

Finanstilsynet
Århusgade 110
2100 København Ø

København, den 8. april 2011

Høringssvar vedrørende udkast til bekendtgørelse om beregning af emissions- og indløsningspriser ved tegning af andele i investeringsforeninger m.v.

InvesteringssForeningsRådet har modtaget denne bekendtgørelse i høring fra Finanstilsynet. I det følgende har vi først anført vores overordnede bemærkninger efterfulgt af bemærkningerne til de enkelte bestemmelser i bekendtgørelsen.

Overordnede bemærkninger

UCITS IV-direktivet vil give mere konkurrence på tværs af landegrænserne, og derfor har det stor betydning, at danske investeringsforeninger kan tilbyde europæiske investorer de metoder for prisberegning, som er indarbejdede i de forskellige lande.

De europæiske investeringsforeninger tilbyder to væsensforskellige metoder til investorerne:

- I dobbeltprismetoden er første skridt, at investeringsforeningen beregner de to priser, som investorerne efterfølgende kan købe eller sælge investeringsbeviser til.
- I enkeltprismetoden er første skridt, at investeringsforeningen samler ordrer op over en periode for eksempel dagligt. Efterfølgende beregner foreningen den pris, som er udgangspunktet for afregning overfor både købende og sælgende investorer.

Rækkefølgen på ordremodtagelse og prisberegning er hovedforskellen på de to metoder. Blandt øvrige ligheder og forskelle kan nævnes:

- At emissions- og indløsningspriser bliver fastsat ud fra investeringsbevisernes indre værdi, uanset hvilken metode en afdeling anvender.
- At tegningsprovision til formidlere af en emission er et integreret element i begge metoder.
- At der i enkeltprismetoden normalt fastsættes en emissionspris, som udgør indre værdi plus maksimal tegningsprovision. Se den internationale benchmarking i bilag 1.
- At den oprindelige enkeltprismetode går ud på, at alle investorer i fællesskab skal betale handelsomkostningerne, når foreningen skal købe værdipapirer for nye investorers opsparring. Eller når foreningen skal indløse eksisterende investorer med midler fra formuen. I dobbeltprismetoden skal nye og udtrædende investorer derimod betale deres egne handelsomkostninger.
- At den oprindelige enkeltprismetode er blevet videreudviklet til en modificeret enkeltprismetode, som går ud på, at emissioner og indløsninger over en given grænse skal belastes med de handelsomkostninger, som de udløser. Hensigten er at beskytte foreningens investorer mod udvanding af deres afkast.



Bemærkningerne i det følgende tilsigter at skabe en fuldt sammenlignelig situation for danske investeringsforeninger.

Specifikke bemærkninger

Den modificerede enkeltprismetode

InvesteringsForeningsRådet hilser velkommen, at bekendtgørelsen indfører den modificeret enkeltprismetode, som beskytter langsigtede investorer mod udvanding af deres afkast som følge af handelsomkostninger ved væsentlig emissions- og indløsningsaktivitet.

§ 5 stk. 2 bestemmer, at bestyrelsen skal fastsætte en grænseværdi i form af et antal andele, der udløser en justering af den indre værdi. Det er væsentligt, at formuleringen ikke forhindrer, at grænseværdien kan fastsættes som en procentdel af antal udstedte andele eller på anden entydig vis.

Offentliggørelse

InvesteringsForeningsRådet kan tilslutte sig, at størrelsen af det gebyr, som den indre værdi skal justeres med i den modificerede enkeltprismetode, skal offentliggøres.

Samtidig lægges der op til, at foreningen skal offentliggøre størrelsen af det antal andele – en grænseværdi - som udløser en justering af den indre værdi. InvesteringsForeningsRådet går ind for fuld gennemsigtighed på informationsområdet, da det normalt er en stor fordel for alle investorer. Men en offentliggørelse af grænseværdien vil give nogle investorer mulighed for at opnå en uberettiget gevinst på bekostning af andre investorer.

Internationalt har investeringsforeninger været udsat for spekulation fra investorer, som ønsker at placere midler på et marked i kortere tid til skade for foreningens langsigtede investorer. Såfremt kortsigtede investorer via en offentlig grænseværdi kan sandsynliggøre, at de både kan træde ind og ud af afdelingen med beløb under grænseværdien uden at betale handelsomkostninger, er investering i afdelingen en oplagt mulighed for denne type investorer.

Et eksempel vil illustrere problemet ved et lovkrav om offentliggørelse af grænseværdi:

- En stor investor ejer 24 % af andelene i en investeringsforening og ønsker at sælge
- Grænseværdien, som bestemmer, hvornår en stor emission eller indløsning skal belastes med handelsomkostninger, er 10 % af andelene. Det oplyses i prospektet
- Den store investor sælger 8 % af sine andele 3 dage i træk og slipper derfor for at betale handelsomkostninger, selv om der samlet set er tale om et stort salg
- Handelsomkostningerne betales af de tilbageværende investorer i fællesskab
- Hvis handelsomkostningerne udgør 1 % bliver afkastet reduceret med 0,24 % til skade for de langsigtede investorer

Eksemplet viser, at offentliggørelse af grænseværdien vil give store investorer mulighed for at opnå en uberettiget gevinst på bekostning af de øvrige langsigtede investorer, som bliver belastet med handelsomkostningerne. I eksemplet er brugt en grænseværdi på 10 % af andelene. Selvom denne værdi sættes lavere, er den samme problemstilling gældende, da investor blot kan vælge at sælge sine andele over et større antal dage.



Hvis grænseværdien er offentlig, kan foreningen blive tvunget til at sætte grænseværdien til nul for at undgå spekulation mod foreningen og udvanding af de langsigtede investorers afkast. Det giver en række ulemper:

- Afdelingens indre værdi, som bruges til at måle afdelingens afkast og risiko, svinger kunstigt fra dag til dag afhængig af, om der er emission eller indløsning. Hvis én investor køber ét bevis påvirker det den indre værdi for alle afdelingens investorer
- Afdelingens indre værdi, som alle investorer afregnes til, risikerer at svinge til den forkerte side ved fejl i ordrebehandlingen
- En grænseværdi på nul kendes og accepteres generelt ikke af udenlandske investorer

Handelsstørrelser under grænseværdien er udelukkende tiltænkt langsigtede investorer, som har mulighed for at købe og sælge beviser uden handelssomkostninger i en størrelsesorden, som foreningen normalt kan håndtere via den løbende drift. Grænseværdien vil være forskellig fra afdeling til afdeling, og den vil i praksis afhænge af objektive kriterier:

- Afdelingens størrelse
- Typen og likviditeten af de aktiver, som foreningen investerer i
- Handelsomkostningerne i de markeder, som foreningen investerer i
- Investeringspolitikken og den andel af kontanter, som investeringspolitikken tillader

Det er international praksis, at grænseværdien ikke er offentlig, da den modificerede enkeltpris-metode ellers ikke vil fungere.

Af ovennævnte grunde anbefaler InvesteringsForeningsRådet, at grænseværdien fastsættes af bestyrelsen efter generelle termer som skal oplyses i prospektet. Foreningens compliancefunktion vil skulle overvåge overholdelsen af den fastsatte grænseværdi.

Ved ikke at have et lovkrav om offentliggørelse af grænseværdien fratages store investorer muligheden for at spekulere mod foreningen ved ind- eller udtræden. Herved sikres at ingen investorer kan få væsentlige fordele på andres bekostning i forbindelse med emission og indløsning. Det er et væsentligt element i investorbeskyttelsen.

InvesteringsForeningsRådet foreslår derfor, at § 6 eksempelvis får følgende ordlyd:

” § 6. Hvis en forening benytter modificeret enkeltpris-metode, jf. § 5, skal foreningen offentliggøre størrelsen på det gebyr, som den indre værdi justeres med. Offentliggørelsen skal ske i foreningens eller afdelingens prospekt og i salgsmaterialet for foreningen, afdelingen eller andelsklassen.”

Provision til formidlere af en emission i de to enkeltpris-metoder

Både i Danmark og i udlandet er det praksis, at der betales provision til formidlere af en emission, uanset om der er tale om enkeltpris-metoden eller dobbeltpris-metoden. Der er ikke forskelle på provisionens størrelse i de to metoder.

I henhold til udkast til bekendtgørelse skal foreningen i de to enkeltpris-metoder fastsætte emissionsprisen og indløsningsprisen til den indre værdi. Konsekvensen vil være, at provisionen til formidleren bliver et tillæg til emissionsprisen, hvilket betyder, at den ligger uden for foreningens juridiske ramme og kontrol.



Den internationale benchmarking i bilag 1 viser, at det i enkeltprismetoden er international praksis at fastsætte en emissionspris, som udgør indre værdi plus maksimal tegningsprovision (herefter benævnt ”emissionsgebyr”). Det er en fordel for investorerne, fordi emissionsprisen derved bliver den maksimale pris de kan komme til at betale.

Vi ser et stort behov for, at Danmark følger den internationale måde at definere emissionsprisen i stedet for at definere den på sin egen måde. Det vil lette investorernes forståelse af begrebet.

Med inspiration fra engelsk og tysk lovgivning, jf. bilag 1, kan dette eksempelvis ske ved at ændre den anden sætning i bekendtgørelsens § 4 og § 5 stk. 1 til følgende ordlyd:

”Til afregning af anmodninger om emission og indløsning af andele, som en forening har modtaget, skal foreningen fastsætte emissions- og indløsningsprisen til indre værdi på det førstkommende opgørelsestidspunkt, med tillæg af eventuelle emissionsgebyrer eller fradrag af eventuelle indløsningsgebyrer. Indre værdi skal opgøres efter samme principper, som anvendes i årsrapporten.”

Vi vurderer, at den foreslåede ordlyd vil give danske investeringsforeninger mulighed for at benytte gængs international afregningspraksis jf. eksempelvis omtalen af den tyske praksis i bilag 1.

Andelsklasser

I henhold til § 1, stk. 1, skal en forenings vedtægter for en andelsklasse indeholde bestemmelser om, hvilken prisberegningstype der benyttes for klassen. Imidlertid er det efter lov om investeringsforeninger m.v. bestyrelsen, der kan beslutte at etablere andelsklasser i en afdeling i henhold til bemyndigelse i vedtægterne samt fastsætte dennes karakteristika. Foreningen skal oplyse nærmere om klassens karakteristika, herunder prisberegningstype, på sin hjemmeside.

Kravet om, at prisberegningstypen for en klasse skal fremgå af vedtægterne, bør derfor udgå af bekendtgørelsen.

Terminologi

Vi foreslår, at ”notering eller” slettes i § 1 stk. 3 med henblik på at få samme terminologi som den nye Lov om investeringsforeninger.

Hvis der er spørgsmål eller kommentarer til det anførte, står InvesteringsForeningsRådet naturligvis til rådighed, ligesom vi gerne deltager i et møde, hvor vi kan uddybe vores synspunkter.

Med venlig hilsen

InvesteringsForeningsRådet

Jens Jørgen Holm Møller

Henrik F. Hansen



Bilag 1: Benchmarking af prismetoder i forskellige lande

Spørgsmål	Er enkeltpris-metoden lov-reguleret? ^[1]	Findes der branche-standarder vedrørende enkeltpris-metoden? ^[2]	Er det praksis at tillægge et gebyr for markedsføring og distribution til indre værdi? ^[3]	Er provision for markedsføring og distribution indregnet i emissionsprisen ^[4]
Land	(1)	(2)	(3)	(4)
Sverige	Nej	Nej	Ja, det er muligt	Ja, det er muligt
Norge	Ja	Nej	Ja	Nej. Indre værdi og provision beregnes hver for sig
Tyskland	Nej	Nej	Ja	Ja, i henhold til tysk lov er emissionsprisen defineret på denne måde
Luxembourg	Ja	Ja	Ja	Ja. I fraværet af lovregulering er det markedspraksis at definere emissionsprisen som indre værdi plus maksimal tegningsprovision i tegningsprospektet
England	Ja	Ja	Ja	Ja, i henhold til engelsk lov er emissionsprisen defineret på denne måde. Der er forbud mod at sælge en andel for mere end emissionsprisen.
Irland	Ja	Nej	Ja	Ja. I fraværet af lovregulering er det markedspraksis at definere emissionsprisen som indre værdi plus maksimal tegningsprovision i tegningsprospektet

^[1] Is Single pricing regulated by law in your country

^[2] If not, have your industry issued any guidelines concerning single pricing?

^[3] Is it common practice in your country to add to the NAV an upfront fee to pay for marketing and distribution when a subscription takes place according to the method of Single pricing?

^[4] Does the subscription price in calculate an upfront fee to pay for marketing and distribution?



InvesteringsForeningsRådet har modtaget en stringent beskrivelse fra den tyske brancheorganisation. Den beskriver samtidig gældende markedspraksis i forbindelse med afregning - se nedenfor:

Tyskland

“General Considerations

In Germany, the relevant provision on issuance and redemption prices reads as follows:

"§ 23 (2) German Investment Act

The price for the issue of units (issue price) must equal the value of the unit in the fund plus any preliminary charge to be specified in the fund rules pursuant to sentence 2 of § 41 (1). The issue price must be paid to the depositary bank, which shall then promptly book such payment, less any preliminary charge, to a blocked account to be set up for the fund. The price for the redemption of units (redemption price) must equal the value of the unit in the fund, less any contingent deferred sales charge, which is specified in the fund rules pursuant to sentence 2 of § 41 (1). The redemption price, less the contingent deferred sales charge, shall be paid to the investor out of the blocked account. The preliminary charge and the contingent deferred sales charge pursuant to sentences 1 and 3 may be paid out to the company."

In other words: There is only one "real" NAV, however issuance and/or redemption price may differ from the NAV price. In practice, fund price listings come up with to figures: a sales price (NAV price plus front end load, if any) and a redemption price (NAV price less back end load, if any). Front end loads are common practice in retail funds (except for MMF or No load-funds); back end loads are quite uncommon.

Front end loads, in general, go to the distributor or, in case of direct sales by the management company without any intermediary, increase the revenue of the management company. As a result, fund providers and intermediaries are basically free to reduce or waive upfront fees in general or on a case by case basis.

Questions

Is single pricing regulated by law in your country?

Answer: In Germany there is no governing legislation regarding single pricing of UCITS.

If not, have your industry issued any guidelines concerning single pricing?

Answer: Currently, guidelines concerning single pricing do not exist in Germany.

Is it common practice in your country to add to the NAV an upfront fee to pay for marketing and distribution when a subscription takes place according to the method of single pricing?

Answer: It is common practice in Germany to add to the NAV an upfront fee for marketing and distribution. The total constitutes the sales price of the fund.

Does the subscription price in calculate an upfront fee to pay for marketing and distribution?

Answer: Yes, see above.”



England

Fra FSA Handbook

Price of a unit

COLL 6.3.5 **R** 06/10/2006

(1) An *authorised fund manager* must ensure that the ¹*price* of a *unit* of any *class* is calculated:¹

(a) ¹by reference to the net value of the *scheme property*; and

(b) ¹in accordance with the provisions of both the *instrument constituting the scheme* and the *prospectus*.

(2) Any *unit price* calculated in accordance with (1) must be expressed in a form that is accurate to at least four significant figures.

(3) ¹For each *class* of *units* in a *single-priced authorised fund*, a single *price* must be calculated at which *units* are to be *issued* and *cancelled*.

(4) ¹For each *class* of *units* in a *dual-priced authorised fund*, an *issue price* and a *cancellation price* must be calculated by reference to the respective parts of the valuation carried out under COLL 6.3.3R (2).

Sale and redemption prices for single-priced authorised funds¹

COLL 6.3.5A **R** 06/10/2006

¹The *authorised fund manager* of a *single-priced authorised fund* must not:

(1) *sell* a *unit* for more than the *price* of a *unit* of the relevant *class* at the relevant *valuation point*, to which may be added **any preliminary charge** permitted and any payments required under COLL 6.3.7 R and COLL 6.3.8 R; or

(2) *redeem* a *unit* for less than the *price* of a *unit* of the relevant *class* at the relevant *valuation point*, less any *redemption charge* permitted and any deductions under COLL 6.3.7 R and COLL 6.3.8 R.

Sale and redemption price parameters for dual-priced authorised funds¹

COLL 6.3.5B **R** 06/10/2006

(1) ¹The *authorised fund manager* of a *dual-priced authorised fund* must not:

(a) *sell* a *unit* for more than the maximum *sale price* of a *unit* of the relevant *class* at the relevant *valuation point*, to which may be added any payment required under COLL 6.3.7 R; or

(b) *redeem* a *unit* for less than the *cancellation price* of a *unit* of the relevant *class* at the relevant *valuation point*, less any *redemption charge* permitted and any deduction under COLL 6.3.7 R.



(2) The maximum *sale price* of *units* under (1)(a) is the total of:

- (a) the *issue price*; and
- (b) the current *preliminary charge*.

(3) The *sale price* of *units* under (1)(a) must not be less than the relevant *redemption price* under (1)(b).

(4) The *redemption price* under (1)(b) must not exceed the relevant *issue price* of the relevant *units*.

(5) Subject to [COLL 6.7.9 R](#) (Charges for the exchange of units in an umbrella), in the case of an *umbrella*:

- (a) the maximum *price* at which *units* in one *sub-fund* that is a *dual-priced authorised fund* may be acquired in exchange for *units* in another *sub-fund* must not exceed the relevant maximum *sale price* (less any *preliminary charge*) of the new *units*; and
- (b) the minimum *price* at which the old *units* in a *sub-fund* that is a *dual-priced authorised fund* may be taken in exchange must not be less than the equivalent *cancellation price*.

COLL 6.3.5C  06/10/2006

[†]The *prospectus* may make provision for *large deals* to be carried out at a higher *sale price* or a lower *redemption price* than those published, provided they do not exceed the relevant maximum and minimum parameters.