare tillfälle när transaktionerna genomförts och bärs av de kvarvarande andelsägarna i fonden. Transaktionskostnaderna är under normala förhållanden låga, men kan öka vid stora flöden eller vid bristande likviditet under extrema marknadsförhållanden.

Prissättningsmetoden används endera varje dag som det skett nettoflöden i fonden eller endast de dagar när nettoflödena passerar en på förhand bestämd tröskel. Många fondbolag anger också en maximal nivå som priset får justeras med (ofta två procent). Information om att metoden används lämnas i fondbestämmelserna och i informationsbroschyren för en fond.

EU-rätten och andra länders reglering med avseende på swing pricing

UCITS-direktivet

Av UCITS-direktivet framgår att regler för värdering av fondens tillgångar och för beräkning av pris på utfärdade och inlösta fondandelar ska fastställas i nationell lag eller framgå av fondbestämmelserna.⁵ Man skiljer således mellan värderingen av tillgångarna och prissättningen på andelarna. Swing pricing påverkar prissättningen av andelarna. En tillämpning av en sådan prissättningsmetod anses förenlig med UCITS-direktivet och i flera länder har metoden under lång tid tillämpats utan specifikt lagstöd.

Även i EU-regleringen om Priip-faktabladet tas prissättningsmetoder som skyddar mot utspädningseffekter till följd av transaktioner upp. Eftersom dessa minskar de transaktionskostnader som belastar fonden ska avräkning ske vid beräkningen av de transaktionskostnader som redovisas i faktabladet.⁶

⁴ Public Statement, 14 May 2020, ESMA50-158-2232.

⁵ Artikel 85 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG.

⁶ Punkten 1.11.a, bilaga VI i kommissionens delegerade förordning (EU) 2017/653.

Norge

I Norge finns inga lagregler avseende swing pricing. I fondlagstiftningen anges endast att marknadsvärdet av fondens tillgångar ska läggas till grund för beräkningen av andelskursen vid inlösen.⁷ Swing pricing har dock tillämpats och godkänts av Finanstilsynet under lång tid (enligt uppgift sedan 1993). I Verdipapirfondenes forenings branschstandard anges att fondbolaget ska ha rutiner för att förhindra att existerande andelsägare lider skada till följd av teckning och inlösen som företas av andra andelsägare i fonden.⁸ Standarden kompletteras av en vägledning där det ges exempel på sådana rutiner.⁹ En av dessa är ”svingprising”. I vägledningen framhålls att det är av vikt att metoden är på förhand bestämd och baseras på förutsedda transaktionskostnader samt att fondbolaget informerar om att metoden används.

Danmark

I Danmark har Finanstilsynet utfärdat regler avseende ”modifieret enkeltprismetode”.¹⁰ Emissions- och inlösenpris ska bestämmas med utgångspunkt i värderingen enligt principerna i årsberättelsen. Om nettoflödena överstiger ett av styrelsen fastställt antal andelar får priset fastställas till detta värde med beaktande av handelsomkostnader. Prissättningsmetoden ska anges i fondbestämmelserna och informationsbroschyren.

Finland

I Finland infördes regler om ”flexibel prissättning” i fondlagstiftningen i samband med implementeringen av UCITS IV-direktivet. I 10 kap. 4 § lagen om placeringsfonder anges följande.

Fondandelsvärdet är placeringsfondens värde dividerat med antalet utelöpande fondandelar. Placeringsfondens värde beräknas så att de skulder som hänför sig till fonden dras av från fondens tillgångar.

I syfte att främja långsiktighet i fondandelsägarnas investeringsverksamhet kan placeringsfonden tillämpa en i fondens stadgar närmare angiven prissättningsmetod med hjälp av vilken fondens transaktionskostnader och kursdifferenser kan ersättas och fondandelsägarnas likställighet främjas. Metoden ska vara överskådlig och också i övrigt vara förenlig med fondandelsägarnas intresse.

I förarbetena framhålls att andelsägarnas långsiktiga investeringsverksamhet skulle främjas av att fondbolag tar i bruk en transparent prissättningsmetod med vilken de transaktionskostnader och kursdifferenser som en fond orsakas kan ersättas.¹¹

⁷ § 4 – 12 lov om verdipapirfond.

⁸ Verdipapirfondenes forenings bransjestandard for rutiner ved tegning og innløsning.

⁹ Verdipapirfondenes forenings veiledning til bransjestandard for rutiner ved tegning og innløsning.

¹⁰ §§ 6-7 bekendtgørelse om beregning af emissions- og indløsningspriser ved tegning og indløsning af andele i danske UCITS.

¹¹ RP 113/2011 rd, s. 34.

Den finländska branschföreningen har gett ut en vägledning med närmare rekommendationer för metodens praktiska tillämpning.

Storbritannien

I Storbritannien framgår av tillsynsmyndighetens handbok att swing pricing får tillämpas.¹² Priset på en fondandel beräknas med hänsyn till värderingen av tillgångarna i fonden och i enlighet med det som anges i fondbestämmelser och informationsbroschyr.¹³ Vid prissättningen får ”utspädningsjustering” (*dilution adjustment*) användas. Metoden får användas i syfte att reducera utspädnings effekter i fonden till följd av inlösen och utfärdande av andelar.¹⁴ I en rapport från myndigheten behandlas metoden ingående.¹⁵

Luxemburg

I Luxemburg finns inte något formellt regelverk för metoden. Tillsynsmyndigheten, CSSF, har under 2019 publicerat ”*Frequently asked questions on the swing pricing mechanism*”.¹⁶ Detta dokument tar upp frågor som hur fondbolaget ska informera om metoden i prospekt och årsberättelse, och det förutsätts att fondbolaget utformar rutiner och detaljerade policier för användandet. Tillstånd för användande av metoden ges av CSSF i samband med godkännande av prospektet. Branschföreningen i Luxemburg, ALFI, gav 2006 ut riktlinjer för swing pricing (senast reviderade 2015).

Förutsättningar för tillämpning av swing pricing i Sverige

Av UCITS-direktivet framgår, som nämnts, att regler för värdering av tillgångar och för beräkning av emissionspris samt inlösenpris på fondandelar ska fastställas i lag eller i fondbestämmelserna. Av förarbetena till den svenska lagstiftningen på området framgår inte annat än att lagstiftaren avsett att implementera dessa regler utan nationella påslag.¹⁷ Den svenska regleringen är inte mer långtgående än den som gäller i andra länder inom EES.

Enligt svensk rätt ska fondens värde beräknas enligt de grunder som anges i fondbestämmelserna. Värdet av en fondandel är fondens värde delat med antalet fondandelar (4 kap. 10 § tredje och fjärde styckena LVF). Såvitt gäller värderingen av tillgångarna i fonden anges att den ska ske med ledning av gällande marknadsvärde (4 kap. 10 § tredje stycket LVF). Vidare anges att fondbestämmelserna ska innehålla grunderna för beräkning av fondens och fondandelarnas värde samt grunderna för beräkning av försäljnings- och inlösenpris för fondandelarna (4 kap. 8 § andra stycket 5 och 6 LVF).

Det står således klart att tillgångarna i fonden ska värderas med ledning av marknadsvärdet. När det däremot gäller enligt vilka principer fondandelarna prissätts vid försäljning och inlösen har detta lämnats till fondbolagen att fastställa i fondbestämmelserna. Det finns således legalt utrymme för ett fondbolag att vid

¹² FCA Handbook on Collective Investment Schemes, COLL 6.3.8.1.b.

¹³ A.a. COLL 6.3.5.1.

¹⁴ A.a. COLL 6.3.8.4.

¹⁵ FCA, Occasional Paper 48, May 2019.

¹⁶ https://www.cssf.lu/fileadmin/files/Metier OPC/FAQ/FAQ_Swing_Pricing_Mechanism.pdf

¹⁷ Prop. 1989/90:153.

beräkningen av fondandelskursen beakta även transaktionskostnader som är hänförliga till nettoköp eller nettoinlösen av andelar, så länge detta framgår av fondbestämmelserna. Fondbestämmelserna ska godkännas av Finansinspektionen om de är skäligen för fondandelsägarna (4 kap. 9 § LVF).

Frågan om lagstiftning vad gäller ”justerat fondandelsvärde” togs upp i utredningen Fondverksamhet över gränserna (SOU 2010:78). Bakgrunden var problem på marknaden med stora flöden, framförallt inom premiepensionssystemet, och ett önskemål från branschen att kunna skydda andelsägarna. Det rådde stor osäkerhet kring möjligheten att tillämpa swing pricing till följd av ett sanktionsärende.¹⁸ I det ärendet synes Finansinspektionen dock främst fokuserat på brister i informationen om beräkningsmodellen. I betänkandet uttalas att modellen i Sverige inte ansetts förenlig med fondlagstiftningen. Detta mot bakgrund av att den innebar avsteg från dels principen att den egendom som ingår i en fond ska värderas med ledning av gällande marknadsvärde, dels likabehandlingsprincipen.¹⁹ Utredningen föreslog att fondbolag skulle ges möjlighet att tillämpa metoder för justering av fondandelsvärde i syfte att motverka att andelsägare drabbas av transaktionskostnader vid in- och utflöden.

Finansinspektionen framförde i sitt remissvar betydande tveksamheter till såväl behovet av en sådan metod som utredningens analys. I propositionen lämnades heller inget lagförslag. Det konstaterades att frågan var komplicerad och behövde analyseras mer samt att problemen med stora flöden i premiepensionssystemet sannolikt kunde hanteras genom de åtgärder som Pensionsmyndigheten föreslagit.²⁰

Föreningen kan konstatera att situationen idag är en helt annan än när frågan behandlades för tio år sedan. Kunskapsläget är förbättrat och andra skäl gör sig gällande för en tillämpning av metoden. Föreningen menar att metoden inte står i strid med principen om marknadsvärdering av fondens tillgångar. Tillgångarna ska alltså värderas med ledning av gällande marknadsvärde. Det är vid prissättningen av fondandelarna som de relevanta transaktionskostnaderna beaktas. Detta ger lagstiftningen utrymme för. Invändningen vad gäller likabehandlingsprincipen framstår inte som relevant eftersom metoden används just i syfte att behandla andelsägarna rättvist. Att metoden är förenlig med EU:s fondregelverk är också den tolkning som görs i andra medlemsstater. Sammantaget är det svårt att se att en tillämpning av swing pricing skulle kräva lagstiftningsåtgärder utifrån hur nu gällande lagstiftning är utformad.

För att ett fondbolag ska kunna använda swing pricing bör vissa generella förutsättningar vara uppfyllda. Inte minst är det viktigt med god transparens gentemot investerarna. Grunderna för prisberäkningen måste enligt 4 kap. 8 § andra stycket 6 LVF och 23 kap. 13 § andra stycket Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2013:9) om värdepappersfonder anges i fondbestämmelserna. Därtill bör en närmare beskrivning lämnas i informationsbroschyren. Den bör förklara hur prissättningsmodellen fungerar och beskriva effekter som den kan medföra (jfr kraven avseende beskrivning av prestationsbaserad avgift i 29 kap. 17 § första stycket 5 FFFS 2013:9). Finansinspektionen har möjlighet att meddela ytterligare föreskrifter om innehållet i

¹⁸ FI Dnr 11-5466.

¹⁹ Betänkandet, s. 364.

²⁰ Prop. 2010/11:135 s. 270.

fondbestämmelser och informationsbroschyr, om så skulle bedömas nödvändigt. Föreningen har för avsikt att ta fram en självreglering för att förtydliga god sed i frågan.

FONDBOLAGENS FÖRENING

Fredrik Nordström
vd

Helene Wall
chefsjurist