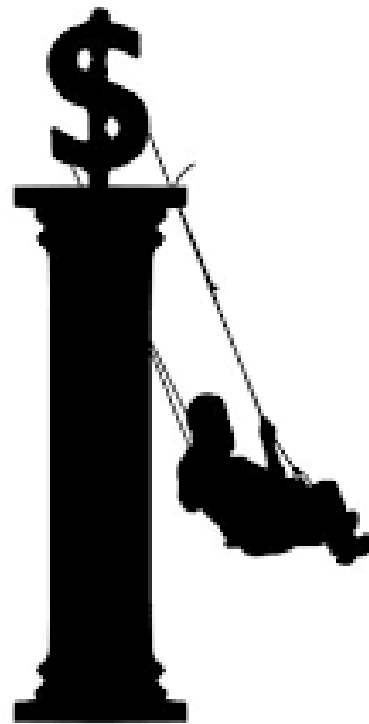


2021

Een swing naar Swing Pricing

Een onderzoek naar een alternatieve pricing methode voor Nederlandse beleggingsfondsen



Zakaria Zirar

15-06-2021



Titelpagina

Algemeen

Titel: Een swing naar Swing Pricing
Ondertitel: Een onderzoek naar een alternatieve pricing methode voor Nederlandse beleggingsfondsen
Datum van uitgave: 15-06-2021

Gegevens student

Naam: Zakaria Zirar
Studentnummer:
E-mail:
Onderwijsinstelling: De Haagse Hogeschool
Opleiding: Finance & Control
Klas: FC-4C
Docentbegeleider: P.F.H. Buijs

Gegevens bedrijf

Bedrijf: Solutional Netherlands B.V.
Straat: Arentsburghlaan 3
Plaats: Voorburg
Postcode: 2275 TT
Bedrijfsbegeleider: Gino Martens
E-mail:
Telefoonnummer:

Vrijgave door bedrijfsbegeleider	
Naam	: Gino Martens
Handtekening	:
Datum	: 15 juni 2021



Voorwoord

Voor u ligt de scriptie 'Een swing naar Swing Pricing'. Het onderzoek voor deze scriptie naar een alternatieve pricing methode voor Nederlandse beleggingsfondsen is uitgevoerd bij Solutional. Het onderzoek en het schrijven van de scriptie heeft van 8 februari tot en met 31 mei 2021 geduurd. De scriptie is geschreven in het kader van mijn afstuderen aan de opleiding Finance & Control aan de Haagse Hogeschool.

Bij deze wil ik mijn begeleiders vanuit de opleiding en Solutional bedanken voor hun ondersteuning gedurende het afstudeertraject. Daarnaast wil ook mijn collega's bij Solutional bedanken. Zij stonden altijd open voor het beantwoorden van vragen. Ten slotte wil ik ook alle geïnterviewde personen bedanken voor hun verschaft inzichten en het verklaren van onduidelijkheden die daarna nog optraden.

Ik wens u veel leesplezier toe.

Zakaria Zirar,

Voorburg, 15 juni 2021



Samenvatting

Een beleggingsfonds moet beleggingen aan- of verkopen als een belegger besluit om in te stappen of uit te stappen. De aan- en verkopen van beleggingen gaan gepaard met kosten. Deze worden, ter bescherming van de zittende beleggers van een fonds, volledig doorgerekend aan de in- of uitstappers, vaak in de vorm van een op- en/of afslagvergoeding. Regular Pricing is een veelgebruikte methode die de op- of afslag bepaalt bij toe- en/of uittreding in een beleggingsfonds. Een andere methode die nu in Nederland (deels) haar intrede doet is Swing Pricing.

Het doel van dit onderzoek is om in kaart te brengen hoe Swing Pricing en Regular Pricing precies werken en op welk vlak zij van elkaar verschillen. Daarnaast moet duidelijk worden of (een bredere) implementatie van Swing Pricing meer voordelen oplevert op vaktechnisch en financieel gebied. Ten slotte moet met dit onderzoek duidelijk worden of een bredere implementatie van Swing Pricing voldoende (politiek) draagvlak heeft.

De volgende onderzoeksvraag staat in dit onderzoek centraal: “In welke mate kan het systeem van Swing Pricing voor beleggingsfondsen in Nederland, rekening houdend met politiek-economische belemmeringen, op de lange termijn een verbeterd alternatief vormen voor Regular Pricing op vaktechnisch en financieel gebied?”

Ten behoeve van de betrouwbaarheid van het onderzoek zijn vanuit twee verschillende invalshoeken inzichten verschaft om zo een antwoord te kunnen geven op de onderzoeksvraag. Er is literatuur- en veldonderzoek verricht. Tot het veldonderzoek behoren interviews met verschillende fondsbeheerders, een interview met de toezichthouder op het gebied van beleggen en een analyse van enkele rapportages van de geïnterviewde fondsbeheerders.

Uit de voortgekomen inzichten van het literatuur- en veldonderzoek blijkt dat Regular Pricing zittende beleggers beschermt door een uitgifte- en inkoopprijs, bij uitgifte en inkoop van participaties, ten opzichte van de intrinsieke waarde van een fonds te verhogen met een opslag respectievelijk te verlagen met een afslag. Swing Pricing beschermt zittende beleggers door de intrinsieke waarde van een fonds aan te passen met een correctiepercentage, de swing factor. Swing Pricing kent twee vormen, Full Swing en Partial Swing. Bij Full Swing wordt de intrinsieke waarde van een beleggingsfonds bij een verandering van de netto-kapitaalstroom (dus netto toe- of uittreding) altijd aangepast. Bij Partial Swing wordt de intrinsieke waarde van een beleggingsfonds pas aangepast bij een verandering van de netto-kapitaalstroom en pas als een bepaald percentage (drempelwaarde) van het fondsvermogen wordt verhandeld. Het gebruik van Full Swing wordt sinds 2007 in Nederland toegestaan. Het gebruik van Partial Swing is in Nederland (nog) niet toegestaan.

De algemene werkingen van Regular Pricing en Swing Pricing kunnen worden gekoppeld aan allerlei voor- en nadelen. Regular Pricing en Swing Pricing stimuleren allebei lange-termijn posities. De methoden dragen zo tevens bij aan het liquiditeitsbeheer van fondsen. De standaard op- en afslagen van Regular Pricing hebben aan de andere kant een drukkend effect op de investeringen van beleggers in beleggingsfondsen. Voor Swing Pricing geldt onder meer dat de volatiliteit van de koers van een fonds kan toenemen door de frequente wijzigingen van de intrinsieke waarde. Een belangrijk gegeven betreft de saldering bij vaststelling van de kapitaalactiviteit. Het Swing Pricing mechanisme past dit dus toe. Bij het Regular Pricing mechanisme ontbreekt dit echter, waardoor in sommige gevallen toch kosten worden doorbelast terwijl dit eigenlijk niet hoeft. Dit maakt Swing Pricing een nettere beschermingsconstructie.



Uit de literatuurstudie volgt dat wijzingen in het operationele proces voortkomen uit het gebruik van een drempelwaarde. Verder brengt Swing Pricing gewijzigde of zelfs nieuw te volgen procedures met zich mee. Swing Pricing gaat ten slotte gepaard met differentiële verwerkingen in de financiële verslaggeving. Kosten ontstaan volgens bestudeerde literatuur bij implementatie en monitoring van de swing factor, de drempelwaarde en diverse procedures en/of regelingen rondom deze. Ten slotte komen kosten naar voren bij doorvoering van Swing Pricing in de financiële verslaggeving.

Uit het veldonderzoek komen minder wijzigingen in het operationele proces naar voren. Enkele zijn in overeenstemming met de resultaten uit de literatuurstudie. Deze hebben betrekking op de drempelwaarde, de toelichtingen in verantwoordingsoverzichten en de vaststelling van de performance. Uit het veldonderzoek komen tevens geringe te maken kosten bij implementatie naar voren. Het gaat hierbij om kosten voor het aanpassen van fondsdocumentatie. Uit de literatuurstudie en het veldonderzoek volgt wel eenduidig dat Swing Pricing niet zozeer gepaard gaat met minder/meer kosten bij gebruik.

Uit de voortgekomen inzichten van het literatuur- en veldonderzoek blijkt ten slotte dat de toezichthouder (Autoriteit Financiële Markten) en de huidige wetgeving (Wet op het financieel toezicht) op nationaal niveau volledig gebruik van Swing Pricing vooralsnog niet toestaan, omdat bij Partial Swing toch nog kosten (in kleine mate) voor de rekening van zittende beleggers komen. Een commissie in Nederland stelde eerder dat het juist niet wenselijk is om deze kosten te verhalen op zittende beleggers. Desondanks is de kans toch aanwezig dat op lange termijn volledige gebruik van de methode wordt toegestaan, omdat de toezichter op Europees niveau (Europese autoriteit voor effecten en markten) mogelijk meer consistentie in de Europese markt wil realiseren.

Op basis van de voordelen van het Swing Pricing mechanisme is het advies aan Nederlandse fondsbeheerders om de methode, in overeenstemming met de kenmerken van een bepaald fonds, meer toe te passen. De fondsbeheerders dienen daarbij in ieder geval differentiële verwerkingen van de toelichtingen in de externe verantwoordingsoverzichten en een gewijzigde vaststelling van de performance van een fonds in aanmerking te nemen. Met meer of minder te maken kosten bij het uiteindelijke gebruik van de methode hoeven fondsbeheerders geen rekening te houden.

Om een competitief voordeel te behalen is het advies aan Solutional om zich in een vroeg stadium meer te verdiepen in de materie rondom Swing Pricing. Dit geldt tevens voor Nederlandse beleggers en andere financiële instellingen die diensten verlenen of producten aanbieden die gerelateerd zijn aan vermogensbeheer.



Inhoudsopgave

Voorwoord	2
Samenvatting	3
Begrippenlijst	8
1. Inleiding en Probleemstelling	9
1.1 Aanleiding	9
1.2 Organisatiebeschrijving.....	9
1.3 Doelstelling en doelgroep	10
1.4 Probleemstelling en deelvragen	10
1.5 Methodische aanpak.....	11
1.6 Indeling.....	12
2. Regular Pricing	13
2.1 Inleiding.....	13
2.2 Theoretisch kader	13
2.2.1 Werking Regular Pricing.....	13
2.2.3 Voor- en nadelen Regular Pricing	14
2.3 Resultaten	14
2.3.1 Interview met fondsbeheerders	14
2.4 Samenvatting	15
3. Swing Pricing	16
3.1 Inleiding.....	16
3.2 Theoretisch kader	16
3.2.1 Werking Swing Pricing.....	16
3.2.2 Voor- en nadelen Swing Pricing	17
3.2.3 Full Swing vs. Partial Swing	19
3.2.4 Landen met Swing Pricing.....	22
3.2.5 Verschillen met Regular Pricing	23
3.3 Resultaten	25
3.3.1 Interview met fondsbeheerders	25
3.4 Samenvatting	25
4. Vaktechnische gevolgen.....	27
4.1 Inleiding.....	27
4.2 Theoretisch kader	27
4.2.1 Operationele gevolgen.....	27



4.2.2 Overwegingen bij de financiële verslaggeving	30
4.3 Resultaten	32
4.3.1 Interview met fondsbeheerders	32
4.3.2 Analyse rapportages	32
4.4 Samenvatting	33
5. Financiële gevolgen.....	35
5.1 Inleiding.....	35
5.2 Theoretisch kader	35
5.2.1 Proceswijzigingskosten	35
5.2.2 Kosten van gebruik.....	37
5.3 Resultaten	38
5.3.1 Interview met fondsbeheerders	38
5.4 Samenvatting	39
6. Belemmeringen omtrent regelgeving.....	40
6.1 Inleiding.....	40
6.2 Theoretisch kader	40
6.2.1 Toezichthouders en wet- en regelgeving.....	40
6.2.2 Knelpunten.....	41
6.3 Resultaten	41
6.3.1 Interview met fondsbeheerders	41
6.3.2 Interview met de toezichthouder	42
6.4 Samenvatting	43
7. Conclusie en aanbevelingen.....	44
7.1 Inleiding.....	44
7.2 Deelconclusies.....	44
7.3 Algehele conclusie	45
7.4 Discussie.....	46
7.5 Aanbevelingen	46
Nawoord	47
Taakreflectie	47
Zelfreflectie	48
Overall-reflectie	50
Literatuurlijst.....	51
Bijlagen.....	55



1. Interview met fondsbeheerders	55
1.1 De vragenlijst	55
1.2 Interview 1	56
1.3 Interview 2	57
1.4 Interview 3	59
1.5 Interview 4	60
Classificatie interviews fondsbeheerders	63
2. Interview met de toezichthouder	64
3. Casusanalyse	66
Bedrijf A.....	66
Bedrijf B.....	67
Bedrijf C.....	69
Bedrijf D	71



Begrippenlijst

Begrip	Definitie/verklaring
<i>ABI</i>	Alternatieve beleggingsinstelling
<i>AFM</i>	Autoriteit Financiële Markten
<i>AIFM</i>	Alternative Investment Fund Managers Directive
<i>ESMA</i>	Europese Autoriteit voor effecten en markten
<i>ICBE</i>	Instellingen voor collectieve belegging in effecten
<i>NAV</i>	Net Asset Value (netto-intrinsieke waarde)
<i>Wft</i>	Wet op het financieel toezicht



1. Inleiding en Probleemstelling

1.1 Aanleiding

Als een belegger besluit om te gaan investeren in een beleggingsfonds of om juist uit te stappen, moet het fonds beleggingen kopen of verkopen. Aan deze transacties zijn kosten verbonden en deze kosten worden volledig doorgerekend aan de toe- of uittrekders, vaak in de vorm van een op- en/of afslagvergoeding. Regular Pricing¹ is een veelgebruikte methode die de op- of afslag bepaalt bij toe- en/of uittreding in een beleggingsfonds. Een andere methode die nu in Nederland (deels) haar intrede doet is Swing Pricing. Swing Pricing wordt met name in Luxemburg toegepast. In het vakgebied van beleggingsfondsen, asset management² etc. bestaat momenteel de discussie tussen onder andere beheerders van beleggingsfondsen of de methode van Swing Pricing vanwege haar voordelen in Nederland meer en breder geïmplementeerd moet worden. Het (breder) implementeren van Swing Pricing brengt financiële en vaktechnische gevolgen met zich mee. Deze gevolgen hebben waarschijnlijk zowel voor- als nadelen. De Autoriteit Financiële Markten (belast met het toezicht op beleggingsfondsen in Nederland) vormt een belemmering door een volledige hantering van de methode niet toe te staan. Het is daarom de vraag of de voordelen de nadelen overtreffen en/of dat er andere redenen van de AFM zijn om het systeem vooralsnog niet volledig voor te schrijven. Inzichten die volgen uit de beantwoording van bovenstaande punten zijn voor Solutional interessant bij haar dienstverlening aan financiële instellingen, omdat Solutional zo dan tijdig kan inspelen op actuele ontwikkelingen rondom het vakgebied. Dit draagt zo bij aan de verwezenlijking van haar ondernemingsdoelstellingen.

1.2 Organisatiebeschrijving

Het onderzoek wordt uitgevoerd in opdracht van Solutional Netherlands B.V. (hierna: Solutional). Solutional is een onafhankelijk rapporterend en operationeel accountantskantoor dat gespecialiseerd is in vermogensbeheer (asset management). Solutional biedt diensten aan op het gebied van Reporting, Assurance, Risk management en Internal audit (Solutional Netherlands B.V., 2021).

De missie en visie van Solutional luiden als volgt:

“We help you to be in control and report to your stakeholders” (Solutional Netherlands B.V., 2021).

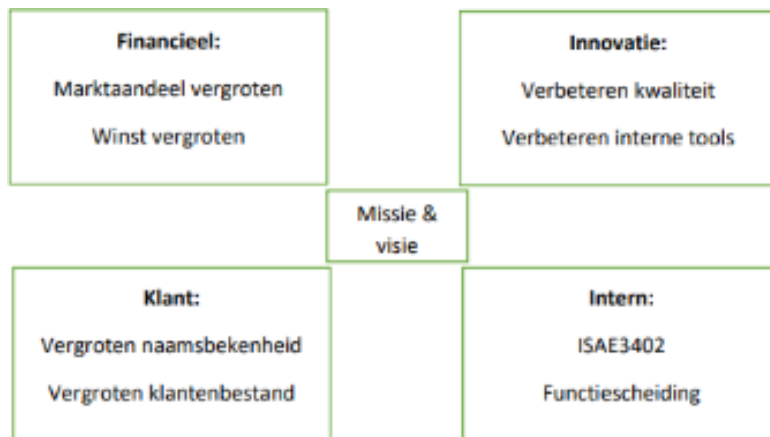
“Becoming the strategic partner in reporting and integrated control to asset management in the main financial centers of Europe” (Solutional Netherlands B.V., 2021).

Uit de missie en visie volgen een aantal ondernemingsdoelstellingen. Zo wil Solutional onder andere meer aanwezigheid realiseren op de belangrijkste financiële markten in Europa.

De ondernemingsdoelstellingen kunnen met behulp van een balanced scorecard worden vertaald in concrete stuurinformatie op financieel, innovatief, klant- en intern gebied (zie Figuur 1).

¹ Regular Pricing is in dit verslag gebruikt als een verzamelterm voor het systeem van vaste op- en afslag.

² Asset management is het beheren van de portefeuille van een groep assets.



Figuur 1: Balanced scorecard Solutional

1.3 Doelstelling en doelgroep

Uit het onderzoek moet duidelijk worden of het meer en breder invoeren van het Swing Pricing systeem voor beleggingsfondsen in Nederland op de lange termijn mogelijk is en welke kansen dit met zich mee kan brengen. Dit kan worden onderverdeeld in de volgende subdoelstellingen:

1. Uit het onderzoek moet duidelijk worden hoe Swing Pricing en Regular Pricing precies werken en op welk vlak zij met elkaar verschillen;
2. Uit het onderzoek moet duidelijk worden of (een bredere) implementatie van de methode meer voordelen oplevert op vaktechnisch en financieel gebied; en
3. Uit het onderzoek moet duidelijk worden of een bredere implementatie van de methode voldoende (politiek) draagvlak heeft.

Het onderzoek is in eerste instantie bestemd voor Solutional. Het onderzoek zal met name voor de directie en de afdeling Reporting relevant zijn. Daarnaast zal het verslag ook relevant zijn voor (potentiële) deelnemers van beleggingsfondsen, beheerders van beleggingsfondsen en andere financiële instellingen die diensten verlenen of producten aanbieden die gerelateerd zijn aan vermogensbeheer.

1.4 Probleemstelling en deelvragen

De volgende probleemstelling staat in dit onderzoek centraal:

“In welke mate kan het systeem van Swing Pricing voor beleggingsfondsen in Nederland, rekening houdend met politiek-economische belemmeringen, op de lange termijn een verbeterd alternatief vormen voor Regular Pricing op vaktechnisch en financieel gebied?”

In deze scriptie wordt ter beantwoording van de bovenstaande vraag gebruik gemaakt van een aantal deelvragen.

De volgende deelvragen zijn afgeleid van de probleemstelling:

1. Wat is het systeem van Regular Pricing?
2. Wat is het systeem van Swing Pricing?



3. Wat zijn de vaktechnische gevolgen van het toepassen van het Swing Pricing systeem?
4. Wat zijn de financiële gevolgen van het toepassen van het Swing Pricing systeem?
5. Welke politiek-economische belemmeringen zijn er voor de invoering van het systeem van Swing Pricing?

1.5 Methodische aanpak

Het verslag bestaat in de kern uit een vijftal hoofdstukken die elk betrekking hebben op een van de deelvragen. Om de betrouwbaarheid van het onderzoek te bevorderen is bij de beantwoording van de deelvragen gebruik gemaakt van triangulatie. Dit betekent dat gebruik is gemaakt van verschillende kwalitatieve en/of kwantitatieve analysemethoden. Met meerdere soorten bronnen is getracht om eenzelfde probleem te onderzoeken (Benders, 2020).

Het begin van elk hoofdstuk wordt gevormd door informatie die is voortgekomen uit de literatuurstudie (Theoretisch kader). De literatuur betreft in veel gevallen vaktechnische artikelen van bijvoorbeeld fondsbeheerders en rapporten waarin reeds eerder uitgevoerde onderzoeken over specifieke onderwerpen zijn gedaan. Het theoretisch kader wordt in de hoofdstukken opgevolgd met de uitkomsten van het veldonderzoek (Resultaten). Deze dienen als een extra invalshoek en daarvoor tevens als materiaal ter vergelijking.

De uitkomsten van het veldonderzoek bestaan uit inzichten die voortkomen uit interviews en bij een enkele deelvraag (vaktechnische gevolgen) ook uit inzichten van een casusanalyse. Bij de interviews met fondsbeheerders zijn vragen gesteld die elk betrekking hebben op een bepaald hoofdstuk. De casussen betreffen financiële verantwoordingsoverzichten van de geïnterviewde bedrijven. Per bedrijf zijn twee tot drie rapportages met Regular Pricing en Swing Pricing geanalyseerd om zo eventuele (vaktechnische) verschillen tussen deze vast te kunnen stellen. Het interview met de toezichthouder op het gebied van beleggen dient in het laatste hoofdstuk als aanvulling op eerder verschaftte inzichten uit de literatuurstudie en het overige veldonderzoek.

De bedrijven zijn in het verslag als volgt geclassificeerd:

Naam:	<u>Bedrijf A</u>	<u>Bedrijf B</u>	<u>Bedrijf C</u>	<u>Bedrijf D</u>
Aantal werknemers:				
Beheerd vermogen:				
Pricing methode:				
Motivatie voorkeur:				
Operationele wijzigingen?				
Financiële kosten?				
Toekomst van Swing Pricing?				



1.6 Indeling

In hoofdstuk twee komt het Regular Pricing systeem aan bod. De werking en de voor- en nadelen van de methode worden hier omschreven. Daarnaast worden de bevindingen van de geïnterviewde fondsbeheerders met betrekking tot dit onderwerp weergegeven.

In hoofdstuk drie komt het Swing Pricing systeem aan bod. De werking, de voor- en nadelen, het gebruik in verschillende landen en de afwijkingen ten opzichte van het Regular Pricing systeem worden hier toegelicht. Vervolgens worden de bevindingen van de geïnterviewde fondsbeheerders met betrekking tot dit onderwerp omschreven.

In hoofdstuk vier worden de vaktechnische gevolgen van toepassing van het Swing Pricing systeem toegelicht. Tot slot worden de bevindingen van de geïnterviewde fondsbeheerders en een analyse van de casussen weergegeven.

In hoofdstuk vijf worden de financiële gevolgen van toepassing van het Swing Pricing systeem toegelicht. Verder worden de bevindingen van de geïnterviewde fondsbeheerders met betrekking tot dit onderwerp weergegeven.

In hoofdstuk zes worden de belemmeringen omtrent de regelgeving voor het (volledig) toepassen van het Swing Pricing systeem in Nederland toegelicht. Tot slot worden de bevindingen van de geïnterviewde fondsbeheerders en de toezichthouder met betrekking tot dit onderwerp weergegeven.

In hoofdstuk zeven worden de conclusies en aanbevelingen gepresenteerd.

Het verslag bevat aan het einde de literatuurlijst en de bijlagen. In de bijlagen zijn de vragenlijsten en uitwerkingen van de interviews te vinden. Tevens zijn in de bijlagen bredere uitwerkingen van de casusanalyse opgenomen.



2. Regular Pricing

2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt in het theoretisch kader het systeem van Regular Pricing bij beleggingsfondsen toegelicht. Daarnaast worden de voor- en nadelen van Regular Pricing besproken. Ten slotte zullen er in het deel 'Resultaten' enkele bevindingen van de geïnterviewde fondsbeheerders worden behandeld.

2.2 Theoretisch kader

2.2.1 Werking Regular Pricing

Een beleggingsfonds is een gezamenlijke beleggingsportefeuille bestaande uit de inleg van meerdere beleggers. Een dergelijke portefeuille wordt vaak door een of meerdere beleggingsprofessionals beheerd, de zogeheten fondsbeheerders. De fondsbeheerder(s) zoeken beleggingen uit en kopen deze van de gezamenlijke inleg (Robeco, sd). De waarde van een beleggingsfonds wordt afgeleid van de netto intrinsieke waarde, ook wel Net Asset Value (hierna: NAV) genoemd (Morningstar, 2004). De NAV wordt dagelijks als volgt vastgesteld: "De intrinsieke waarde wordt berekend door de waarde van alle posities (koers maal aantal effecten in portefeuille) bij elkaar op te tellen, daarvan de kosten die het fonds maakt af te trekken en vervolgens de uitkomst te delen door het aantal uitstaande participaties van het fonds" (Morningstar, 2004). Het toe- of uittreden van investeerders in een beleggingsfonds heeft als gevolg dat de fondsbeheerders beleggingen dienen te kopen of verkopen. Dit brengt verschillende kosten met zich mee die bij een consequente prijshantering uiteindelijk zullen leiden tot een daling van de NAV van een beleggingsfonds (Deloitte, 2016). Door het dalen van de NAV draaien de beleggers die besluiten in het fonds te blijven (de zogenoemde 'zittende beleggers') in feite mede op voor de kosten die toe- en uittreders veroorzaken (Bosma, 2011).

Regular Pricing is een pricing methode die zittende beleggers in een beleggingsfonds beschermt tegen kosten die worden veroorzaakt door de toe- of uittreding van (nieuwe) participanten. Een uitgifte- en inkoop prijs worden bij deze methode verhoogd met een opslag respectievelijk verlaagd met een afslag ten opzichte van de vastgestelde NAV (Bedrijf B, 2013). De op- en afslagvergoeding wordt bij Regular Pricing vaak maar een keer per jaar aangepast. Zo wordt rekening gehouden met veranderende marktomstandigheden die kunnen leiden tot gewijzigde transactiekosten (ASN Beleggingsinstellingen Beheer B.V., 2019). In sommige bijzondere gevallen kan worden afgeweken van een jaarlijkse vaststelling. Zo leidt de huidige onzekerheid met betrekking tot de financiële markten tot een stijging van de werkelijke kosten voor het kopen of verkopen van een aantal beleggingen. Deze kosten kunnen de eerder vastgestelde op- en afslagvergoeding overschrijden, ten nadele van de zittende beleggers. Dit kan een reden voor fondsbeheerders zijn om een eenmalige correctie toe te passen (Achmea Investment Management, 2020).



2.2.3 Voor- en nadelen Regular Pricing

De Regular Pricing methode kent zowel voor- als nadelen. De voordelen kunnen vooral worden gekoppeld aan de beschermingsconstructie van het Pricing systeem en het gebruik van de methode als een tool voor liquiditeitsbeheer. De nadelen hebben te maken met de effecten van de op- en afslagen op de investeringen van beleggers en het karakter van het Regular Pricing mechanisme.

2.2.3.1 Voordelen Regular Pricing

Voor op- en afslagen geldt in het algemeen dat lange-termijn posities worden bevorderd. De prikkel om uit te stappen wordt met de heffingen immers weggenomen (Chen, 2020). Het liquiditeitsrisico³ van een fonds kan daardoor ook worden gemanaged (Oliver, Roodt, & Paull, 2019). Bij meer ernstige liquiditeitsproblemen dient echter nog wel gebruik te worden gemaakt van meer gevorderde tools (association française de la gestion financière, 2017).

2.2.3.2 Nadelen Regular Pricing

Regular Pricing gaat procyclisch gedrag tegen, maar het stimuleert geen anticyclisch gedrag. Dit houdt in dat de prikkel om uit te stappen wordt weggenomen, maar het wordt niet zozeer aantrekkelijk gemaakt voor beleggers om bij dit mechanisme in te stappen in een fase waarin overwegend veel wordt uitgestapt (Europees comité voor systeemrisico's, 2017). In het algemeen geldt sowieso dat op- en afslagen een drukkend effecten hebben op de investeringen van beleggers in beleggingsfondsen (Oliver, Roodt, & Paull, 2019).

2.3 Resultaten

2.3.1 Interview met fondsbeheerders

Aan de vier geïnterviewde bedrijven (A, B, C en D) is gevraagd in hoeverre zij gebruik maken van de Regular Pricing methodiek voor de in Nederland en de in het buitenland gevestigde beleggingsfondsen. Daarbij is hen tevens gevraagd de voor- en nadelen van dit systeem te benoemen (zie bijlage blz. 55 t/m 63 voor de volledige interviews en het geclassificeerde overzicht).

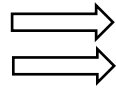
Bedrijf A: Bedrijf A maakt in Nederland geen gebruik van Regular Pricing.

Bedrijf B: De in Nederland gevestigde beleggingsfondsen van bedrijf B maken voornamelijk gebruik van het normale transactiekostensysteem (Regular Pricing). Het voordeel van het normale transactiekostensysteem is volgens bedrijf B dat je elke klant gelijk behandelt. Het is daarnaast ook transparant ("als ik deze transactie doe maak ik deze kosten"). Het nadeel is dat er geen sprake is van saldering. Dat wil zeggen dat er bij, bijvoorbeeld een ingaande stroom van een miljoen en een uitgaande stroom van een miljoen (per saldo 0) toch transactiekosten in rekening worden gebracht terwijl er eigenlijk niets hoeft te worden gedaan

³ Het liquiditeitsrisico is het risico met betrekking tot het niet over voldoende (liquide) activa beschikken om aan de lopende of eventueel opkomende betalingsverplichtingen te kunnen voldoen (Oliver, Roodt, & Paull, 2019)



Bedrijf B had voor een van haar fondsen de op- en afslagpercentages per februari 2020 vastgesteld op respectievelijk 0,05% en 0,05% (Bedrijf B, 2020). Het fonds bestond op dat moment onder meer uit de klasse 'Euro Class B' (zie Figuur 2).



Kosten	
De kosten die u betaalt worden aangewend om de beheerkosten van het Fonds te dekken, inclusief de marketing- en distributiekosten. Deze kosten verminderen de potentiële groei van uw belegging.	
Eenmalige kosten die vóór of na uw belegging worden aangerekend	
Instapvergoeding	0.05%
Uitstapvergoeding	0.05%
Dit is het maximale bedrag dat van uw geld zou kunnen worden afgehouden voordat het belegd wordt / voordat de opbrengsten van uw belegging worden uitbetaald.	
Kosten die in de loop van één jaar aan het fonds worden onttrokken	
Lopende kosten	0.30%
Kosten die onder bepaalde specifieke voorwaarden aan het fonds worden onttrokken	
Prestatievergoeding	Geen

Figuur 2: Op- en afslagpercentage voor Euro Class B in het beleggingsfonds van bedrijf B

Bedrijf C: Een minderheid van de Nederlandse beleggingsfondsen van bedrijf C maakt gebruik van Regular Pricing. Bedrijf C koppelt de voordelen van het Regular Pricing systeem ook aan de transparantie van het mechanisme. Ook geven zij hetzelfde nadeel als bedrijf B aan. Het ontbreken van saldering bij het vaststellen van de kapitaalactiviteit.

Bedrijf D: Bedrijf D maakt in Nederland geen gebruik van Regular Pricing.

2.4 Samenvatting

Door toe- en/of uittredingen dient een beleggingsfonds beleggingen te kopen of verkopen. Dit brengt kosten met zich mee, welke uiteindelijk leiden tot een daling van de netto intrinsieke waarde van het fonds (de NAV). Zittende beleggers worden hierdoor benadeeld als hier niet voor wordt gecorrigeerd. Regular Pricing is een methode die deze correctie vorm kan geven. Bij Regular Pricing worden een uitgifte- en inkoop prijs verhoogd met een opslag respectievelijk verlaagd met een afslag ten opzichte van de vastgestelde NAV. Regular Pricing bevordert lange-termijnposities en draagt zo bij aan het verminderen van het liquiditeitsrisico van een fonds. Regular Pricing gaat echter enkel procyclisch gedrag tegen, maar stimuleert geen anticyclisch gedrag. Het drukt zelfs de investeringen van beleggers met de standaard op- en afslagen. Twee van de geïnterviewde bedrijven passen Regular Pricing toe. Er is wel sprake van een verschil in de mate van gebruik, het ene bedrijf past de methodiek namelijk wat meer toe dan de ander. De bedrijven prijzen de transparantie bij Regular Pricing, maar laken het ontbreken van saldering bij de vaststelling van de kapitaalactiviteit.



3. Swing Pricing

3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt in het theoretisch kader het systeem van Swing Pricing uitgelegd. Verder worden er enkele punten besproken, zoals de algemene voor- en nadelen van Swing Pricing, de standaardmethoden voor implementatie, het gebruik van Swing Pricing in verschillende landen en de verschillen ten opzichte van het Regular Pricing systeem. Ten slotte zullen er in het deel 'Resultaten' enkele bevindingen van de geïnterviewde fondsbeheerders worden toegelicht.

3.2 Theoretisch kader

3.2.1 Werking Swing Pricing

Swing Pricing is een tweede methode die rekening houdt met de kosten die ontstaan door de toe- of uittreding van (nieuwe) participanten. Bij Swing Pricing wordt de NAV van een fonds zodanig aangepast dat de kosten die ontstaan door toe- en uittreding alleen worden doorbelast aan de beleggers die toe- en/of uittreden (Jin, Kacperczyk, Kahraman, & Suntheim, 2019). Bij de berekening wordt gebruik gemaakt van een swing factor. De swing factor is een percentage dat meestal per kwartaal wordt bepaald om de NAV te kunnen aanpassen (Shroders, 2020). Dit percentage vormt als het ware een correctie. Bij de vaststelling van het percentage wordt vaak met dezelfde groep kosten rekening gehouden als bij Regular Pricing:

- **Bewaarnemingskosten:** kosten van bewaarneming zijn kosten die worden gemaakt als gevolg van een overeenkomst tussen een bewaarnemer en bewaargever. De bewaargever stelt de bewaarnemer aan als gemachtigde voor het bewaren en het uiteindelijk teruggeven van een bepaalde zaak (allesoverrechten.nl, n.d.);
- **Spreadkosten:** Een beleggingsproduct kent een verschil tussen de koop- en verkoopprijs. Dit verschil komt vaak ten goede aan de broker (Beleggen voor beginners, n.d.);
- **Commissiekosten:** Voor het openen of sluiten van een positie dient aan een broker commissie te worden afgedragen door een belegger (FXminds, 2020); en
- **Financiële transactiebelasting:** Voor transacties in beleggingsproducten dient belasting te worden afgedragen aan een land (BUX Zero, 2020).

Voor het gebruik van Swing Pricing zijn er twee standaardmethoden. Full Swing en Partial Swing. Bij netto toe- en/of uittreding wordt de NAV van een fonds altijd aangepast in het geval van Full Swing. Bij Partial Swing wordt pas bij een verhandeling van een bepaald percentage (drempelwaarde) van het fondsvermogen en bij netto toe- en/of uittreding de NAV aangepast (Vannier, 2016). In paragraaf 3.2.3 zal op beide methoden verder worden ingegaan.

Het systeem van Swing Pricing kan ook op andere manieren verder worden ingevuld. Zo zijn er fondsbeheerders die een swing price alleen bij de aankoop hanteren. Daarnaast zijn er ook fondsen die juist alleen bij de verkoop gebruik maken van een swing price (Bosma, 2011).

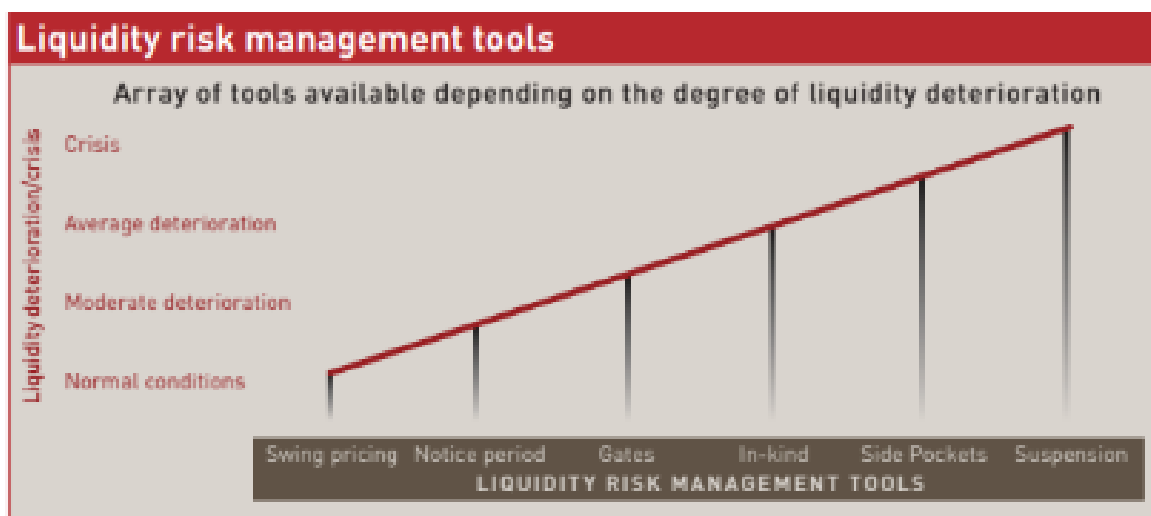


3.2.2 Voor- en nadelen Swing Pricing

De Swing Pricing methode kent zowel voor- als nadelen. In deze paragraaf worden deze voor- en nadelen enkel algemeen behandeld. De voordelen kunnen vooral worden gekoppeld aan de beschermingsconstructie van het Pricing systeem, de fondsprestaties en het gebruik van de methode als een tool voor liquiditeitsbeheer. De nadelen hebben te maken met de complexiteit van (operationele) toepassingen, en de prijsontwikkelingen van beleggingsfondsen.

3.2.2.1 Voordelen Swing Pricing

Swing Pricing hanteert het principe van “de vervuiler betaalt” (vba beleggingsprofessionals, 2013). Met dit principe voorkomt het mechanisme in eerste instantie de prikkel voor verschillende beleggers om uit te treden. Swing Pricing gaat hiermee procyclisch gedrag tegen. Het stimuleert daarnaast ook anticyclisch gedrag (De algemene raad van het Europees comité voor systeemrisico's, 2017). Het Swing Pricing mechanisme draagt zo in perioden met marktstress tevens bij aan de stabiliteit en het liquiditeitsbeheer van een fonds (Jin, Kacperczyk, Kahraman, & Suntheim, 2019). Het verzekeren van bepaalde liquiditeiten aan beleggers is een belangrijke zaak voor fondsbeheerders. Het is dan ook gunstig dat het Swing Pricing mechanisme hier in zekere zin aan bijdraagt. Wel moet rekening worden gehouden met het feit dat het Swing Pricing systeem, net als het Regular Pricing systeem, slechts als een eerste verdedigingslinie kan worden aangemerkt op dit front (zie Figuur 3). Aanvullende maatregelen zijn vaak nog nodig bij meer ernstige liquiditeitsproblemen (association française de la gestion financière, 2017).



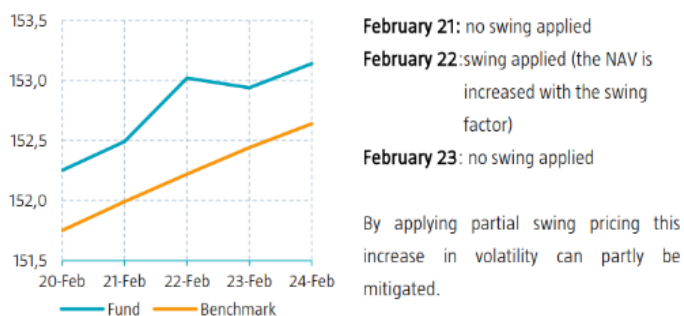
Figuur 3: Geschiktheid tools naar mate van verslechtering van de liquiditeit (association française de la gestion financière, 2017)

Uit onderzoek is ten slotte gebleken dat fondsen die Swing Pricing hanteren betere rendementen behalen (vba beleggingsprofessionals, 2013). Dit is onder meer te danken aan het aflossingsrisico dat met het systeem van Swing Pricing verkleind wordt. Door de cashbuffers van het fonds te verlagen kan dan een hogere winst worden nagestreefd (Lewrick & Schanz, 2017).



3.2.2.2 Nadelen Swing Pricing

Voor het adequaat toepassen van de Swing Pricing methode moet elke dag worden nagegaan of de NAV dient te worden gewijzigd. Dit leidt tot operationele complicaties (vba beleggingsprofessionals, 2013). Verder verandert de waarde van een fonds met Swing Pricing door zowel ontwikkelingen op de markt als door de toepassing van een Swing factor. De dagelijkse volatiliteit van de koers van een beleggingsfonds neemt zo toe (zie Figuur 4) (Robeco, 2017). Geringe netto aan- en verkopen leiden bij Partial Swing niet gelijk tot een wijziging van de NAV. Dit bovenstaande nadeel is daarom kleiner bij het gebruik van deze methode (zie paragraaf 3.2.3.2 Partial Swing) (vba beleggingsprofessionals, 2013).



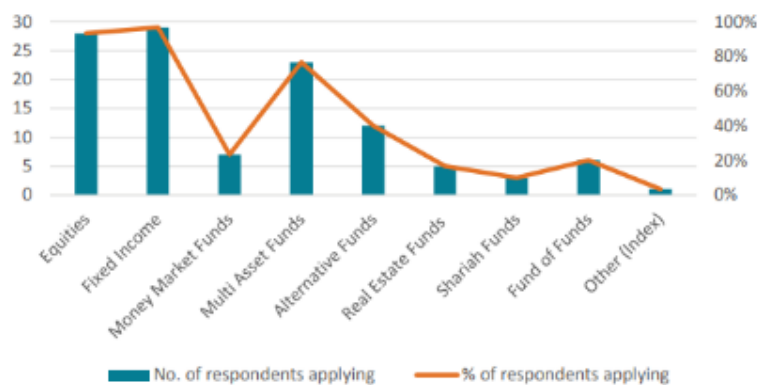
Figuur 4: Prijsontwikkeling fonds met Swing Pricing in vergelijking met Benchmark (Robeco, 2017)

In perioden met marktstress kan Swing Pricing vanwege haar stabiliteit passend zijn. Fondsen met Swing Pricing hebben echter vaak moeite om in perioden zonder marktstress nieuw investeerderskapitaal aan te trekken. Dit is onder meer te wijten aan een verhoogde tracking error bij een fonds met Swing Pricing (Jin, Kacperczyk, Kahraman, & Suntheim, 2019). Deze bemoeilijkt de benchmarking van het betreffende fonds met de index voor (potentiële) beleggers. Het onjuist schatten van het portfoliorisico van een bepaald fonds kan dan het gevolg zijn (Association of the Luxembourg Fund Industry, 2011). Er moet ten slotte rekening worden gehouden met het feit dat Swing Pricing mogelijk niet voor alle type fondsen bestemd is: "Swing-pricing kan zeer effectief zijn voor specifieke fondsen, maar is mogelijk niet relevant voor andere fondsen. Het is essentieel om de reikwijdte van de fondsen waarop swing pricing kan worden toegepast te beoordelen voordat met de implementatie wordt begonnen" (Deloitte, 2016). Het is vanwege het bovenstaande dus van belang om zorgvuldig op basis van de kenmerken van een bepaald fonds al dan niet een keuze te maken voor het Swing Pricing systeem en/of een van haar twee implementatiemethoden (Full Swing / Partial Swing) (Deloitte, 2016).

Uit onderzoek is gebleken dat Swing Pricing in ieder geval effectief is voor beleggingsfondsen met overwegend particuliere beleggers, fondsen met meer verspreide participaties en fondsen met meer illiquide beleggingen (zie Figuur 5) (Jin, Kacperczyk, Kahraman, & Suntheim, 2019). Illiquide markten zijn markten waarbij er weinig sprake is van vraag en/of aanbod (HomeFinance.nl, n.d.). Een voorbeeld van zo'n markt is een obligatiemarkt. Transacties in dit soort markten zijn vaak duurder, daarnaast hebben portefeuilles met (overwegend) illiquide beleggingen meer tijd nodig om te liquideren (Jin, Kacperczyk, Kahraman, & Suntheim, 2019).



Fund types on which swing pricing is applied



Figuur 5: Resultaat uit onderzoek naar gebruik van Swing Pricing in verschillende markten (Association of the Luxembourg Fund Industry, 2011)

Steeds meer beleggingsfondsen worden op het moment illiquide door de huidige marktomstandigheden. Een verminderde liquiditeit in vastrentende markten is daarnaast het gevolg van strengere regelgevingen voor banken (zie Figuur 6) (Allianz Global Investors, 2020).



Figuur 6: Fundamentele oorzaak voor toename illiquiditeit in bepaalde markten (Allianz Global Investors, 2020)

3.2.3 Full Swing vs. Partial Swing

3.2.3.1 Full Swing

Full Swing is een van de twee standaardmethoden voor het toepassen van Swing Pricing. Deze methode is sinds 2007 voorgeschreven door de AFM (vba beleggingsprofessionals, 2013). Zoals hiervoor al kort is beschreven wordt de NAV op een dag bij het toepassen van Full Swing altijd aangepast bij netto in- en uitstromingen. Onderstaande Figuur 7 geeft een voorbeeld weer van een toepassing van de Full Swing methode. In deze situatie gaat het om een Investment Grade Credit Fund ter waarde van honderd miljoen. Dit is een type beleggingsfonds dat voornamelijk belegt in kredietwaardige en zakelijke banken (PIMCO, n.d.).



De uitstroom bedraagt in deze situatie twintig miljoen. De instroom bedraagt vijf miljoen. De netto-kapitaalstroom is in dit geval ($\$5.000.000 - \$20.000.000 =$) - $\$15.000.000$. Vanwege de verandering in de netto-kapitaalstroom zal Swing Pricing worden toegepast. Activa dienen door de uitstroom te worden verkocht. De totale kosten als gevolg van toe- en uitreding zijn in dit fonds voorlopig geschat op tien basispunten (0,10%). De NAV van het fonds is gedaald van \$100 naar \$85 als gevolg van netto-aflossingen (meer uitstroom dan instroom). Met de lager ingestelde NAV ontvangen uitstappers minder. Zij draaien zo op voor de kosten. De instappers profiteren juist door goedkoper in te treden (Novick, et al., 2014).

Exhibit 4: COMPARISON OF FUND PRICING MECHANISMS

\$ millions	UCITS Full Swing Pricing*	UCITS-AIF Bid/Ask Dual Pricing	CIF PRV	'40 Act Open-End Funds (non-ETF)
Beginning NAV of Fund	\$100	\$100	\$100	\$100
Net Flows	-\$15	-\$15	-\$15	-\$15
Subscriptions	+\$5	+\$5	+\$5	+\$5
Redemptions	-\$20	-\$20	-\$20	-\$20
Total Costs of Selling Assets (0.1%)	\$0.015	\$0.015	\$0.015	\$0.015
Transaction Costs Incurred by SUBSCRIBING Investors	**\$0.005	\$0	***\$0	\$0
Transaction Costs Incurred by REDEEMING Investors	\$0.020	\$0.015	\$0.015	\$0
Transaction Costs Incurred by FUND	\$0	\$0	\$0	****\$0.015
Ending NAV of Fund	\$85.000	\$85.000	\$85.000	\$84.985
Commentary	Estimated transaction costs borne by transacting investors (transacting at a single NAV) after netting of subscriptions and redemptions.	Estimated transaction costs borne by transacting investors (transacting at 2 different NAVs) after netting of subscriptions and redemptions.	Actual transaction costs borne by transacting investors after netting of subscriptions and redemptions.	Actual transaction costs borne by fund.

Figuur 7: Voorbeeld toepassing Full Swing (Novick, et al., 2014)

Het Full Swing mechanisme is simpel en transparant. De werking is daardoor aan zowel klanten als marketingteams relatief eenvoudig uit te leggen. De methode van Full Swing kent aan de andere kant ook minpunten. Zo is er, als de NAV veel verandert, vaak sprake van een grotere volatiliteit. In sommige gevallen, bij een constante groei of krimp van een fonds, kan de volatiliteit juist worden verminderd. Het is hierbij dan wel van belang dat de netto kapitaal activiteit van een fonds zich voortdurend in een dezelfde richting beweegt (Association of the Luxembourg Fund Industry, 2011).

3.2.3.2 Partial Swing

Partial Swing is de tweede standaardmethode voor het toepassen van Swing Pricing. Partial Swing Pricing is, in tegenstelling tot Full Swing Pricing, niet voorgeschreven door de AFM (Robeco, 2017). Het is daardoor niet toegestaan voor Nederlandse beleggingsfondsen om deze methode te hanteren.



De drempelwaarde die beleggingsfondsen hanteren bij Partial Swing wordt in veel gevallen uitgedrukt als een percentage van het beheerd vermogen (Assets under Management) van het beleggingsfonds. De mate waarin een beleggingsfonds aan- en verkopen kan verwerken zonder enige vorm van 'materiële' impact op zittende klanten bepaalt de hoogte van de drempelwaarde. Beheerders van fondsen kunnen het begrip 'materieel' elk op hun eigen manier vormgeven (vba beleggingsprofessionals, 2013).

Fund X investing in emerging equities

Threshold	1%
Swing factor UP	0,20%
Swing Factor DOWN	0,30%
Price share class D EUR	100,00
Price share class I EUR	500,00
Assets under Management (AuM)	500 mln
Large cashflow limit	100 mln

* higher downswing than upswing due to taxes in some countries when you sell equities.

Figuur 8: Voorbeeld toepassing Partial Swing (deel 1) (Robeco, 2017)

Example 1a: Upswing

Subscription Fund X in share class D EUR	25 mln
Redemption Fund X in share class I EUR	10 mln
Net cash flow	15 mln = 3% of AUM

The netcashflow is 3% of the AUM and exceeds the threshold of 1%, so a (up)swing will be applied.
All transactions in the following share classes will be executed at:

Price share class D EUR	100,20
Price share class I EUR	501,00

Figuur 9: Voorbeeld toepassing Partial Swing (deel 2) (Robeco, 2017)

Bovenstaande figuren 8 en 9 geven een voorbeeld weer van een toepassing van de Partial Swing methode. Dit voorbeeld betreft een zogenaamde Upswing. De Prijzen van het fonds zullen dan naar boven worden bijgesteld.

De treshold (drempelwaarde) is in deze situatie 1%. Als deze positief overschreven wordt ($>1\%$), zullen de prijzen van de activaklassen D en I respectievelijk met €0,20 en €1,00 toenemen (Swing factor UP * Prijs activaklasse D en Swing factor UP * Prijs activaklasse I is $0,20\% * €100 = €0,20$ en $0,20\% * €500 = €1,00$). In Figuur 9 is te zien dat de netto cash flow vijftien miljoen bedraagt (vijfentwintig miljoen ingaande stroom minus tien miljoen uitgaande). Dit is meer dan 1% van de Assets under Management ($15.000.000 / 500.000.000 = 3\%$). De prijzen van de Activaklassen D en I zullen naar boven worden bijgesteld tot respectievelijk €100,20 en €501.

Fondsbeheerders kunnen, anders dan bij het hiervoor besproken voorbeeld, ervoor kiezen om af te wijken van eerder opgestelde richtlijnen met betrekking tot het toepassen van een swing factor. In het geval van grote netto-kapitaalstromen, die een drukkend effect kunnen hebben op de prijzen van onderliggende waarden (denk bijvoorbeeld aan aandelen), kan de huidige swing factor namelijk onvoldoende en daarvoor achterhaald zijn. Een nieuwe, bijpassende swing factor moet dan worden gebruikt (Robeco, 2017).



Bij Partial Swing zullen aan- en verkopen van participaties die naar verhouding klein zijn ook door toepassing van een drempelwaarde niet gelijk in extra kosten voor beleggers resulteren (zie Figuur 10). Door wat liquide middelen aan te houden kunnen deze kleine aan- en verkopen door een fonds worden opgevangen (vba beleggingsprofessionals, 2013).

	drempelwaarde niet bereikt: transacties afgerekend tegen IW	netto aankopen boven drempelwaarde: transacties afgerekend tegen IW + aanpassing	netto verkoop boven drempelwaarde: transacties afgerekend tegen IW – aanpassing
aankopende klanten	aankopen afgerekend tegen IW	aankopen worden belast met transactiekosten die zij veroorzaken	aankopen worden afgerekend tegen een lagere koers, de aankopende klant profiteert
verkopende klanten	verkopten afgerekend tegen IW	verkopten worden afgerekend tegen een hogere koers, de verkopende klant profiteert	verkopten worden belast met transactiekosten die zij veroorzaken
zittende klanten	geen materiële impact	geen materiële impact	geen materiële impact

Figuur 10: Verschillende mogelijke situaties bij toepassing van Partial Swing (vba beleggingsprofessionals, 2013)

Er is daarnaast, vergeleken met Full Swing, een lagere kans op rekenfouten met betrekking tot de aanpassing van de NAV, omdat deze pas aangepast dient te worden na de overschrijding van de drempelwaarde. Verder is de impact op de fondsprestaties en de volatiliteit hierdoor ook lager. Bij Partial Swing kost het alleen wel veel tijd en moeite om de juiste drempelwaarde te bepalen en om deze vervolgens te monitoren. Daarnaast is de werking van Partial Swing in vergelijking met het Full Swing mechanisme wat lastiger uit te leggen aan klanten en marketingteams (Association of the Luxembourg Fund Industry, 2011).

3.2.4 Landen met Swing Pricing

Vooralsnog is Swing Pricing alleen nog in Luxemburg de marktstandaard. Het merendeel van de beleggingsfondsen die zijn gevestigd in de Europese dwergstaat maakt gebruik van Partial Swing (vba beleggingsprofessionals, 2013). Verder is er nog een aantal andere landen waar Swing Pricing (volledig; zowel Full als Partial Swing) wordt gehanteerd, zoals Ierland, Zwitserland en Frankrijk. Het ontbreken van de methode in veel andere EU-landen is aan een aantal punten te wijten, waaronder het gebrek aan regelgeving op Europees niveau en het feit dat er tegengestelde belangen bestaan tussen zittende klanten (een klant die niet wil betalen voor transactiekosten veroorzaakt door derden) en actieve klanten (een klant die de kosten graag verdeelt over andere klanten) (vba beleggingsprofessionals, 2013).

De Verenigde Staten staan ook sinds een paar jaar de Swing Pricing methode toe voor de in het land gevestigde beleggingsfondsen. Daarmee heeft een grote speler op de wereldwijde financiële markten zichzelf aan de lijst van landen met Swing Pricing toegevoegd. De Amerikaanse beurswaakhond SEC (Securities and Exchange Commission) begon een aantal jaar geleden met het onderzoeken van het Swing Pricing systeem voor het behouden van beleggers die al voor een langere tijd aangesloten zijn. Daarnaast werd er uitgezocht of het Swing Pricing systeem kan dienen als een tool voor het beheren van de liquiditeit in perioden waarin grote aflossingen moeten worden gedaan (Radcliffe, 2016).

De praktische en gemakkelijke oplossing die het Swing Pricing systeem biedt is voor steeds meer landen reden om de methode toe te staan. Dit draagt bij aan de populariteit van het systeem wat vervolgens weer kan resulteren in een eventuele invoering van de pricing methode in andere landen (Radcliffe, 2016).



3.2.5 Verschillen met Regular Pricing

De mechanismen van het systeem van Swing Pricing en het systeem van Regular Pricing verschillen met elkaar op een aantal vlakken. De verschillen tussen beide systemen worden met behulp van een voorbeeld nader toegelicht (zie Figuur 11).

3.2.5.1 Voorbeelduitwerking Regular Pricing en Swing Pricing

Dit scenario betreft een in- en uitstroom op een dag van respectievelijk 150 en 40. De NAV bedraagt €10. De kosten zijn bij zowel Regular Pricing als Swing Pricing geschat op honderd basispunten (1%). De op- en afslagen betreffen in beide gevallen dan 1,5 en 0,4. In feite ontstaat er voor 1,10 ((150-40) * 1%) aan kosten.

	Regular		Swing
Toetreding:	150	Toetreding:	150
Uittreding:	40	Uittreding:	40
Saldo:	110	Saldo:	110
Opslag:	1,5	Opslag:	1,5
Afslag:	0,4 +	Afslag:	0,4 -
Saldo	1,9	Saldo:	1,1

Figuur 11: Voorbeelduitwerking Regular Pricing vs. Swing pricing (deel 1)

Bij Regular Pricing wordt een standaard opslag gehanteerd bij toetreding en een standaard afslag bij uittreding. In deze situatie komt dit neer op een uitgifteprijs van 10,10 en een inkoopprijs van 9,90 (zie Figuur 12). Met deze aanpak komt het fonds in totaal 1,90 ten goede. Dit is dus eigenlijk 0,80 (1,90 – 1,10) teveel.

Regular								
15	x	10,10	=	151,5	-	150	=	1,5
4	x	9,90	=	39,6	-	40	=	0,4
								1,9

Figuur 12: Voorbeelduitwerking Regular Pricing vs. Swing pricing (deel 2)

Bij Swing Pricing wordt de NAV met een swing factor aangepast. Vanwege een netto instroom worden zowel toe als- uittredingen in dit geval tegen een verhoogde waarde afgerekend (zie Figuur 13). Dit levert het fonds 1,5 op en kost het fonds 0,4.

Swing								
15	x	10,1	=	151,5	-	150	=	1,5
4	x	10,1	=	40,4	-	40	=	0,4
								1,1

Figuur 13: Voorbeelduitwerking Regular Pricing vs. Swing pricing (deel 3)



3.5.2.2 Toelichting verschillen

Uit bovenstaande uitwerking volgt dat de afwijkingen tussen beide systemen voornamelijk in de uiteindelijke gecorrigeerde waarde zitten. Verder bestaan er ook nog verschillen tussen de correctiepercentages. Ten slotte zijn er ook nog enkele overige afwijkingen.

De correctiepercentages:

In het geval van Swing Pricing worden correcties aangebracht door middel van een swing factor. In het geval van Regular Pricing worden correcties aangebracht met behulp van een op- of afslag. Beide correctiepercentages baseren zich op een brede groep te maken kosten bij de aan- en verkoop van beleggingen. De swing factor kent echter verschillende variaties voor deze bepalingen waarvan enkele op meerdere vlakken verschillen met de bepalingen van een op- en afslag (zie 4.2.1.1 Operationele overwegingen).

Het systeem van Regular Pricing kent een vaste, jaarlijkse op- en afslagvergoeding en een sporadische extra aanpassing in bijzondere situaties. Het systeem van Swing Pricing kent in de basis een vaker wisselende swing factor.

De gecorrigeerde waarde:

Bij Regular Pricing is er sprake van een uitgifte- en een inkoopprijs. Deze worden bij toe- en uittreding ten opzichte van de vastgestelde NAV verhoogd met respectievelijk een opslag of verlaagd met een afslag. Swing Pricing kent een prijs die wordt gevormd door de NAV plus/minus een swing factor.

Regular Pricing kent een opslag direct toe bij toetreding en een afslag bij uittreding. Bij Swing pricing maken we onderscheid tussen de twee standaard implementatiemethoden. In het geval van Full Swing wordt de NAV aangepast bij een verandering van de netto kapitaalstroom. In het geval van Partial Swing wordt de NAV pas gewijzigd bij een overschrijding van de vooraf vastgestelde drempelwaarde met betrekking tot de netto kapitaalstroom.

Overige:

Ten slotte geldt er het volgende met betrekking tot Regular Pricing en Swing Pricing:

1. Voor het gebruik van Swing Pricing zijn aanpassingen in het operationele proces nodig (zie hoofdstuk 4 Vaktechnische gevolgen) (Northern Trust, 2017);
2. Swing Pricing gaat gepaard met andere (additionele) kosten (zie hoofdstuk 5 Financiële gevolgen) (Securities and Exchange Commission, 2018); en
3. Regular Pricing wordt in Nederland voorgeschreven en daarvoor wel ondersteund door de AFM, in tegenstelling tot het systeem van Swing Pricing (zie Hoofdstuk 6 Belemmeringen omtrent regelgeving) (AFM, 2009).



3.3 Resultaten

3.3.1 Interview met fondsbeheerders

Aan de vier geïnterviewde bedrijven (A, B, C en D) is gevraagd in hoeverre zij al gebruik maken van de Swing Pricing methodiek voor de in Nederland en de in het buitenland gevestigde beleggingsfondsen. Daarbij is hen tevens gevraagd de voor- en nadelen van dit systeem te benoemen (zie bijlage blz. 55 t/m 63 voor de volledige interviews en het geclassificeerde overzicht).

Bedrijf A: Bedrijf A past enkel Swing Pricing toe voor haar beleggingsfondsen. De in Luxemburg gevestigde fondsen maken gebruik van de Partial Swing methode. In Nederland wordt gebruik gemaakt van de Full Swing Pricing methodiek. Volgens bedrijf A is het grote voordeel van Full Swing de teniet doening van handelskosten op lange termijn voor aandeelhouders. Er is niet zozeer een nadeel, maar het systeem is wel onderhoudsgevoelig. Dit houdt volgens de fondsbeheerder in dat je periodiek moet toetsen of de kostenniveaus nog wel toereikend zijn. Het is daarnaast lastig om een goede balans voor de kostenniveaus vast te stellen. Je wilt niet te veel, maar ook zeker niet te weinig kosten in rekening brengen.

Bedrijf B: In Nederland maakt een kleine groep beleggingsfondsen van bedrijf B gebruik van Full Swing Pricing. In Ierland wordt daarnaast gebruik gemaakt van de Partial Swing methode. Voor het verklaren van de voor- en nadelen maakt het bedrijf een vergelijking met de Regular Pricing methode. Swing Pricing kent wat minder transparantie, maar past, in tegenstelling tot Regular Pricing, wel saldering toe bij vaststelling van de toe- en uittredingen. De vergoedingen liggen zo dichtbij de werkelijk gemaakte kosten.

Bedrijf C: Bedrijf C maakt voornamelijk gebruik van Full Swing Pricing voor de in Nederland gevestigde beleggingsfondsen. In Luxemburg gevestigde beleggingsfondsen passen Partial Swing toe. Bedrijf C maakt net als bedrijf B een vergelijking met de Regular Pricing methode voor het toelichten van de voor- en nadelen. Bedrijf C geeft daarbij ook aan dat Swing Pricing minder transparant is, maar wel gepaard gaat met saldering. De voorkeur gaat daardoor uit naar deze methodiek.

Bedrijf D: Bedrijf D kent een vergelijkbare hantering als bedrijf A. In Nederland wordt namelijk gebruik gemaakt van Full Swing Pricing. In Luxemburgse beleggingsfondsen wordt Partial Swing Pricing toegepast. Bedrijf D prijst de goede bescherming van klanten bij het gebruik van Swing Pricing. Het nadeel is alleen dat de correcties gebaseerd zijn op geschatte getallen. Dit is echter ook het geval bij andere pricing methodes. Bedrijf D is van mening dat andere pricing methodes geen betere oplossing hebben wat betreft de correcties en de basering op geschatte getallen.

3.4 Samenvatting

Swing Pricing is een methode die rekening houdt met de kosten die ontstaan door de toe- of uittreding van (nieuwe) participanten. Bij Swing Pricing wordt de NAV van een beleggingsfonds aangepast met een swing factor. Deze baseert zich op een brede groep kosten, waaronder commissiekosten. Swing Pricing kent voor het toepassen van de swing factor twee vormen.



De Full Swing methode en de Partial Swing methode. Bij de Full Swing methode wordt de NAV altijd aangepast bij een verandering van de netto kapitaalstroom. Bij Partial Swing wordt de NAV pas aangepast bij een verandering van de netto kapitaalstroom en pas als een bepaald percentage (drempelwaarde) van het fondsvermogen wordt verhandeld. De afwijkingen tussen Regular Pricing en Swing Pricing zitten in de uiteindelijke gecorrigeerde waarde(n) en (in sommige gevallen) in de correctiepercentages. Swing Pricing kent een aantal voor- en nadelen. Zo stimuleert het lange-termijn posities en voorkomt het grote stromen wat in een periode met marktstress bijdraagt aan de stabiliteit en het liquiditeitsbeheer van het fonds. Aan de andere kant moet rekening worden gehouden met een toename van de volatiliteit, omdat de NAV van het fonds verandert door marktontwikkelingen en de toepassing van de swing factor. Swing Pricing wordt momenteel in enkele landen volledig toegepast, waaronder Luxemburg en Ierland. Het ontbreken van de methode in veel andere EU-landen is aan een aantal punten te wijten. Zo ontbreekt het onder andere aan regelgeving op Europees niveau. De vier geïnterviewde bedrijven maken allen gebruik van Swing Pricing. Ook hier geldt een verschil in de mate van gebruik. De bedrijven prijzen de saldering bij het Swing Pricing systeem. De voorkeur gaat mede hierdoor ook uit naar deze methode.



4. Vaktechnische gevolgen

4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk worden in het theoretisch kader de vaktechnische gevolgen toegelicht met betrekking tot het toepassen van het Swing Pricing systeem. Hiermee wordt bedoeld op operationele gevolgen en gevolgen voor de financiële verslaggeving in het bijzonder. Verder zullen er in het deel 'Resultaten' enkele bevindingen van de geïnterviewde fondsbeheerders worden besproken. Tot slot zal er een analyse worden gegeven met betrekking tot de rapportages van de fondsbeheerders.

4.2 Theoretisch kader

4.2.1 Operationele gevolgen

Het operationele proces kan bij toepassing van Swing Pricing op een aantal vlakken worden gewijzigd. Enkele wijzigingen vloeien voort uit de individuele keuzes van fondsbeheerders (4.2.1.1). Met andere wijzigingen moet in het algemeen rekening worden gehouden (4.2.1.2).

4.2.1.1 Operationele overwegingen

Het implementeren van het systeem van Swing Pricing gaat gepaard met een aantal operationele overwegingen. De mate waarin vaktechnische gevolgen plaats zullen vinden is onder andere afhankelijk van beslissingen die uit deze overwegingen voortkomen:

- Full Swing of Partial Swing (de drempelwaarde);
- De swing factor.

Full Swing of Partial Swing

De methoden Full Swing en Partial Swing hebben allebei zowel voor- als nadelen (zie paragraaf 3.2.3 Full Swing vs. Partial Swing). Een beleggingsfonds dient een afweging tussen beide vormen te maken op basis van deze voor- en nadelen. Zo kan een beleggingsfonds zich onder andere afvragen in hoeverre zij een verminderde volatiliteit van de koers prioriteert ten opzichte van een toename van de operationele complexiteit. Indien de fondsbeheerder voor Partial Swing kiest moet er namelijk ook rekening worden gehouden met de drempelwaarde. Deze zal een grotere verandering van het proces met zich meebrengen. Zo zal ook voor dit element onder andere periodieke vaststelling en monitoring moeten plaatsvinden om zo te controleren op juistheid.

Vaststelling van de drempelwaarde:

Op de hoogte van de drempelwaarde zijn, naast de te maken kosten, ook een aantal andere factoren van invloed. Zo is de hoogte onder andere afhankelijk van de mate van liquiditeit van de beleggingen, de grootte van het fonds en het beleggingsbeleid van een fondsbeheerder (Association of the Luxembourg Fund Industry, 2011). De drempelwaarde moet, zoals al eerder in 3.2.3.2 Partial Swing werd aangegeven, de reflectie zijn van een punt wiens overschrijding een trigger vormt voor de fondsbeheerder om beleggingen te kopen of verkopen (Association of the Luxembourg Fund Industry, 2011). In onderstaand figuur 14 is de meest gehanteerde drempelwaarde van een aantal respondenten uit een onderzoek weergegeven.



Figuur 14: Resultaat uit onderzoek naar meest gehanteerde drempelwaarde bij toepassing van Swing Pricing (Association of the Luxembourg Fund Industry, 2011).

Herziening van de drempelwaarde:

Het is gebruikelijk dat de drempelwaarde wordt vastgesteld en beoordeeld door een bepaalde (bestuurs-)commissie (Franklin Templeton, n.d.). Zo wordt de drempelwaarde bij Allianz Global investors, de vermogensbeheertak van de Duitse verzekeringsmaatschappij Allianz, dagelijks gecheckt door een zogenaamde taxatiecommissie. De herziening van de drempelwaarde vindt plaats op kwartaalbasis.

De swing factor

In plaats van een vaste op- en afslag dient in het geval van het Swing Pricing systeem dus een swing factor te worden gevormd. De vorming van deze correctie is, zoals al eerder is aangegeven, in enkele gevallen vergelijkbaar met de vorming van de vaste- op en afslag bij het Regular Pricing systeem, maar niet altijd. Daarnaast zal ook voor dit element periodieke monitoring moeten plaatsvinden om zo te controleren op juistheid.

Vaststelling van de swing factor:

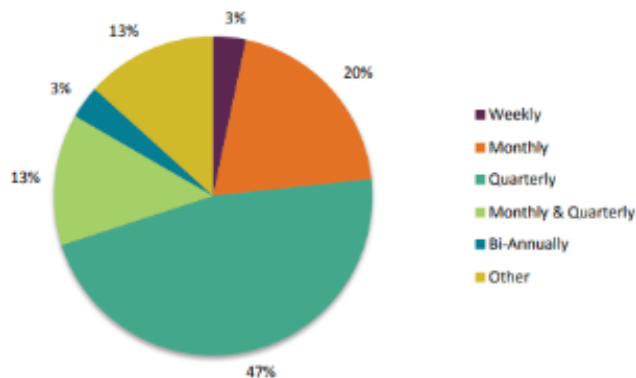
Er zijn meerdere methoden voor het vaststellen van de hoogte van de swing factor. Een eerder in dit verslag besproken methode voor het bepalen van de swing factor betreft het vormen van een swing factor op basis van een brede groep kosten (zie paragraaf 3.2.1 Werking Swing Pricing) en het toepassen van deze op de NAV. Een andere methode focust zich voornamelijk op de spreadkosten (verschil tussen bied- en laatkoersen) van beleggingen in het portfolio van het fonds en voor een deel op transactiekosten die ontstaan als gevolg van in- of verkoop (Association of the Luxembourg Fund Industry, 2011). Voor alle methoden geldt dat voor het hanteren van een juiste swing factor het van belang is om de samenstelling van het portfolio van het fonds voortdurend te controleren (Association of the Luxembourg Fund Industry, 2011).



Herziening van de swing factor:

Uit onderzoek blijkt dat de meeste beheerders van beleggingsfondsen vaak de voorkeur geven aan een herziening van de swing factor op kwartaal- of maandbasis (zie Figuur 15). Bij marktomstandigheden waarbij sprake is van meer volatiliteit hebben fondsbeheerders behoefte aan een meer frequentie herziening (Association of the Luxembourg Fund Industry, 2011).

Swing factor review frequency



Figuur 15: Resultaat uit onderzoek naar de voorkeur met betrekking tot de frequentie van herzieningen bij toepassing van Swing Pricing (Association of the Luxembourg Fund Industry, 2011).

4.2.1.2 Operationele aspecten

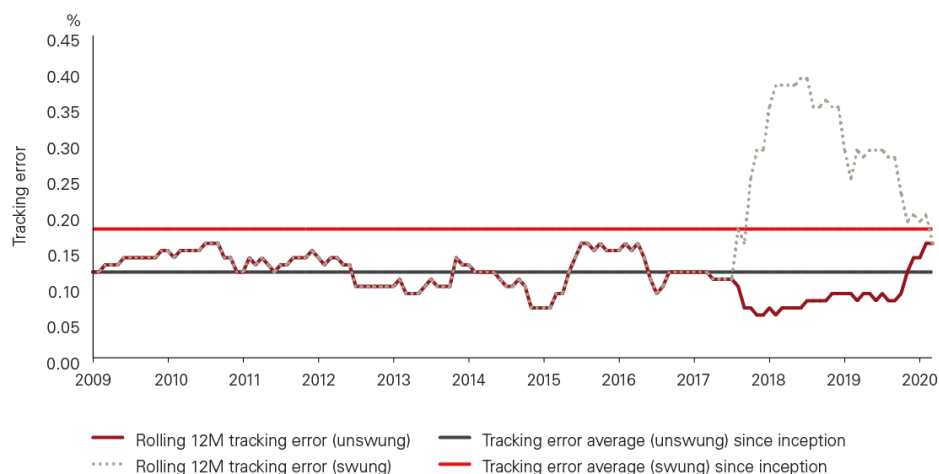
Naast wijzigingen die het gevolg zijn van een keuze tussen Full Swing of Partial Swing en een keuze met betrekking tot de methode voor het bepalen van de swing factor moeten beleggingsfondsen bij het gebruik van Swing Pricing ook rekening houden met een aantal algemene punten.

Beleggingsfondsen ondergaan een gewijzigd proces met betrekking tot de vaststelling en publicatie van de NAV. De verzameling van enige kennis omtrent de kapitaalactiviteiten op een bepaalde dag kan namelijk veel tijd kosten. Het hangt onder meer af van het aantal orders dat wordt ontvangen door de transfer agent⁴. Een te lange tijdsduur kan uiteindelijk vertraging in de hand werken met betrekking tot het completeren van het Pricing proces (Association of the Luxembourg Fund Industry, 2011). Bij toepassing van Swing Pricing moeten verder aangepaste of zelfs nieuwe procedures voor bijzondere gevallen worden opgesteld. Denk bij bijzondere gevallen bijvoorbeeld aan de liquidatie van een fonds, een samenvoeging van twee of meer fondsen, de introductie van een fonds of bepaalde, aparte transacties (Association of the Luxembourg Fund Industry, 2011). Er dient daarnaast een zogenaamd fout-correctiebeleid te worden gevormd. Dit betreft een beleid dat de feiten en/of omstandigheden van een bepaalde situatie analyseert vanuit een zowel kwantitatieve als kwalitatieve basis om zo vast te stellen of er een prijsfout is voorgekomen (Securities and Exchange Commission, 2018).

⁴ Een transfer agent houdt bij wie aandelen van een bepaald beleggingsfonds bezit (Tracy, 2020).



Prijsfouten kunnen tot veel problemen leiden. Denk bijvoorbeeld aan de eerder besproken inschattingsfout die beleggers kunnen maken van het portfoliorisico van het fonds ten opzichte van de benchmark (zie paragraaf 3.2.2.2 Nadelen Swing Pricing) (Association of the Luxembourg Fund Industry, 2011). De tracking error die ontstaat als het gevolg van toepassing van Swing Pricing kan, naast een onjuiste inschatting van het portfoliorisico ten opzichte van de benchmark door beleggers intern mogelijk ook leiden tot een verkeerde berekening van de prestatievergoeding⁵.



Figuur 16: Ontwikkeling van de tracking error met een niet-gewijzigde en gewijzigde NAV (Vanguard, 2020)

In bovenstaand Figuur 16 wordt de ontwikkeling van de hoogte van de tracking error weergegeven bij een gewijzigde (swung) en niet-gewijzigde (unswung) situatie. De twee horizontale lijnen representeren het gemiddelde verloop van de swung en unswung. Volgens de Association of the Luxembourg Fund Industry moeten fondsen uitgaan van een niet-gewijzigde (clean) NAV voor de vaststelling van de hoogte van de prestatievergoeding. Daarnaast moet het fonds met betrekking tot de calculatie van de vergoeding een globale toelichting opnemen in de rapportages. Het is daarbij tevens van belang dat monitoring voortdurend plaats blijft vinden door het management van het fonds (Association of the Luxembourg Fund Industry, 2011). Het is vanwege de hiervoor besproken punten ook van belang om bij de uitvoering van het systeem van Swing Pricing kanalen te plaatsen tussen gebieden die betrokken zijn bij, bijvoorbeeld het periodiek wijzigen van zowel de (swing)factoren als de drempelwaarden, alsmede de afdelingen die deze in de praktijk toepassen (Association of the Luxembourg Fund Industry, 2011).

4.2.2 Overwegingen bij de financiële verslaggeving

In de externe verslaggeving gelden er bij toepassing van Swing Pricing voor een aantal punten andere richtlijnen. Deze hebben te maken met de te verstrekken informatie en de boekhoudkundige verwerking van het gebruik van Swing Pricing in de financiële overzichten.

⁵ De prestatievergoeding is een vergoeding die wordt toegewezen aan de fondsmanager bij het behalen van een bepaalde prestatie ten opzichte van de benchmark.



4.2.2.1 Verstrekking informatie

Bij de verslaggeving dient rekening te worden gehouden met de hoeveelheid informatie die wordt vrijgegeven door het management van het fonds. Te weinig informatie zou kunnen leiden tot onduidelijkheden bij de gewone belegger. Een vaak handelende investeerder zou aan de andere kant bij teveel gegeven informatie de kans van het al dan niet plaatsvinden van een swing kunnen bepalen (Association of the Luxembourg Fund Industry, 2011). Vanwege het bovenstaande is het verstandig voor beleggingsfondsen om details in de financiële overzichten en toelichtingen af te schermen en alleen de hoofdregels van het Swing Pricing systeem te delen. Zo kunnen voor het fonds nadelige ontwikkelingen worden voorkomen (Association of the Luxembourg Fund Industry, 2011).

4.2.2.2 De boekhoudkundige verwerking

Voor de boekhoudkundige verwerking bij het aanpassen met de Swing-factor bestaan er een aantal methodes, te weten:

- De one-line adjustment methode;
- De outside of fund methode.

De one-line adjustment methode is een methode die de wijziging van de NAV gelijk vastlegt. Deze wijziging is opgenomen in de berekening van de nieuwe NAV. Een verdere aanpassing is dan niet toegestaan (Association of the Luxembourg Fund Industry, 2011).

De outside of fund methode is een methode die rekening houdt met wijzigingen door verder te gaan met NAV-aanpassingen buiten de administratiesystemen van het fonds om. Bij het eerstvolgende waarderingsmoment worden de aanpassingen dan doorgevoerd (Zie Figuur 17 voor de voor- en nadelen van beide methodes) (Association of the Luxembourg Fund Industry, 2011).

	One-line adjustment	Outside of fund
Advantages	• Fund accounting NAV is the same as dealing NAV • Easy to implement • NAV fluctuations may make the impact to variable expenses immaterial	• No impact to variable expenses • Parallel processing possible so less impact to NAV delivery • The net benefit for the fund can easily be tracked by reference to the fund-level swing adjustment
Disadvantages	• Potential impact to NAV delivery due to sequential processing requirements • If the fund is growing there may be a significant impact on variable expenses	• Fund accounting NAV is not the same as dealing NAV • Requirement to make fund level adjustment when processing capital activity • Technology builds required

Figuur 17: Voor- en nadelen van one-line adjustment en outside of fund
(Association of the Luxembourg Fund Industry, 2011)



4.3 Resultaten

4.3.1 Interview met fondsbeheerders

Aan de vier geïnterviewde bedrijven (A, B, C en D) is gevraagd hoe zij de overstap naar de Full Swing Pricing methodiek hebben ervaren met betrekking tot operationele wijzigingen. Daarnaast is hen gevraagd naar de operationele gevolgen van een overstap naar de Partial Swing methodiek (zie bijlage blz. 55 t/m 63 voor de volledige interviews en het geclassificeerde overzicht).

Bedrijf A: Bedrijf A stelt dat het operationele proces wat moeilijker zal worden met de drempelwaarde in het geval van Partial Swing. Het is daarom belangrijk om het mechanisme in de rapportages additioneel toe te lichten en, bijvoorbeeld de wijze waarop je de transactiekosten bepaalt duidelijk uit te leggen.

Bedrijf B: Volgens bedrijf B beperken de veranderingen in de (jaar)rapportages zich ook tot enkele wijzigingen in de toelichtingen en de percentages die van toepassing zijn. Dit gaat met enige tijd gepaard die uiteindelijk te overzien is. Het bedrijf stelt dat daarnaast vooral gaat om fondsdocumentatie die dient te worden gepast. Verder zal ook goed moeten worden nagedacht over het vaststellen van de performance van het fonds om deze te vergelijken met de benchmark.

Bedrijf C: Bedrijf C geeft een vergelijkbare verklaring als bedrijf B en stelt dat de werkingen bij Swing Pricing redelijk overeenkomen met de standaarden van andere pricing methoden en dat de wijzigingen daarvoor in een zekere zin meevallen.

Bedrijf D: Het is ten slotte ook volgens bedrijf D, operationeel gezien, niet veel lastiger. Het is alleen een beetje complex om klanten goed op de hoogte te houden van de swing prices en andere bepaalde trade data.

4.3.2 Analyse rapportages

Ter vaststelling van de operationele wijzigingen in de financiële verslaggeving is een praktijkanalyse uitgevoerd (zie 3 Casusanalyse in de bijlagen op blz. 66). Voor de casusanalyse is een onderscheid gemaakt tussen twee groepen. Bedrijven met zowel Regular als Swing Pricing (B en C) en bedrijven met alleen (Full) Swing Pricing (A en D).

1. Bij de analyse van B en C is naar de volgende onderdelen gekeken:

- Kerncijfers;
- Financiële overzichten;
 - o Balans;
 - o Winst- en verliesrekening;
 - o Kasstroomoverzicht;
- Toelichtingen en waarderingsgrondslagen.



2. Bij bedrijf A en D zijn, waar mogelijk, verschillen met de rapportages van Luxemburgse fondsen besproken.

Bedrijf A: Bij de vergelijking van de rapportages met Full Swing en de rapportages met Partial Swing van bedrijf A is een verschil in de toelichtingen opgemerkt. In het geval van Full Swing zijn de zogenaamde kwantificeerbare transactiekosten die ontstaan bij de aan- en verkoop van beleggingen afzonderlijk vermeldt in de toelichtingen. Bij Partial Swing Pricing worden deze kosten hier niet opgenomen.

Bedrijf B: Bij de vergelijking van de rapportages met Regular Pricing en de rapportages met Swing Pricing zijn verschillen in de financiële overzichten en toelichtingen vastgesteld. De verschillen in de financiële overzichten hadden te maken met een differentiële verwerking van de transacties. Bij Regular Pricing werden deze afgewikkeld tegen de toe- en uittredingskoers exclusief de op- en afslagvergoeding. Bij Swing Pricing werden deze afgewikkeld tegen de koers inclusief de swing pricing factor. Het verschil in de toelichting beperkte zich tot de uitleg van het gebruik van een op- en afslag in het geval van Regular Pricing en een swing factor in het geval van Swing Pricing.

Bedrijf C: Bij de vergelijking van de rapportages met Regular Pricing en de rapportages met Swing Pricing zijn enkele verschillen in de toelichtingen opgemerkt. Deze waren echter niet altijd consistent. Er kan daarom niet met zekerheid worden gezegd of deze verschillen het gevolg zijn van toepassing van het Swing Pricing systeem.

Bedrijf D: Bij de vergelijking van de rapportages met Full Swing en de rapportages met Partial Swing van bedrijf D zijn geen duidelijke verschillen vastgesteld.

Algemeen: Uit de analyse van de rapportages blijkt dat elk bedrijf haar eigen invulling heeft van de Swing Pricing methode. Bij het ene bedrijf zijn daarom meer afwijkingen waar te nemen dan bij de ander. Al met al kan worden vastgesteld dat de praktijkanalyse heeft geresulteerd in een beperkt aantal opgemerkte verschillen.

4.4 Samenvatting

Bij het switchen van Regular Pricing naar Swing Pricing is de mate waarin vaktechnische gevolgen plaats zullen vinden onder andere afhankelijk van beslissingen die uit bepaalde overwegingen voortkomen. Zo moet bij de keuze voor Partial Swing ook rekening worden gehouden met de vaststelling en herziening van een drempelwaarde. Voor het vormen van de swing factor bestaan daarnaast verschillende methoden. Bij de verslaggeving moet de hoeveelheid openbaar te maken informatie worden vastgesteld. Daarnaast dient een keuze te worden gemaakt voor de boekhoudkundige verwerking van het Pricing systeem. Verder moet bij Swing Pricing in het algemeen onder andere rekening worden gehouden met een gewijzigde procedure rondom de vaststelling en publicatie van de NAV van het fonds. Voor partijen die nog geen Swing Pricing toepassen zal de overstap naar deze methodiek volgens de geïnterviewde bedrijven geen grote operationele wijzigingen met zich meebrengen.



Dit blijkt, in het geval van de financiële verslaggeving, ook na een analyse van enkele rapportages van de geïnterviewde bedrijven. Uit interviews met de bedrijven en uit de casusanalyse volgt dat aanpassingen zich beperken tot het wijzigen van fondsdocumentaties, het wijzigen van de toelichtingen en het differentieel vaststellen van de performance van een beleggingsfonds. In het geval van Partial Swing zullen er enkele wijzigingen optreden die te maken hebben met de drempelwaarde.



5. Financiële gevolgen

5.1 Inleiding

In dit hoofdstuk worden in het theoretisch kader de financiële gevolgen toegelicht van de toepassing van het Swing Pricing systeem. Hiermee wordt bedoeld op (toe- of afnemende) te maken kosten met betrekking tot het gewijzigde operationele proces. Ten slotte zullen er in het deel 'Resultaten' enkele bevindingen van de geïnterviewde fondsbeheerders worden besproken.

5.2 Theoretisch kader

5.2.1 Proceswijzigingskosten

Er wordt op een aantal vlakken veranderingen doorgevoerd in het operationele proces bij toepassing van de Swing Pricing methode. Deze wijzigingen brengen kosten met zich mee. De kosten zullen hieronder nader worden toegelicht. Paragraaf 5.2.1 bespreekt de implementatiekosten, in paragraaf 5.2.2 wordt verder ingegaan op de gebruikskosten.

5.2.1.1 Implementatie

Het implementeren van Swing Pricing zal voor beleggingsfondsen kosten met zich meebrengen. De hoogte van deze kosten is van meerdere factoren afhankelijk waaronder het liquiditeitsrisico (Securities and Exchange Commission, 2018). De implementatiekosten worden direct veroorzaakt door het fonds zelf of indirect door tussenpersonen, zoals de accountant. Directe kosten kunnen worden gekoppeld aan de swing factor en de drempelwaarde. Indirecte kosten kunnen worden gekoppeld aan de financiële verslaggeving (Securities and Exchange Commission, 2018).

Directe kosten:

Toepassing van Swing Pricing zal in directe uitgaven voor beleggingsfondsen resulteren. Deze zijn gerelateerd aan het installeren en het (gewijzigd) onderhouden van de swing factor. Bij Partial Swing zullen er, naast de swing factor, ook additionele kosten ontstaan. Deze zijn gerelateerd aan het installeren en het onderhouden van de drempelwaarde (Securities and Exchange Commission, 2018).

Indirecte kosten:

Uit een onderzoek van de Amerikaanse beurswaakhond (SEC) is gebleken dat implementatiekosten van Swing Pricing ook ontstaan bij de integratie en plaatsing van regelingen en procedures van de methodiek in de financiële verslaggeving. Het onderzoek stelt daarnaast dat er voor afdelingen waarin wijzigingen in de werkzaamheden plaatsvinden trainingsmaterialen worden gefaciliteerd en/of cursussen worden gegeven (Securities and Exchange Commission, 2018). Dit zou mogelijk kunnen gelden voor personeel van de afdeling financial reporting. Bijscholing zou een juiste uitvoering van, bijvoorbeeld het opstel- en reviewwerk van verantwoordingsoverzichten met Swing Pricing kunnen verzekeren.

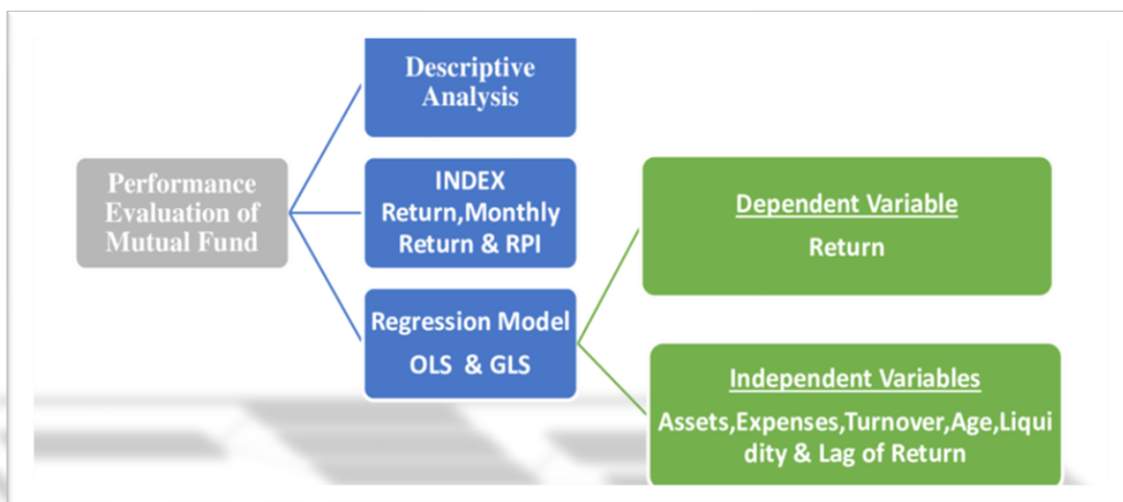


In het onderzoek van de SEC werden de totale eenmalige kosten van implementatie uiteindelijk geschat op zo'n 1,3 tot 2,25 miljoen dollar per fonds. Hiermee moet wel rekening worden gehouden met het feit dat Amerikaanse beleggingsfondsen te maken hebben met differentiële reguleringen op sommige vlakken en daarvoor een ietwat gewijzigd proces doorgaan in vergelijking met Europese beleggingsfondsen.

5.2.1.2 Monitoring

Het is van belang dat de effectiviteit van het Swing Pricing beleid na implementatie wordt gecontroleerd. EY, een groot accountantsfirma, stelt het volgende met betrekking tot het monitoren van het Swing Pricing systeem: "Het swing pricing-proces moet in grote mate mechanisch zijn. Er moet een passend beheersingskader worden ontworpen om de consistente toepassing van de swingfactoren, in overeenstemming met de drempels, te monitoren evenals tijdige communicatie en registratie van elke wijziging in de factoren / drempels aan alle betrokken partijen, met name de fondsbeheerder....." (Ferguson, Nichol, & Cremer, 2019). Uit bovenstaande citaat en het hiervoor besproken deel 'Vaktechnische gevolgen' volgt dat implementatie van Swing Pricing gepaard kan gaan met plaatsingskosten van nieuwe/gewijzigde communicatiekanalen en met ontwerpkosten van nieuwe, passende procedures en/of controlemechanismen. Deze moeten een juist verloop van het proces realiseren door mogelijke afwijkingen te controleren en te corrigeren.

In onderstaand Figuur 18 is een (basis)concept van een control framework van een beleggingsfonds te zien. Deze bestaat uit een beschrijvende analyse, een overzicht van periodieke rendementen en een regressiemodel die kan worden onderverdeeld in afhankelijke en onafhankelijke variabelen. De tak afhankelijke variabele bestaat uit rendement en de tak onafhankelijke variabele wordt onder andere gevormd door activa, onkosten, omzet, leeftijd en liquiditeit (Rauniyar, 2016). Naast het ontwerpen van een beheersingskader zijn er ook al bestaande controlemechanismen om het systeem te toetsen. Zo heeft Deloitte, een andere grote accountantsfirma, een analysetool waarmee toetsing plaats kan vinden. De tool levert uiteindelijk een rapportage op die verslag doet over de controle (Deloitte, n.d.).



Figuur 18: Concept control framework voor beleggingsfondsen (Rauniyar, 2016)



5.2.1.3 Uitbesteding

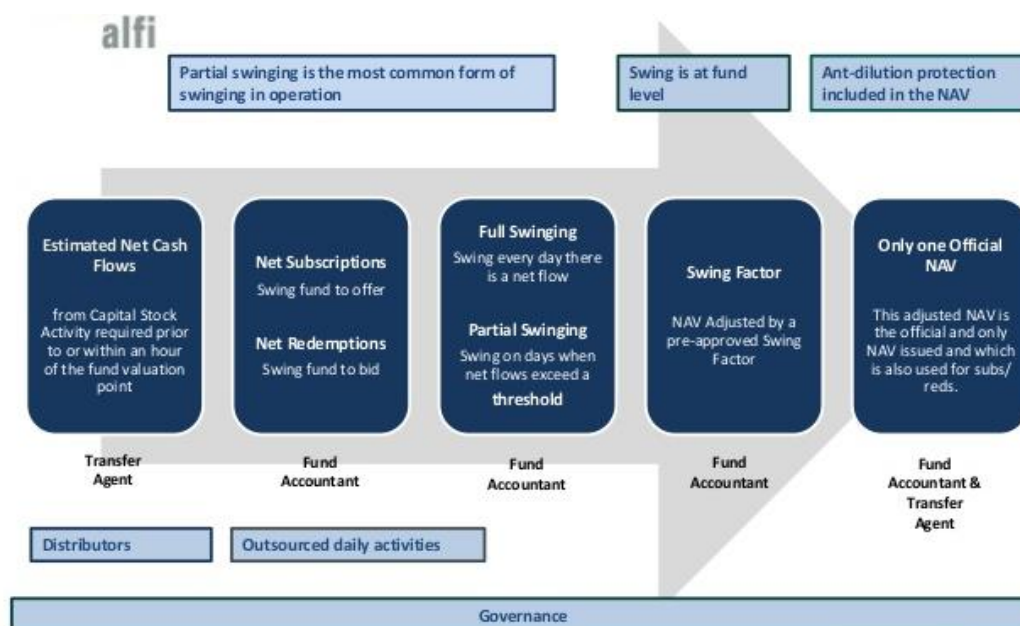
Deloitte heeft niet alleen interne control middelen. Het bedrijf biedt ook andere diensten aan die kunnen bijdragen aan een succesvolle implementatie van het Swing Pricing systeem. Zo kan ook voor het vaststellen van de drempelwaarden en het aantal herzieningen van deze assistentie worden geraadpleegd (Deloitte, n.d.). Verder kan Deloitte advies verlenen wat betreft het opzetten van relevante juridische en regelgevende procedures, de opleiding van interne en commerciële teams en het opzetten van effectieve, interne en externe communicatiekanalen (Deloitte, n.d.).

Fondsbeheerders, accountantskantoren en andere bedrijven die betrokken zijn bij het operationele proces rondom beleggingsfondsen hebben vanwege het bovenstaande omschreven aanbod van diensten ook de keuze om implementatie uit te laten besteden. De bedrijven dienen voor deze keuze een afweging te maken. Uitbesteding zal aan de ene kant mogelijk, in eerste instantie, tot extra kosten kunnen leiden. Aan de andere kant zal uitbesteding vanwege de kennis en expertise van professionals uiteindelijk een meer efficiënte en effectieve werking van het Swing Pricing systeem kunnen realiseren. Uitbesteding zorgt er daarnaast natuurlijk voor dat een bedrijf zich meer kan focussen op haar kernactiviteiten.

5.2.2 Kosten van gebruik

Naast eventuele kosten bij implementatie rest nog de vraag of het uiteindelijke gebruik van Swing Pricing op kostenvlak wel/niet gunstiger zal zijn. Het mechanisme zal vanwege het volgende voordeliger kunnen zijn:

1. Swing Pricing past saldering toe bij vaststelling van de kapitaalactiviteit. Hierdoor hoeft niet altijd verrekening plaats te vinden.
2. Met de drempelwaarde in het geval van Partial Swing hoeft een fondsbeheerder sowieso niet gelijk te handelen (beleggingen kopen of verkopen) bij kleine toe- of uittredingen (vba beleggingsprofessionals, 2013).



Figuur 19: Proces vaststelling en publicatie NAV (nicsa, n.d.)



Aan de andere kant geldt bij Swing Pricing met de saldering dus een gewijzigde vaststelling en publicatie van de NAV (zie Figuur 19). In bovenstaand figuur 19 is het prijszettings- en waarderingsproces van het Swing Pricing systeem afgebeeld. Tussen de zogenaamde 'Cut off time' (het uiterste moment waarop belegger een bestelling kan plaatsen) en het waarderingsmoment van een fonds moet voldoende tijd zitten om zo de kapitaalactiviteit en de uiteindelijke NAV's te kunnen bepalen (Association of the Luxembourg Fund Industry, 2011). Eerder in het verslag werd al aangegeven dat de additionele en differentiële (operationele) stappen die moeten worden ondernomen bij Swing Pricing de totale tijd en moeite met betrekking tot het voltooien van het prijszettings- en waarderingsproces kunnen laten doen toenemen. Dit kan leiden tot extra kosten.

5.3 Resultaten

5.3.1 Interview met fondsbeheerders

Aan de vier geïnterviewde bedrijven (A, B, C en D) is gevraagd hoe zij de overstap naar de Full Swing Pricing methodiek hebben ervaren met betrekking tot financiële kosten. Daarnaast is hen gevraagd naar de financiële gevolgen van een overstap naar de Partial Swing methodiek (zie bijlage blz. 55 t/m 63 voor de volledige interviews en het geclassificeerde overzicht).

Bedrijf A: Volgens bedrijf A zijn de kosten bij een overstap naar de Swing Pricing methodiek te overzien.

Bedrijf B: Bedrijf B deelt de mening van bedrijf A en stelt dat, afgezien van het eenmalig aanpassen van fondsdocumentatie, implementatie niet veel kosten met zich mee brengt. Het switchen naar Swing Pricing kan daarnaast naar verwachting met interne resources plaatsvinden. Advies en/of consultancy van derde partijen is daarbij niet nodig. Bij het gebruik is er over het algemeen sprake van minder of gelijke kosten bij Full Swing. Bij vaste op- en afslag reken je namelijk meestal. Bij Swing Pricing is dat niet altijd het geval vanwege de saldering.

Bedrijf C: Net als bedrijf A en B geeft ook bedrijf C aan dat de kosten bij een overstap naar het systeem van Swing Pricing niet aanzienlijk hoog zullen zijn.

Bedrijf D: Bedrijf D kan niet met zekerheid zeggen of Swing Pricing ten opzichte van andere pricing methodes meer of minder kosten met zich mee zal gaan brengen. Het bedrijf geeft wel aan dat Swing Pricing een nettere methode is voor het beschermen van blijvende participanten. Daarnaast voorkomt het dat toetredende participanten teveel worden benadeeld. Dit overtreft eventuele toenemende kosten ten opzichte van, bijvoorbeeld het Regular Pricing systeem.



5.4 Samenvatting

Bij implementatie van Swing Pricing zullen directe kosten worden gemaakt voor de swing factor en de drempelwaarde. Indirecte kosten kunnen worden gekoppeld aan de integratie en plaatsing van de methode in de financiële verslaggeving. Om de effectiviteit van het systeem te kunnen controleren dient verder een aangepast of nieuw control framework te worden gevormd. Het gebruik zou voordeliger kunnen zijn ten opzichte van Regular Pricing, onder andere vanwege de saldering bij het vaststellen van de kapitaalstroom. Aan de andere kant dient rekening te worden gehouden met een meer tijdrovend proces met betrekking tot het vaststellen en publiceren van de NAV van het fonds. Dit kan leiden tot extra kosten. Uit eerdere opvattingen met betrekking tot wijzigingen bij het operationele proces volgt volgens de geïnterviewde bedrijven dat de te maken kosten bij een overstap naar de Swing Pricing methodiek gering zijn.



6. Belemmeringen omtrent regelgeving

6.1 Inleiding

In dit hoofdstuk worden in het theoretisch kader de belemmeringen besproken omtrent wet- en regelgeving bij Swing Pricing. De geldende wet- en regelgeving en de betrokken instanties worden in kaart gebracht. Verder worden de huidige knelpunten besproken die volgen uit de wet- en regelgeving. Ten slotte zullen er in het deel 'Resultaten' enkele bevindingen van de geïnterviewde fondsbeheerders worden besproken.

6.2 Theoretisch kader

6.2.1 Toezichthouders en wet- en regelgeving

Voor het voorschrijven en/of toestaan van bepaalde pricing methodes voor beleggingsinstellingen in Nederland zijn er twee partijen die enige vorm van betekenis hebben. Dit betreft de AFM op nationaal niveau en de Europese autoriteit voor effecten en markten (hierna: ESMA) op Europees niveau. Verder is qua wet- en regelgeving de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft) van toepassing.

Toezichthouder: AFM

Het toezicht houden op het gedrag van beleggingsinstellingen is in Nederland een taak van de AFM. De AFM controleert of beleggingsinstellingen zich aan de geldende wetten en regels houden. Zij controleert onder meer of instanties zich houden aan hun informatieverplichtingen richting consumenten (Autoriteit Financiële Markten, n.d.). Het doel van de AFM is om met haar toezicht het vertrouwen van beleggers in de financiële markten te beschermen en om transparante en eerlijke financiële markten te stimuleren (banken.nl, n.d.).

Toezichthouder: ESMA

ESMA vervult net als de AFM een toezichthoudende rol. Enkele taken van ESMA betreffen het beoordelen van de risico's voor, bijvoorbeeld beleggers en het bevorderen van de standaardisering van (nationale) toezichtspraktijken. Het doel van ESMA is om beleggers in Europa beter te beschermen en om de orde en stabiliteit op de financiële markten te stimuleren (Europese Unie, n.d.).

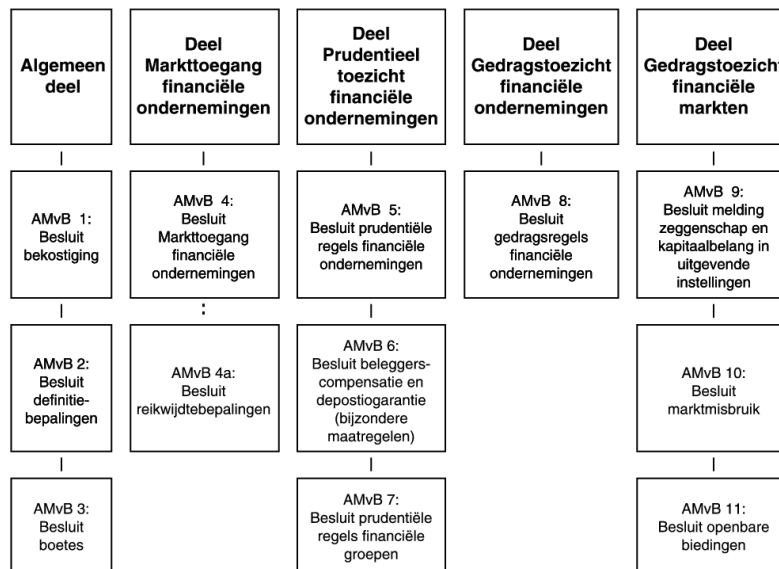
Wetgeving: Wft

Het toezicht op de financiële sector in Nederland is vastgelegd in de Wft (Rijksoverheid, sd). De Wft bestaat uit een aantal delen (zie Figuur 20). Voor (beheerders van) beleggingsinstellingen kent de Wft in de verschillende delen twee relevante onderverdelingen (AFM, sd):

- Het op ICBE-richtlijnen gebaseerd kader voor beheerders van instellingen voor collectieve belegging in effecten (hierna: ICBE) (AFM, sd).



- Het op AIFM-richtlijnen gebaseerd kader. Een Europese richtlijn met geharmoniseerde regels voor beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen die niet als ICBE kwalificeren (AFM, sd).



Figuur 20: Delen van de Wet op het financieel toezicht (Wft)

6.2.2 Knelpunten

Met een volledige invoering van het systeem van Swing Pricing kan op problemen worden gestuit bij de AFM. De toezichthouder schrijft wel de Full Swing methode voor sinds 2007, maar Partial Swing niet. Over het gebruik van Full Swing is de AFM positief gesteld: “Uit onderzoek van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) blijkt dat niet alle beleggingsinstellingen en ICBE’s over voldoende liquiditeitsinstrumenten beschikken. De AFM meent dat het gebruik van “full swing pricing” in veel gevallen leidt tot een beter beheerst aan- en verkoopproces en een goede bescherming tegen verwatering biedt aan participanten” (De Autoriteit Financiële Markten, 2021).

Volgens een rapport van de algemene raad van het Europees comité voor systeemrisico’s, onderdeel van ESMA, moet toepassing van (Full) Swing Pricing echter niet alle beleggingsinstellingen worden aangeraden. Swing pricing kan voor kleine beleggingsinstellingen onhaalbaar zijn, omdat de meerdere totale intrinsieke waarden het een erg kostbaar instrument maken (De algemene raad van het Europees comité voor systeemrisico's, 2017).

6.3 Resultaten

6.3.1 Interview met fondsbeheerders

Aan de vier geïnterviewde bedrijven (A, B, C en D) is gevraagd in hoeverre zij het volledig toestaan van Swing Pricing (zowel Full Swing als Partial Swing) door de AFM in de toekomst in Nederland mogelijk achten (zie bijlage blz. 55 t/m 63 voor de volledige interviews en het geclassificeerde overzicht).



Bedrijf A: Bedrijf A stelt met betrekking tot Full Swing Pricing dat het bij enkele grote partijen al veelvuldig in gebruik is. De AFM stimuleert ook verdere toepassing van het mechanisme. Partijen stappen bij sommige illiquide instrumenten wel af van de standaard Swing. Maatwerk is dan van toepassing. In het hypotheekfonds van bedrijf A zit de oplossing bijvoorbeeld niet in de 'Swing', maar in het toerekenen van de kosten aan klanten die toe- en/of uittreden met behulp van een zogenaamde offer/risk. Deze wordt onder andere gebaseerd op de kosten van het opnemen van een hypotheek in de boeken.

Bedrijf B: Volgens bedrijf B is het duidelijk dat we nu richting Swing Pricing bewegen. Het is alleen niet zeker of dat Full Swing of Partial Swing wordt. Het heeft volgens bedrijf B ook onder meer met de aard van de beleggingen te maken wat betreft welke methodiek het best passend is. Het heeft verder ook met de transparantie te maken. Bij Partial Swing is er meer sprake van vertrouwelijke informatie, bijvoorbeeld omtrent de drempelwaarden die niet (geheel) beschikbaar kunnen worden gesteld. Beleggers zouden kunnen zinspelen op deze informatie en de markt zo kunnen manipuleren.

Bedrijf C: Bedrijf C verwacht anders dan de andere bedrijven geen ondersteuning van de AFM voor de Partial Swing Pricing methodiek. Het bedrijf stelt zelf wel voordelen te zien in het mechanisme vanwege de reductie van de volatiliteit en het feit dat je bij kleine in- en uitstromen niet altijd hoeft te handelen.

Bedrijf D: Bedrijf D verwacht, net als bedrijf B, dat de AFM richting Swing Pricing zal bewegen. Dit houdt dus in dat je uiteindelijk Swing Pricing krijgt voor elk fonds, ook Partial Swing.

6.3.2 Interview met de toezichthouder

Aan de toezichthouder (de AFM) is gevraagd waarom Swing Pricing nog niet volledig wordt toegestaan in Nederland. Daarnaast is gevraagd wat de waarschijnlijkheid is van een volledige invoering van de methode in de toekomst.

Het ontbreken van de mogelijkheid om Partial Swing toe te passen is volgens de AFM volledig te wijten aan het feit dat er bij deze methode toch nog kosten (in kleine mate) ten laste van de zittende beleggers worden gebracht, terwijl een eerder gevormde commissie in Nederland stelde dat het juist niet wenselijk is om toe- en uittredingskosten ten laste van zittende beleggers te brengen. Partial Swing zal hierdoor ook niet op termijn worden voorgeschreven als het aan de AFM zelf ligt. ESMA zou in de toekomst nog wel enige verandering in de houding van de AFM kunnen brengen door voorschrijving te verplichten in alle Europese lidstaten om zo meer consistentie in de Europese markt te realiseren. Naast de voordelen van een gemeenschappelijke markt, oppert ESMA ook voor het gebruik van Swing Pricing door beleggingsfondsen vanwege het functioneren van het mechanisme als een tool voor liquiditeitsbeheer (ESMA, 2021). De AFM geeft aan zich uiteindelijk aan te zullen sluiten bij zo'n eventuele uitleg van ESMA voor het volledige gebruik van Swing Pricing. De AFM is ondertussen namelijk ook voor het realiseren van een gelijk speelveld voor alle beleggers.



6.4 Samenvatting

Full Swing wordt door de AFM sinds 2007 voorgeschreven. Partial Swing wordt echter nog niet toegestaan. Bij Partial Swing worden volgens de AFM toch nog kosten in kleine mate ten laste van zittende beleggers gebracht. Dit is volgens hen onwenselijk. De AFM stelt aan de andere kant wel een gelijk speelveld voor alle beleggers te willen realiseren. De Europese toezichthouder ESMA geeft ook aan voor consistentie te willen zorgen. Naast de voordelen van een gemeenschappelijke markt, oppert ESMA ook voor het gebruik van Swing Pricing door beleggingsfondsen vanwege het functioneren van het mechanisme als een tool voor liquiditeitsbeheer. Het is volgens de geïnterviewde bedrijven duidelijk dat Swing Pricing de toekomst wordt/is. De vraag is echter of dit ook voor Partial Swing geldt. De bedrijven verschillen hierin van mening.



7. Conclusie en aanbevelingen

7.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt antwoord gegeven op de onderzoeksvraag. De onderzoeksvraag luidt als volgt: “In welke mate kan het systeem van Swing Pricing voor beleggingsfondsen in Nederland, rekening houdend met politiek-economische belemmeringen, op de lange termijn een verbeterd alternatief vormen voor Regular Pricing op vaktechnisch en financieel gebied?”

Om de onderzoeksvraag te kunnen beantwoorden zijn vijf deelvragen opgesteld. De beantwoording van deze deelvragen vindt plaats in de paragraaf ‘Deelconclusies’ waarna de beantwoording van de hoofdvraag volgt in de paragraaf ‘Algehele conclusie’. Naar aanleiding van dit onderzoek worden tot slot enkele aanbevelingen gedaan.

7.2 Deelconclusies

De eerste deelvraag luidt als volgt: “Wat is het systeem van Regular Pricing?”. Regular Pricing is een methode om de zittende beleggers van een beleggingsfonds te beschermen tegen kosten die ontstaan door de toe- en uittreding van participanten. Dit wordt gerealiseerd door een uitgifte- en inkoopprijs bij de uitgifte en inkoop van participaties ten opzichte van de vastgestelde NAV te verhogen met een opslag respectievelijk te verlagen met een afslag. Regular Pricing bevordert zo lange-termijnposities en vermindert het liquiditeitsrisico. Het systeem wordt daarbij gekenmerkt door transparantie en door een consistente behandeling van de beleggers. Het ontbreekt bij Regular Pricing echter aan saldering bij vaststelling van de kapitaalactiviteit. De standaard op- en afslagen hebben daarnaast een drukkend effect op de investeringen van beleggers.

De tweede deelvraag luidt als volgt: “Wat is het systeem van Swing Pricing?”. Swing Pricing is een methode om de zittende beleggers van een beleggingsfonds te beschermen tegen kosten die ontstaan door de toe- en of uittreding van participanten. Dit wordt gerealiseerd door de waarde van het fonds, die wordt uitgedrukt in de NAV, aan te passen met een correctiepercentage, de swing factor. Swing Pricing kent twee vormen, te weten:

- Full Swing;
- Partial Swing.

Bij Full Swing wordt de NAV van een beleggingsfonds bij een verandering van de netto-kapitaalstroom altijd aangepast. Bij Partial Swing wordt de NAV van een beleggingsfonds pas aangepast bij een verandering van de netto-kapitaalstroom en pas als een bepaald percentage van het fondsvermogen wordt verhandeld. Swing Pricing gaat gepaard met extra operationele complexiteiten en ongunstige prijsontwikkelingen, maar wordt verder door de saldering gekenmerkt als een goede en nette beschermingsconstructie. Het gaat daarnaast niet alleen procyclisch gedrag tegen, het stimuleert, in tegenstelling tot Regular Pricing ook anticyclisch gedrag en het fungeert met het stimuleren van lange-termijnposities als een tool voor liquiditeitsbeheer.



De derde deelvraag luidt als volgt: “Wat zijn de vaktechnische gevolgen van het toepassen van het Swing Pricing systeem?”. Uit de literatuurstudie volgt dat wijzingen in het operationele proces voortkomen uit het gebruik van een drempelwaarde. Verder brengt het systeem gewijzigde of zelfs nieuw te volgen procedures met zich mee. Het systeem gaat ten slotte gepaard met differentiële verwerkingen in de financiële verslaggeving. Uit het veldonderzoek komen minder wijzigingen naar voren waarvan enkele in overeenstemming zijn met de resultaten uit de literatuurstudie. Deze hebben betrekking op de drempelwaarde, de toelichtingen in verantwoordingsoverzichten en het vaststellen van de performance van een fonds.

De vierde deelvraag luidt als volgt: “Wat zijn de financiële gevolgen van het toepassen van het Swing Pricing systeem?”. Uit literatuurstudie volgt dat kosten ontstaan bij implementatie en monitoring van de swing factor, de drempelwaarde en diverse procedures en/of regelingen rondom deze. Ten slotte komen kosten naar voren bij doorvoering van Swing Pricing in de financiële verslaggeving. Uit het veldonderzoek komen geringe te maken kosten bij implementatie naar voren. Het gaat hierbij om kosten voor het aanpassen van fondsdocumentatie. Uit de literatuurstudie en het veldonderzoek volgt wel eenduidig dat Swing Pricing niet zozeer gepaard gaat met minder/meer kosten bij gebruik.

De vijfde deelvraag luidt als volgt: “Welke politiek-economische belemmeringen zijn er voor de invoering van het systeem van Swing Pricing? De AFM en ESMA zijn de twee toezichthoudende instanties zijn op beleggingsfondsen op respectievelijk nationaal en Europees niveau. De Wft is als regelgevend kader daarbij van toepassing. De toezichthouder en de huidige wetgeving op nationaal niveau staan volledige gebruik van Swing Pricing vooralsnog niet toe. Bij Partial Swing komen volgens de toezichthouder namelijk toch nog kosten van toe- en uittreding (in kleine mate) voor de rekening van zittende beleggers. Een commissie in Nederland stelde eerder dat het juist niet wenselijk is om deze kosten te verhalen op zittende beleggers.

7.3 Algehele conclusie

Met de bovenstaande beantwoordingen van de vijf deelvragen kan een antwoord worden gegeven op de hoofdvraag.

Uit de resultaten van dit onderzoek kan geconcludeerd worden dat Swing Pricing vanwege de saldering een geschiktere methode is om zittende participanten te beschermen tegen kosten die worden veroorzaakt door toe- en/of uittreding. Het adequaat toepassen van de methode brengt wel extra operationele complexiteiten met zich mee. De mate waarin deze complexiteiten zorgen voor een verdere toename van de verschillen tussen Regular Pricing en Swing Pricing op vaktechnisch en financieel gebied is niet met zekerheid vast te stellen. Uit de literatuurstudie volgen enkele afwijkingen op vaktechnisch en financieel vlak, echter uit het veldonderzoek volgen weinig tot geen verschillen. Er kan in ieder geval worden geconcludeerd dat de wijzigingen in het operationele proces betrekking hebben op de vorming van de toelichtingen in de financiële verslaggeving, de vaststelling van de performance en de drempelwaarde in het geval van Partial Swing. Verder zal het gebruik van Swing Pricing uiteindelijk niet veel meer/minder kosten met zich meebrengen.



Op basis van het onderzoek naar knelpunten en de beweegredenen van de AFM om Partial Swing voorsnog niet toe te staan, kan worden geconcludeerd dat een volledige invoering van Swing Pricing in Nederland op de korte termijn nog niet aan de orde is. Dit is te wijten aan het feit dat bij Partial Swing toch nog kosten ten laste van zittende beleggers wordt gebracht, terwijl een eerder gevormde commissie in Nederland stelde dat het niet wenselijk is om deze te verhalen op blijvende participanten. Op de lange termijn zou mogelijk wel sprake kunnen zijn van volledige invoering. Dit is voor een groot gedeelte afhankelijk van de koers van ESMA in de komende jaren.

7.4 Discussie

Uit het onderzoek volgen enkele interpretaties uit de resultaten. Verder is er een beperking opgetreden die hieronder nader wordt toegelicht.

Operationele en/of financiële veranderingen blijken voor fondsbeheerders in de praktijk dus een minder grote rol te spelen. Deze zijn aanwezig en daarvoor wellicht onderwerp van een (kwantitatief) vervolgonderzoek, maar het gaat volgens hen in de essentie meer om het overtreffen van de algemene werking van Swing Pricing ten opzichte van Regular Pricing.

Het vraagstuk met betrekking tot volledige invoering van Swing Pricing in Nederland ligt eigenlijk bij de belegger. De (zittende) Nederlandse belegger moet een afweging maken en zichzelf afvragen of de voordelen van de Partial Swing methode opwegen tegen eventuele kosten van toe- en uittreding die in kleine mate toch nog op hen zouden kunnen worden verhaald. De welwillendheid van Nederlandse beleggers met betrekking tot het in kleine mate opdraaien voor de kosten die ontstaan bij toe- en uittreding kan eveneens onderwerp zijn van een relevant vervolgonderzoek.

Zoals al eerder aan het begin van dit verslag is aangegeven is met behulp van meerdere bronnen getracht om een betrouwbaar onderzoek te verrichten (zie 1.5 Methodische aanpak). Het onderzoek dat in dit verslag is verricht heeft in dat opzicht een beperking. In het theoretisch kader zijn in enkele gevallen stukken informatie opgenomen die na de interviews met fondsbeheerders nog zijn bestudeerd. Toetsing van deze informatie in de praktijk heeft dus niet plaatsgevonden, waardoor in dat geval geen sprake is van triangulatie. In het vervolg kan dit worden voorkomen met een betere planning van de literatuurstudie en het veldonderzoek.

7.5 Aanbevelingen

Het onderzoek wees uit dat de algemene werking van Swing Pricing voordeliger is dan de werking van Regular Pricing. Het advies aan Nederlandse fondsbeheerders is daarom om Swing Pricing, in overeenstemming met de kenmerken van een bepaald fonds, meer toe te passen. De fondsbeheerders dienen daarbij in ieder geval differentiële verwerkingen van de toelichtingen in de externe verantwoordingsoverzichten en een gewijzigde vaststelling van de performance van een fonds in aanmerking te nemen. Met meer of minder te maken kosten bij het uiteindelijke gebruik van de methode hoeven fondsbeheerders geen rekening te houden. Om een competitief voordeel te behalen is het advies aan Solutional om zich in een vroeg stadium meer te verdiepen in de materie rondom Swing Pricing. Dit geldt tevens voor Nederlandse beleggers en andere financiële instellingen die diensten verlenen of producten aanbieden die gerelateerd zijn aan vermogensbeheer. De pricing methode wordt vanwege haar voordelen steeds populairder. De kans is daarnaast aanwezig dat de AFM, in lijn met de beleidsbepalingen van ESMA, ook Partial Swing op de lange termijn zal gaan toestaan. Bij toepassing van Partial Swing zullen fondsbeheerders dan eveneens rekening moeten houden met de installatie en het periodiek onderhouden van een drempelwaarde.



Nawoord

In dit deel reflecteer ik op de uitvoering van mijn scriptieonderzoek. De reflectie wordt onderverdeeld in een taakreflectie en een zelfreflectie. Tot slot volgt ook nog een overall-reflectie.

Taakreflectie

De taakreflectie bestaat uit een reflectie op het literatuuronderzoek, de gehanteerde onderzoeksmethodologie en de onderzoeksuitkomsten.

Literatuuronderzoek:

De theorie was in grote mate bruikbaar voor het onderzoek. Met de vaktechnische artikelen van fondsbeheerders konden de werkingen en de voor- en nadelen van de pricing methodes worden beschreven. Reeds eerder uitgevoerde onderzoeken van, bijvoorbeeld de ALFI en de SEC naar Swing Pricing leverden daarnaast bruikbare inzichten op in de kosten en operationele toepassingen bij gebruik van Swing Pricing.

Het theoretisch kader bood ook voldoende handvatten om het onderzoek uit te voeren. De literatuur kon in veel gevallen worden vergeleken met de uitkomsten van het veldonderzoek.

De kernbegrippen uit de probleemstelling en onderliggende deelvragen konden over het algemeen aan de hand van de literatuur worden gedefinieerd en onderzocht, maar niet altijd. De politiek-economische belemmeringen waren niet helemaal duidelijk uit de literatuur op te maken, waardoor aanvullende inzichten uit een interview met de toezichthouder nodig was.

Voor een betere balans tussen de theorie en de uitkomsten van de interviews en de casusanalyse was wellicht wat minder literatuuronderzoek nodig. De informatie met betrekking tot de vaktechnische en financiële gevolgen had bijvoorbeeld wat beknopter kunnen worden neergezet en meer kunnen worden uitgedrukt in harde cijfers.

Gehanteerde onderzoeksmethodologie:

De dataverzamelmethode bestond in dit onderzoek uit een literatuurstudie en een veldonderzoek. Tot het veldonderzoek behoorden interviews met verschillende fondsbeheerders, een interview met de toezichthouder op het gebied van beleggen en een analyse van enkele rapportages van de geïnterviewde fondsbeheerders. Ik ben van mening dat de literatuurstudie en het veldonderzoek zeer nuttig waren voor dit onderzoek. De methoden leverden elk een bijdrage aan de beantwoording van de probleemstelling en de onderliggende deelvragen, waardoor ook vergelijking tussen de voortgekomen inzichten mogelijk was.

De onderzoeksdoelgroep heb ik met behulp van het netwerk van Solutional kunnen bereiken. Enkele contactpersonen bij klanten en/of partners van Solutional werden benaderd met de vraag of iemand binnen de organisatie een aantal vragen wilde beantwoorden ten behoeve van een scriptie onderzoek naar Swing Pricing. De doelgroep werkte in veel gevallen mee. De organisaties koppelden mij aan een werknemer met voldoende deskundigheid over het onderwerp. De geïnterviewde personen verzochten mij ook de vragenlijst van te voren op te sturen om zo de beoogde response te realiseren.



In een enkel geval werd niet meegewerkt. Om de operationele wijzigingen in de financiële verslaggeving vanuit de praktijk vast te stellen werden ook accountantskantoren benaderd voor een interview. Zij waren echter vanwege de drukke werkperiode niet beschikbaar. Om het verslag toch nog te kunnen voorzien van deze relevante informatie zijn verschillende situaties uitgewerkt. Uiteindelijk is gekozen om deze informatie vanuit de praktijk naar voren te brengen met behulp van de interviews met fondsbeheerders en de analyse van de verantwoordingsoverzichten.

De betrouwbaarheid van het onderzoek kon worden verhoogd door meer tijd te nemen bij de selectie van de onderzoeksdoelgroep. Het was het onderzoek ten goede gekomen als op voorhand naar de gebruikte pricing methode bij een fondsbeheerder werd gevraagd. Een onderzoeksdoelgroep met fondsbeheerders die alleen Swing Pricing hanteren, fondsbeheerders die alleen Regular Pricing hanteren en fondsbeheerders die zowel Swing Pricing als Regular Pricing hanteren had wellicht in ietwat gewijzigde uitkomsten geresulteerd.

Onderzoeksuitkomsten:

De uitkomsten van het onderzoek hebben tot voldoende inzichten geleid waarmee relevante aanbevelingen konden worden gedaan.

De resultaten voldeden niet helemaal aan het verwachtingspatroon. De verwachting was dat Swing Pricing in een bepaalde mate voordeliger/nadeliger zou zijn op vaktechnisch en/of financieel gebied en dat dit de doorslag zou geven op de vraag of de methode een verbetering is ten opzichte van Regular Pricing. Uit de literatuurstudie volgden wel een aantal verschillen. Uit de interviews met de geïnterviewde bedrijven over de praktijk volgde echter dat het meer om de algemene werkingen van beide methoden gaat.

Voor de totstandkoming van uitkomsten is voor het grootste gedeelte op een juiste manier gebruik gemaakt van de theorie en de onderzoeksmethoden. De selectie van de onderzoeksdoelgroep had, zoals eerder aangegeven, alleen wat beter uitgevoerd kunnen worden.

Zelfreflectie

Bij de zelfreflectie bespreek ik aan de hand van de STARR-methode een enkele situatie die zich gedurende mijn onderzoek voordeed en die ik als zeer leerzaam beschouw.

Situatie:

De situatie speelde zich ongeveer twee maanden af na de start van mijn stage. Ik had mijn eerste interview met een fondsbeheerder. Na afloop van het interview vroeg de geïnterviewde persoon van de fondsbeheerder of ik mijn onderzoek verder kon toelichten. De persoon gaf na mijn toelichting aan dat een deel van het onderzoek wellicht achterhaald was, omdat Full Swing door veel grote partijen al voor een bepaalde mate wordt gebruikt.



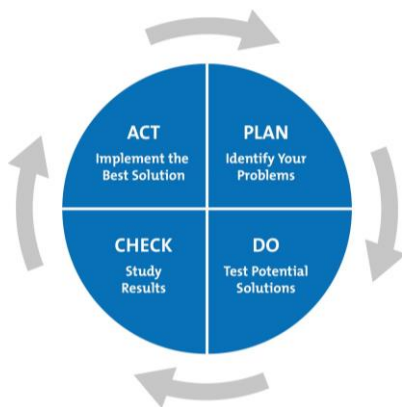
Taak:

Mijn rol was op dat moment om, in overeenstemming met de eerder afgesproken inhoudelijke begeleiding in het plan van aanpak, het probleem te melden bij de bedrijfsbegeleider. Het doel daarbij was om na te gaan of inderdaad sprake was van een beperking van het onderzoek. Van mij werd er verwacht een duidelijke omschrijving van het probleem te geven en om met mogelijke oplossingen te komen die dit probleem zou kunnen verhelpen.

Actie:

Het probleem is dus aangepakt door de kwestie te melden bij de bedrijfsbegeleider. Aan hem zijn verschillende vervolgstappen voorgelegd, waarvan een enkele is geselecteerd. Deze is vervolgens voorgelegd aan de docentbegeleider. In overeenstemming met de docentbegeleider is het onderzoek deels bijgestuurd. De wijzigingen heb ik vervolgens verwerkt in het plan van aanpak.

Voor bovenstaande handelwijze is het PDCA-model (Plan, Do, Act and Check) als basis genomen (zie Figuur 21). Dit is een model dat in onderzoeken en in de bedrijfsvoering vaak wordt gehanteerd voor het realiseren van kwaliteitsverbetering.



Figuur 21: Het PDCA-model

Resultaat:

De bovenstaande handelwijze heeft goed uitgepakt. De docentbegeleider heeft de aanpassingen in het plan van aanpak uiteindelijk goedgekeurd.

Reflectie:

Als ik terugkijk op deze situatie vind ik dat er adequaat is gehandeld. De eerder gemaakte afspraken en werkwijzen zijn goed opgevolgd. Dit heeft geleid tot een betere verrichting van het onderzoek en daarvoor ook meer relevante en betrouwbare resultaten. Ik heb van deze situatie geleerd dat niet altijd alles volgens plan zal gaan en dat bijsturing in sommige gevallen nodig kan zijn om het beoogde resultaat te behalen. In het vervolg wil ik hier veel meer rekening mee gaan houden. Wat ik in deze situatie heb geleerd zou ik ook zeker in andere situaties kunnen toepassen. Denk bijvoorbeeld aan een ander te vormen verslag bij een latere studie of bij taakuitvoeringen voor een werkgever.



Overall-reflectie

De Overall-reflectie betreft een reflectie op de eerder gekozen leerdoelen en de beroepscomponenten (onderzoekend vermogen, professioneel vakmanschap en verantwoord handelen).

Leerdoelen

Voorafgaand aan dit onderzoek zijn twee leerdoelen gekozen:

- “Opstellen en analyseren van externe verantwoordingsoverzichten, rekening houdend met richtlijnen en wet- en regelgeving.”
- “ Adviseren over financiële vraagstukken, rekening houdend met fiscale aspecten en financiële risico’s.”

Het eerste leerdoel is gerealiseerd met de studie van de rapportages van geïnterviewde fondsbeheerders. Het tweede leerdoel heb ik kunnen realiseren met het geven van een aanbeveling voor fondsbeheerders om Swing Pricing meer toe te passen. Met de aanbevelingen richting Solutional is eigenlijk ook het volgende leerdoel gerealiseerd:

“ Faciliteren van inzicht in de externe omgeving van een organisatie en het geven van advies aan het (lijn)management met als doel het nemen van de juiste beslissingen voor een organisatie.”

Beroepscomponenten

Onderzoekend vermogen:

Bij de literatuurstudie was veel informatie over Swing Pricing te vinden. De geïnterviewde fondsbeheerders konden ook uitgebreid over het onderwerp vertellen. Bij de vorming van het verslag is met een kritische blik naar de voortgekomen informatie gekeken. Daarbij is een zorgvuldige afweging gemaakt met de op te nemen informatie om zo alleen de meest relevante inzichten voor de conclusie en aanbevelingen te presenteren.

Professioneel vakmanschap:

Met Solutional en de bedrijfsbegeleider zijn van te voren afspraken gemaakt om een goede uitvoering van het afstudeertraject te realiseren. Vanuit de opleiding is daarnaast getracht gestructureerd en planmatig te werk te gaan met behulp van het plan van aanpak. Reflectie over het eigen handelen ten opzichte van de afspraken met Solutional en de bedrijfsbegeleider en ten opzichte van het plan van aanpak heeft daarbij periodiek plaatsgevonden.

Verantwoord handelen:

Gedurende het afstudeertraject is voortdurend getracht om op een verantwoorde manier te handelen. Zo is rekening gehouden met de verwerking van betrouwbare informatie. De geïnterviewde fondsbeheerders is bijvoorbeeld op voorhand gevraagd naar hun voorkeuren met betrekking tot het anonimiseren van bepaalde gegevens.



Literatuurlijst

- Achmea Investment Management. (2020, April 8). *Aanpassing voorwaarden voor op- en afslagkosten*. Opgehaald van [achmeainvestmentmanagement.nl](https://www.achmeainvestmentmanagement.nl/particulier/nieuws/aanpassing-voorwaarden-voor-op--en-afslagkosten):
<https://www.achmeainvestmentmanagement.nl/particulier/nieuws/aanpassing-voorwaarden-voor-op--en-afslagkosten>
- AFM. (2009). *AFM Aanbevelingen Beleggingsinstellingen*. Amsterdam: AFM.
- AFM. (sd). *Informatie voor beleggingsinstellingen*. Opgehaald van [afm.nl](https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/doelgroepen/aifm): <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/doelgroepen/aifm>
- AFM. (sd). *Veel voorkomende risico's bij beleggen*. Opgehaald van [afm.nl](https://www.afm.nl/nl-nl/consumenten/themas/producten/beleggen/veelvoorkomende-risico#:~:text=Liquiditeitsrisico%20is%20het%20risico%20dat,kunnen%20worden%20op%20de%20beurs.): [https://www.afm.nl/nl-nl/consumenten/themas/producten/beleggen/veelvoorkomende-
risico#:~:text=Liquiditeitsrisico%20is%20het%20risico%20dat,kunnen%20worden%20op%20de%20beurs.](https://www.afm.nl/nl-nl/consumenten/themas/producten/beleggen/veelvoorkomende-risico#:~:text=Liquiditeitsrisico%20is%20het%20risico%20dat,kunnen%20worden%20op%20de%20beurs.)
- allesoverrechten.nl. (sd). *Bewaarneming*. Opgehaald van [allesoverrechten.nl](https://www.allesoverrechten.nl/artikelen/overeenkomstenrecht/bewaarneming):
<https://www.allesoverrechten.nl/artikelen/overeenkomstenrecht/bewaarneming>
- Allianz Global Investors. (2020). *Introduction of Swing Pricing Methodology*. München: Allianz Global Investors.
- ASN Beleggingsinstellingen Beheer B.V. (2019). *Toelichting op- en afslagen*. Den Haag: ASN Beleggingsinstellingen Beheer B.V.
- association française de la gestion financière. (2017). *Liquidity risk management tools in open-ended funds*. Parijs: association française de la gestion financière.
- Association of the Luxembourg Fund Industry. (2011). *Swing Pricing*. Luxembourg: Association of the Luxembourg Fund Industry.
- Autoriteit Financiële Markten. (sd). *Veelgestelde vragen over beleggen*. Opgehaald van [afm.nl](https://www.afm.nl/nl-nl/consumenten/veelgestelde-vragen/beleggen-algemeen#:~:text=De%20AFM%20houdt%20toezicht%20op,hel%20jaarverslag%20en%20het%20prospectus.):
[https://www.afm.nl/nl-nl/consumenten/veelgestelde-vragen/beleggen-
algemeen#:~:text=De%20AFM%20houdt%20toezicht%20op,hel%20jaarverslag%20en%20het%20prospectus.](https://www.afm.nl/nl-nl/consumenten/veelgestelde-vragen/beleggen-algemeen#:~:text=De%20AFM%20houdt%20toezicht%20op,hel%20jaarverslag%20en%20het%20prospectus.)
- banken.nl. (sd). *Autoriteit Financiële Markten*. Opgehaald van [banken.nl](https://www.banken.nl/bank/autoriteit-financiele-markten#:~:text=De%20Autoriteit%20Financi%C3%ABle%20Markten%20(AFM,transparante%20financi%C3%ABle%20markten%20te%20bevorderen.):
[https://www.banken.nl/bank/autoriteit-financiele-
markten#:~:text=De%20Autoriteit%20Financi%C3%ABle%20Markten%20\(AFM,transparante
%20financi%C3%ABle%20markten%20te%20bevorderen.](https://www.banken.nl/bank/autoriteit-financiele-markten#:~:text=De%20Autoriteit%20Financi%C3%ABle%20Markten%20(AFM,transparante%20financi%C3%ABle%20markten%20te%20bevorderen.)
- Bedrijf A. (2019). *Jaarverslag 2019*. Den Haag: Bedrijf A.
- Bedrijf B. (2013). *Jaarverslag 2012*. Den Haag: Bedrijf B.
- Bedrijf B. (2020). *Essentiële beleggersinformatie*. Den Haag: Bedrijf B.
- Bedrijf B. (2020). *Halfjaarbericht 2020*. Den Haag: Bedrijf B.
- Bedrijf C. (2019). *Jaarverslag 2019*. Rotterdam: Bedrijf C.



- Beleggen voor beginners. (sd). *Wat is een spread?* Opgehaald van [lerenbeleggenvoorbeginners.com](https://lerenbeleggenvoorbeginners.com/kennisbank/brokers/wat-is-een-spread/):
<https://lerenbeleggenvoorbeginners.com/kennisbank/brokers/wat-is-een-spread/>
- Benders, L. (2020, Augustus 24). *riangulatie (mixed methods) in je scriptie*. Opgehaald van Scribbr:
<https://www.scribbr.nl/onderzoeksmethoden/triangulatie-mixed-methods/>
- Bosma, R. (2011, September 25). *Swing Pricing*. Opgehaald van [Fondsnieuws.nl](https://www.fondsnieuws.nl/columns/wmp/swing-pricing):
<https://www.fondsnieuws.nl/columns/wmp/swing-pricing>
- BUX Zero. (2020, Oktober 2). *Wat is financiële transactie belasting en wanneer betaal ik het?*
Opgehaald van [buxzerosupport.getbux.com](https://buxzerosupport.getbux.com/nl/support/solutions/articles/1000294225-wat-is-financi%C3%ABle-transactie-belasting-en-wanneer-betaal-ik-het-#:~:text=Een%20financi%C3%ABle%20transactiebelasting%20is%20een,voor%20transacties%20in%20financi%C3%ABle%20ins):
<https://buxzerosupport.getbux.com/nl/support/solutions/articles/1000294225-wat-is-financi%C3%ABle-transactie-belasting-en-wanneer-betaal-ik-het-#:~:text=Een%20financi%C3%ABle%20transactiebelasting%20is%20een,voor%20transacties%20in%20financi%C3%ABle%20ins>
- Chen, J. (2020, November 5). *Redemption Fee*. Opgehaald van [Investopedia.com](https://www.investopedia.com/terms/r/redemptionfee.asp#:~:text=A%20redemption%20fee%20is%20a,within%20a%20specified%20time%20frame):
<https://www.investopedia.com/terms/r/redemptionfee.asp#:~:text=A%20redemption%20fee%20is%20a,within%20a%20specified%20time%20frame>.
- De algemene raad van het Europees comité voor systeemrisico's. (2017). *Aanbevelingen voor wat betreft liquiditeits- en hefboomfinancieringrisico's in beleggingsinstellingen*. Frankfurt: De algemene raad van het Europees comité voor systeemrisico's.
- De Autoriteit Financiële Markten. (2021, Maart 16). *AFM informeert beleggingsinstellingen periodiek over ontwikkelingen rond coronacrisis*. Opgehaald van [afm.nl](https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2021/mrt/afm-informeert-bi-periodiek-coronacrisis): <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2021/mrt/afm-informeert-bi-periodiek-coronacrisis>
- Deloitte. (2016). *Swing Pricing*. Rotterdam: Deloitte.
- Deloitte. (sd). *Swing Pricing*. Opgehaald van [2.deloitte.com](https://www2.deloitte.com/lu/en/pages/investment-management/solutions/swing-pricing.html):
<https://www2.deloitte.com/lu/en/pages/investment-management/solutions/swing-pricing.html>
- ESMA. (2021, Maart 26). *ESMA CONSULTS ON THE FRAMEWORK FOR EU MONEY MARKET FUNDS*. Opgehaald van [esma.europa.eu](https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-framework-eu-money-market-funds): <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-framework-eu-money-market-funds>
- Europees comité voor systeemrisico's. (2017). *Aanbeveling van het Europees comité voor systeemrisico's voor wat betreft liquiditeits- en hefboomfinancieringrisico's in beleggingsinstellingen*. Brussel: Europese Unie.
- Europese Unie. (sd). *Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA)*. Opgehaald van [europa.eu](https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma_nl): https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma_nl
- Ferguson, M., Nichol, K., & Cremer, J.-M. (2019, Juli 30). *CSSF FAQ - Swing Pricing Mechanism*. Opgehaald van [ey.com](https://www.ey.com/en_lu/wealth-asset-management/luxembourg-market-pulse/cssf-faq---swing-pricing-mechanism): https://www.ey.com/en_lu/wealth-asset-management/luxembourg-market-pulse/cssf-faq---swing-pricing-mechanism
- Franklin Templeton. (sd). *Swing Pricing*. Opgehaald van [franklintempleton.lu](https://www.franklintempleton.lu/investor/resources/investor-tools/swing-pricing):
<https://www.franklintempleton.lu/investor/resources/investor-tools/swing-pricing>



- FXminds. (2020, November 17). *Wat is commissie in forex?* Opgehaald van fxminds.nl:
<https://fxminds.nl/forex-kennisbank/brokers/commissie/>
- HomeFinance.nl. (sd). *Illiquide markt*. Opgehaald van HomeFinance.nl:
<https://www.homefinance.nl/algemeen/woordenlijst/illiquide-markt.asp#:~:text=Een%20illiquide%20markt%20is%20een,prijs%20uit%20te%20laten%20voeren.>
- Jin, D., Kacperczyk, M., Kahraman, B., & Suntheim, F. (2019). *Swing Pricing and Fragility in Open-end Mutual Funds*. Washington D.C.: IMF.
- Lewrick, U., & Schanz, J. (2017). *Is the price right?* Bazel: Bank for International Settlements.
- Morningstar. (2004, Maart 18). *De waarde van uw beleggingsfonds*. Opgehaald van Morningstar.be:
<https://www.morningstar.be/be/news/34801/de-waarde-van-uw-beleggingsfonds.aspx#:~:text=De%20intrinsieke%20waarde%20wordt%20berekend,uitstaan%20de%20participaties%20van%20het%20fonds.>
- nicso. (sd). *Swing Pricing 101*. Opgehaald van nicso.org:
<https://www.slideshare.net/nicsoonline/nicso-webinar-swing-pricing-101>
- Northern Trust. (2017). *Swing Pricing*. Chicago: Northern Trust.
- Novick, B., Golub, B., Kushel, R., Cound, J., Walters, K., & Rosenblum, A. (2014). *Fund structures as systemic risk mitigants*. New York: BlackRock.
- Oliver, J., Roodt, C., & Paull, J. (2019). Liquidity risk management - a look at the tools available. *Performance magazine*.
- PIMCO. (sd). *Investment Grade Credit Strategy*. Opgehaald van nl.pimco.com:
<https://nl.pimco.com/en-nl/investments/strategies/investment-grade-credit-strategy>
- Radcliffe, G. (2016, Februari). SWING PRICING: The swing of things. (N. Pratt, Interviewer)
- Rauniyar, A. (2016, Augustus). *Conceptual Framework of Performance Evaluation of Mutual Funds*. Opgehaald van ResearchGate: https://www.researchgate.net/figure/Conceptual-Framework-of-Performance-Evaluation-of-Mutual-Funds_fig2_306119143
- Rijksoverheid. (sd). *Wet op het financieel toezicht (Wft)*. Opgehaald van rijksoverheid.nl:
<https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/financiele-sector/wet-op-het-financieel-toezicht-wft>
- Robeco. (2017, September). The essence of Robeco's Swing Pricing. *For professional investors*.
- Robeco. (sd). *Wat is een beleggingsfonds?* Opgehaald van Robeco.nl:
<https://www.robeco.nl/beleggen/beleggen-in-beleggingsfondsen/wat-is-een-beleggingsfonds.html>
- Securities and Exchange Commission. (2018). *Investment Company Swing Pricing*. Washington: Securities and Exchange Commission.
- Shroders. (2020, Mei 15). *Swing pricing & valuation adjustment*. Opgehaald van Shroders.com:
<https://www.schroders.com/en/za/intermediary/fund-centre/fair-valuation->



pricing/#:~:text=Unless%20swing%20pricing%20is%20activated,result%20of%20unitholder%20driven%20trading.

Solutional Netherlands B.V. (2021, April 23). Opgehaald van www.Solutional.nl:

<https://www.solutional.nl/#servicelines>

Tracy, P. (2020, September 30). *Transfer Agent*. Opgehaald van Investinganswers.com:

<https://investinganswers.com/dictionary/t/transfer-agent>

Vanguard. (2020, Juni 17). *Bond index fund tracking errors amid volatility*. Opgehaald van vanguard.nl: <https://www.vanguard.nl/portal/site/institutional/nl/en/articles/research-and-commentary/markets-economy/bond-index-tracking-errors-volatility?lang=en>

Vannier, A. (2016, September 1). *SWING PRICING: SWINGING BETWEEN ANTI-DILUTION AND MARKETING*. Opgehaald van Approches Financieres:

<https://approchesfinancieres.wordpress.com/2016/09/01/swing-pricing-swinging-between-anti-dilution-and-marketing/>

vba beleggingsprofessionals. (2013). *Illiquiditeit en vastrentende beleggingen: van traditie naar innovatie*. *vba beleggingsprofessionals* *journaal*.



Bijlagen

1. Interview met fondsbeheerders

1.1 De vragenlijst

Algemeen

Naam:

Bedrijf/instantie:

Functie:

Datum:

Inleiding

Interview ten behoeve van een scriptieonderzoek naar Swing Pricing. De centrale vraag luidt als volgt: "In welke mate kan het systeem van Swing Pricing voor beleggingsfondsen in Nederland, rekening houdend met politiek-economische belemmeringen, op de lange termijn een verbeterd alternatief vormen voor Reguliere Pricing op vaktechnisch en financieel gebied?"

Vragen

1. *Hoe worden zittende/blijvende beleggers momenteel beschermd tegen kosten die worden veroorzaakt door toe- of uittredingen bij een beleggingsfonds?*
2. *Ziet de fondsbeheerder veel voor- en/of nadelen in het gebruik van Swing Pricing of Regular Pricing voor al haar beleggingsfondsen?*
3. *Denkt de fondsbeheerder dat Swing Pricing over het algemeen meer gepaard zal gaan met eenvoudige of juist complexe operationele toepassingen.*
4. *Denkt de fondsbeheerder meer/minder kosten te zullen moeten gaan maken bij een hantering van de Swing Pricing methode?*
5. *Denkt de fondsbeheerder dat Swing Pricing op termijn volledig zal worden ingevoerd door de Autoriteit Financiële markten en/of dat andere marktpartijen voldoende draagvlak zullen bieden voor dit systeem?*



1.2 Interview 1

Algemeen

Naam: Persoon A

Bedrijf/instantie: Bedrijf A

Functie: Manager Client & Fund Accounting

Datum: 22-3-2021

Inleiding

Interview ten behoeve van een scriptieonderzoek naar Swing Pricing. De centrale vraag luidt als volgt: "In welke mate kan het systeem van Swing Pricing voor beleggingsfondsen in Nederland, rekening houdend met politiek-economische belemmeringen, op de lange termijn een verbeterd alternatief vormen voor Reguliere Pricing op vaktechnisch en financieel gebied?"

Vragen

1. *Hoe worden zittende/blijvende beleggers momenteel beschermd tegen kosten die worden veroorzaakt door toe- of uittredingen bij een beleggingsfonds?*

Er zijn verschillende methodologieën. In de Luxemburgse fondsen range wordt Partial Swing gehanteerd. In de Nederlandse fondsen range wordt het Full Swing mechanisme momenteel gebruikt.

2. Ziet de fondsbeheerder veel voor- en/of nadelen in het gebruik van Swing Pricing of Regular Pricing voor al haar beleggingsfondsen?

Het grote voordeel van Full Swing is dat op de lange termijn voor aandeelhouders de handelskosten teniet worden gedaan. Er is niet zozeer een nadeel, maar het is wel onderhoudsgevoelig. Dit houdt in dat je periodiek moet toetsen of de kostenniveaus nog wel toereikend zijn. Het is daarnaast lastig om een goede balans met betrekking tot het kostenniveau vast te stellen. Je wilt niet te veel, maar ook zeker niet te weinig kosten in rekening brengen.

3. Denkt de fondsbeheerder dat Swing Pricing over het algemeen meer gepaard zal gaan met eenvoudige of juist complexe operationele toepassingen.

Het enige wat je eraan toevoegt is de threshold (drempelwaarde). Dat zal het operationele proces wat moeilijker maken, maar meer dan dat ook niet. Het is wel belangrijk om het mechanisme in de rapportages additioneel toe te lichten en, bijvoorbeeld de wijze waarop je de transactiekosten bepaalt uit te leggen.



4. *Denkt de fondsbeheerder meer/minder kosten te zullen moeten gaan maken bij een hantering van de Swing Pricing methode?*

Uit mijn beantwoording van de vorige vraag kan je stellen dat de te maken kosten bij een overstap naar de Swing Pricing methodiek te overzien zijn.

5. *Denkt de fondsbeheerder dat Swing Pricing op termijn volledig zal worden ingevoerd door de Autoriteit Financiële markten en/of dat andere marktpartijen voldoende draagvlak zullen bieden voor dit systeem?*

Full Swing Pricing wordt al redelijk veel toegepast en gestimuleerd door de AFM. Bij sommige illiquide instrumenten stappen partijen alleen af van de standaard Swing. Men gaat dan meer aan de slag met maatwerk. In onze hypotheekfondsen zit de oplossing bijvoorbeeld niet in de 'Swing', maar in het toerekenen van de kosten aan klanten die toe- en/of uittreden met een offer risk. Dus je krijgt dan een transactieprijs met daarin een offer risk verwerkt. Deze is onder meer gebaseerd op de kosten van het opnemen van de hypotheek in de boeken.

1.3 Interview 2

Algemeen

Naam: Persoon B

Bedrijf/instantie: Bedrijf B

Functie: Product Implementation Manager

Datum: 29-3-2021

Inleiding

Interview ten behoeve van een scriptieonderzoek naar Swing Pricing. De centrale vraag luidt als volgt: "In welke mate kan het systeem van Swing Pricing voor beleggingsfondsen in Nederland, rekening houdend met politiek-economische belemmeringen, op de lange termijn een verbeterd alternatief vormen voor Reguliere Pricing op vaktechnisch en financieel gebied?"

Vragen

1. *Hoe worden zittende/blijvende beleggers momenteel beschermd tegen kosten die worden veroorzaakt door toe- of uittredingen bij een beleggingsfonds?*

Bij ons lopen er verschillende systemen tegelijkertijd. Het Nederlandse fonds range maakt gebruik van het transactiekostensysteem (vaste op- en afslag) op enkele gevallen na. Dat wil dus zeggen dat bij elke transactie, zowel aan- als verkoop, een kostentarief wordt opgelegd.



Een of twee fondsen in Nederland maken gebruik van de Full Swing methodologie. In Ierland wordt Partial Swing Pricing gehanteerd.

2. *Ziet de fondsbeheerder veel voor- en/of nadelen in het gebruik van Swing Pricing of Regular Pricing voor al haar beleggingsfondsen?*

Het voordeel van het normale transactiekostensysteem is dat je elke klant gelijk behandelt. Het is daarnaast ook transparant (als ik deze transactie doe maak ik deze kosten). Het is nadeel is dat er geen sprake is van saldering. Swing Pricing is wellicht wat minder transparant, maar aan de andere kant is het wel eerlijker dat je puur naar de netto flow kijkt en daarop je NAV vast stelt. De vergoedingen liggen zo dicht bij de werkelijk gemaakte kosten.

3. *Denkt de fondsbeheerder dat Swing Pricing over het algemeen meer gepaard zal gaan met eenvoudige of juist complexe operationele toepassingen.*

Voor een omzetting naar Swing Pricing is enige tijd nodig. Deze valt te overzien. De aanlevering van data aan de accountant is bijvoorbeeld in het geval van Swing Pricing inhoudelijk niet veel anders dan bij vaste op- en afslag. De veranderingen in de (jaar)rapportages beperken zich daarnaast tot enkele wijzigingen in de toelichtingen en de percentages die van toepassing zijn. Het is vooral fondsdocumentatie dat dient te worden aangepast en niet andere praktische zaken. Verder zal ook goed moeten worden nagedacht over het vaststellen van de performance van het fonds om deze te vergelijken met de benchmark.

4. *Denkt de fondsbeheerder meer/minder kosten te zullen moeten gaan maken bij een hantering van de Swing Pricing methode?*

Afgezien van het eenmalig aanpassen van fondsdocumentatie zullen implementatiekosten voor de fondsbeheerder niet veel effect hebben. Bij gebruik is er over het algemeen sprake van minder of gelijke kosten. Bij vaste op- en afslag reken je namelijk altijd. Bij Swing Pricing is dat niet altijd het geval door de saldering. De overstap naar Swing Pricing lijkt verder vooralsnog met interne resources te kunnen worden gedaan. Consultancy en/of advies is niet echt nodig.



5. *Denkt de fondsbeheerder dat Swing Pricing op termijn volledig zal worden ingevoerd door de Autoriteit Financiële markten en/of dat andere marktpartijen voldoende draagvlak zullen bieden voor dit systeem?*

We gaan wel richting Swing Pricing. Het is alleen niet zeker of het Full Swing of Partial Swing wordt. Het heeft onder meer met de aard van de beleggingen te maken welke methodiek het best zou passen. Het heeft daarnaast ook met de transparantie te maken. Bij Partial Swing is er meer sprake van vertrouwelijke informatie, bijvoorbeeld omtrent de drempelwaarde die niet beschikbaar kan worden gesteld. Beleggers zouden kunnen zinspelen op deze informatie en de markt zo kunnen manipuleren.

1.4 Interview 3

Algemeen

Naam: Persoon C

Bedrijf/instantie: Bedrijf C

Functie: Product Manager

Datum: 8-4-2021

Inleiding

Interview ten behoeve van een scriptieonderzoek naar Swing Pricing. De centrale vraag luidt als volgt: "In welke mate kan het systeem van Swing Pricing voor beleggingsfondsen in Nederland, rekening houdend met politiek-economische belemmeringen, op de lange termijn een verbeterd alternatief vormen voor Reguliere Pricing op vaktechnisch en financieel gebied?"

Vragen

1. *Hoe worden zittende/blijvende beleggers momenteel beschermd tegen kosten die worden veroorzaakt door toe- of uittredingen bij een beleggingsfonds?*

Voor de Nederlandse fondsen wordt Full Swing Pricing toegepast. Enkele fondsen maken nog gebruik van vaste op- en afslag. De Luxemburgse fondsen passen Partial Swing Pricing toe.

2. *Ziet de fondsbeheerder veel voor- en/of nadelen in het gebruik van Swing Pricing of Regular Pricing voor al haar beleggingsfondsen?*

Het voordeel van Swing Pricing is dat er, anders dan bij Regular Pricing, saldering plaatsvindt waardoor er niet altijd verrekeningen met de NAV van een fonds worden gedaan. Wat Regular Pricing weer wel meer heeft ten opzichte van Swing Pricing is transparantie.



3. *Denkt de fondsbeheerder dat Swing Pricing over het algemeen meer gepaard zal gaan met eenvoudige of juist complexe operationele toepassingen.*

Zoals hiervoor al eerder werd aangegeven is het mechanisme van Swing Pricing met de saldering al een voordeel op zichzelf. Dit weegt op tegen enige toename van de operationele complexiteit, alhoewel deze ook vrij standaard is.

4. *Denkt de fondsbeheerder meer/minder kosten te zullen moeten gaan maken bij een hantering van de Swing Pricing methode?*

Uit mijn beantwoording van de vorige vraag volgt dat de te maken kosten bij een overstap naar de Swing Pricing methodiek te overzien zijn.

5. *Denkt de fondsbeheerder dat Swing Pricing op termijn volledig zal worden ingevoerd door de Autoriteit Financiële markten en/of dat andere marktpartijen voldoende draagvlak zullen bieden voor dit systeem?*

De verwachting is dat invoering van Partial Swing door de AFM op termijn niet zal gaan plaatsvinden. Vanuit onszelf is er wel een sterke voorkeur voor Partial Swing Pricing, omdat deze methodiek van Swing Pricing de volatiliteit reduceert en er niet altijd hoeft te worden gehandeld vanwege de drempelwaarde.

1.5 Interview 4

Algemeen

Naam: Persoon D

Bedrijf/instantie: Bedrijf D

Functie: Portfolio Risk Manager

Datum: 29-4-2021

Inleiding

Interview ten behoeve van een scriptieonderzoek naar Swing Pricing. De centrale vraag luidt als volgt: "In welke mate kan het systeem van Swing Pricing voor beleggingsfondsen in Nederland, rekening houdend met politiek-economische belemmeringen, op de lange termijn een verbeterd alternatief vormen voor Reguliere Pricing op vaktechnisch en financieel gebied?"



Vragen

1. *Hoe worden zittende/blijvende beleggers momenteel beschermd tegen kosten die worden veroorzaakt door toe- of uittredingen bij een beleggingsfonds?*

Er wordt gebruik gemaakt van het Swing Pricing mechanisme door een op- of afslag toe te passen op de NAV. Bij de bepaling van de correcties wordt gekeken naar de marktimpact, commissiekosten en (transactie)belastingen. Bij bijvoorbeeld aandelenfondsen wordt meer gekeken naar de marktimpact en bij andere beleggingsfondsen meer naar de spreadkosten. Het verschilt dus per fonds naar welke kosten worden gekeken voor het vaststellen van de correcties.

2. *Ziet de fondsbeheerder veel voor- en/of nadelen in het gebruik van Swing Pricing of Regular Pricing voor al haar beleggingsfondsen?*

Het voordeel van Swing Pricing is dat je de zittende participant goed beschermd. Het nadeel is dat de correcties geschatte getallen betreffen. Je wilt eigenlijk zo goed mogelijk inzichtelijk maken wat de echte kosten zijn. Je wilt de zittende participanten, maar ook de toetredende participanten niet benadelen. Er is alleen niet echt een betere methode hiervoor.

3. *Denkt de fondsbeheerder dat Swing Pricing over het algemeen meer gepaard zal gaan met eenvoudige of juist complexe operationele toepassingen.*

Het is uiteindelijk operationeel gezien niet veel lastiger. Het is enigszins een beetje complex in die zin dat je de klanten goed op de hoogte moet houden met de swing prices en andere bepaalde trade data.

4. *Denkt de fondsbeheerder meer/minder kosten te zullen moeten gaan maken bij een hantering van de Swing Pricing methode?*

Vaste op- en afslag is een grof middel. Swing Pricing is wat naarstiger in die zin dat elke kwartaal wordt gekeken naar marktomstandigheden en het nog afdoende zijn van de swing factor. Het is daarbij lastig om de marktimpact te berekenen, maar het is dus uiteindelijk een nettere methode om blijvende participanten te beschermen en/of om toetredende participanten niet te veel te benadelen. Dit overtreft eventuele toenemende kosten ten opzichte van het Regular Pricing systeem.

5. *Denkt de fondsbeheerder dat Swing Pricing op termijn volledig zal worden ingevoerd door de Autoriteit Financiële markten en/of dat andere marktpartijen voldoende draagvlak zullen bieden voor dit systeem?*



De verwachting is dat AFM uiteindelijk naar Swing Pricing zal bewegen. Dit wil zeggen dat je een swing krijgt voor elk fonds, dus ook Partial Swing. In ieder geval is het zo dat je in de toekomst niet niks meer mag doen.



Classificatie interviews fondsbeheerders

Naam:	<u>Bedrijf A</u>	<u>Bedrijf B</u>	<u>Bedrijf C</u>	<u>Bedrijf D</u>
Aantal werknemers:	1000	380	741	264
Beheerd vermogen:	276 miljard	475 miljard	162 miljard	99 miljard
Pricing methode:	Full Swing Pricing in Nederland. Voor in Luxemburg gevestigde beleggingsfondsen wordt Partial Swing toegepast.	Meerderheid van de fondsen maakt gebruik van vaste op- en afslag, klein deel Full Swing. Voor in Nederland gevestigde beleggingsfondsen wordt Partial Swing toegepast.	Meerderheid van de fondsen maakt gebruik van Full Swing, klein deel vaste op- en afslag. Voor in Luxemburg gevestigde beleggingsfondsen wordt Partial Swing toegepast.	Full Swing Pricing in Nederland. Voor in Luxemburg gevestigde beleggingsfondsen wordt Partial Swing toegepast.
Motivatie voorkeur:	Swing Pricing: Komt ten goede aan de lange-termijninvesteerders.	Regular Pricing: Meer transparant tegenover de belegger. Swing Pricing: Saldering bij vaststelling kapitaalactiviteit.	Swing Pricing: Mechanisme met salderingseffect levert meer gewenste werking op.	Swing Pricing: Is wat netter, beschermt de klanten goed.
Operationele wijzigingen:	Wijzigingen met betrekking tot de drempelwaarde bij Partial Swing en de toelichtingen in jaarrapportages.	Wijziging van fondsdocumentatie, toelichting in verslaggeving en de vaststelling van de performance van een fonds.	Wijzigingen zijn te overzien. Werking is redelijk standaard in vergelijking met huidige praktijken.	Operationeel proces is niet veel lastiger. Wel rekening houden met kennisgeving beleggers.
Financiële kosten:	Kosten bij overstap naar Swing Pricing methodiek zijn te overzien.	Implementatiekosten met het aanpassen van fondsdocumentatie. Bij het uiteindelijke gebruik is er sprake van gelijke kosten.	Uit de geringe operationele wijzigingen volgen minimale kosten.	Niet duidelijk op te maken, maar voordelen Swing Pricing overtreffen eventuele toenemende kosten.
Toekomst van Swing Pricing	Full Swing wordt al veel toegepast bij grote partijen. AFM stimuleert verdere gebruik.	Swing Pricing is toekomst, maar keuze voor methode is nog niet duidelijk.	Geen verwachte ondersteuning door de AFM voor de Partial Swing methode.	Swing Pricing is toekomst, ook de Partial Swing methode.



2. Interview met de toezichthouder

Algemeen

Naam: Persoon X

Bedrijf/instantie: Autoriteit Financiële Markten

Functie: Senior Supervisor Asset Management

Datum: 31-3-2021

Inleiding

Interview ten behoeve van een scriptieonderzoek naar Swing Pricing. De centrale vraag luidt als volgt: "In welke mate kan het systeem van Swing Pricing voor beleggingsfondsen in Nederland, rekening houdend met politiek-economische belemmeringen, op de lange termijn een verbeterd alternatief vormen voor Reguliere Pricing op vaktechnisch en financieel gebied?"

Vragen

1. *In welke mate heeft de toezichthouder zeggenschap over de voorschrijving van pricing methodes voor beleggingsfondsen in Nederland? Zijn er andere instanties (bijv. op Europees niveau), partijen of belanghebbenden die hierover gaan of hier enige invloed op uitoefenen?*

Op Europees niveau vervult ESMA een toezichthoudende rol. In Nederland is Partial Swing vanuit de AFM niet toegestaan. Bij Partial Swing worden er namelijk toch nog kosten (in kleine mate) ten laste van de zittende beleggers gebracht. Dit terwijl een commissie in Nederland eerder had vastgesteld dat het niet wenselijk is om toe- en uitredingskosten ten laste van zittende beleggers te brengen.

2. *Is de toezichthouder van mening dat de huidige pricing methode(s) voldoende bescherming bieden voor zittende/blijvende beleggers?*

Vorig jaar kon je met de toenemende illiquiditeit in de markten de tekortkomingen zien van vaste aan- en uittredingskosten. De kosten pakten hoger uit dan de eerder aangenomen aan- en verkoopkosten. Bij Swing Pricing kan dit probleem worden opgevangen vanwege de mogelijkheid om de NAV dagelijks aan te passen.



3. *Is bij de toezichthouder al veel bekend over Swing Pricing? (met name doelend op Partial Swing).*

Van Swing Pricing is onder andere bekend dat het kan fungeren als liquiditeitsbeheerinstrument. Daarmee wordt bedoeld op het feit dat Swing Pricing de zogenaamde 'first-mover advantage' (prikkel om als eerst uit te stappen) elimineert. Zo worden ook paniekverkoop voorkomen.

4. *Zijn er al plannen bij de toezichthouder om Swing Pricing volledig voor te schrijven voor in Nederland gevestigde beleggingsfondsen?*

De verwachting is dat we binnen dit jaar nog met een standpunt naar buiten zullen komen waarin we aangeven dat we Partial Swing niet willen. Dat is niet vanwege de verminderde transparantie, maar dus puur vanwege het feit dat kosten toch nog ten laste van zittende beleggers worden gebracht.

5. *Wat is nu de waarschijnlijkheid van een volledige invoering van het systeem van Swing Pricing voor beleggingsfondsen in Nederland op korte/lange termijn?*

Wij hebben dit vraagstuk bij ESMA gelegd. Wij hebben zelf dus niet de intentie om het voor te schrijven. Aan de andere kant vinden wij dat hiermee een 'level off playing field' wordt ontnomen. Beheerders in het buitenland mogen het wel en hier niet. Het zou kunnen dat ESMA voorstelt dat er voor de hele markt afspraken moeten worden gemaakt over wat we gaan doen. Iedereen Partial of niemand Partial. Deze interpretatie zullen wij uiteindelijk accepteren.



3. Casusanalyse

Bedrijf A

Toelichtingen en waarderingsgrondslagen:

Bedrijf A presenteert in de rapportages van haar beleggingsfondsen in de paragraaf 'Overige algemene toelichtingen' de ten laste van het beleggingsfonds gebrachte transactiekosten die ontstaan bij de aan- of verkoop van beleggingen (zie Figuur 22) (Bedrijf A, 2019).

3.7 Overige algemene toelichtingen		
3.7.1 Transactiekosten		
Bedragen x € 1.000	2019	2018
Ten laste van het Fonds gebrachte kwantificeerbare transactiekosten	146	52

Figuur 22: Toelichting transactiekosten in rapportage fonds bedrijf A (Bedrijf A, 2019)

De transactiekosten worden bij aan- en verkopen verwerkt in respectievelijk de kostprijs en de opbrengstwaarde. De kosten worden uiteindelijk in de post 'waardeveranderingen beleggingen' opgenomen en zo dan ten laste van het resultaat gebracht (zie Figuur 23). In de Luxemburgse fondsen worden de transactiekosten niet vermeldt in de overige algemene toelichtingen (Bedrijf A, 2019).

3.2 Winst-en-verliesrekening			
Over de periode 1 januari tot en met 31 december			
Bedragen x € 1.000	Referentie	2019	2018
BEDRIJFSOPBRENGSTEN			
Opbrengsten uit beleggingen	3.6.1		
Dividend		1.395	1.067
Uitleenvergoeding		-	11
Waardeveranderingen beleggingen	3.6.2	9.455	-7.417

Figuur 23: Winst- en verliesrekening in rapportage fonds bedrijf A (Bedrijf A, 2019)



Bedrijf B

Kerncijfers:

In de presentatie van de kerncijfers zijn geen verschillen op te merken. In beide fondsen worden de posten 'Fondsvermogen', 'Aantal uitstaande participaties' en 'Intrinsieke waarde per participatie' opgenomen (zie Figuur 24).

6.3 Kerncijfers	
Kerncijfers	30-6-2020
Fondsvermogen (x € 1.000)	417.234
Aantal uitstaande participaties	36.817.642
Intrinsieke waarde per participatie	11,33

Figuur 24: Overzicht kerncijfers in rapportage fonds bedrijf B (Bedrijf B, 2020)

Financiële overzichten:

De Raad van de Jaarverslaggeving stelt in haar richtlijnen dat, indien opbrengsten uit op- of afslagen afzonderlijk kunnen worden geïdentificeerd, deze ten gunste van het resultaat moeten worden gebracht. Uit onderstaande verwerking volgt dat bij bedrijf B bij toepassing van Swing Pricing de opbrengsten uit op- of afslagen niet identificeerbaar zijn:

De post 'Fondsvermogen participanten' wordt bij de rapportages in de balans vermeldt (zie Figuur 25). In deze post worden onder andere de transacties met de participanten van het fonds verwerkt. In het geval van Swing Pricing worden deze transacties verwerkt tegen de koers inclusief de swing pricing factor (Bedrijf B, 2020).

6.4 Balans	
Balans	
(Voor resultaatbestemming) (bedragen x € 1.000)	Referentie 30-6-2020
Activa	
Beleggingen	
Beleggingsfondsen	417.247
Totaal beleggingen	417.247
Vorderingen	
Vorderingen uit hoofde van uitgifte participaties	6.213
Totaal vorderingen	6.213
Overige activa	
Liquide middelen	3.656
Totaal overige activa	3.656
Totaal activa	427.116
Passiva	
Fondsvermogen	
Vermogen participanten	422.582
Resultaat boekjaar	(5.348)
Totaal fondsvermogen	417.234
Kortlopende schulden	
Schulden uit hoofde van effectentransacties	9.784
Schulden uit hoofde van inkoop participaties	80
Overlopende passiva	18
Totaal kortlopende schulden	9.882
Totaal passiva	427.116

Figuur 25: Balans in rapportage fonds bedrijf B (Bedrijf B, 2020)



Bij het fonds met Regular Pricing worden de transacties verwerkt tegen de toe- of uittredingskoers exclusief de op- of afslagvergoeding (Bedrijf B, 2020). De op- en afslag vergoeding worden opgenomen in de winst- en verliesrekening (zie Figuur 26). De ontvangen op- en afslagen zijn dan vervolgens ook als feitelijke geldstroom in de post 'op- en afslagvergoeding' opgenomen onder financieringsactiviteiten bij het kasstroomoverzicht (zie Figuur 27).

5.5 Winst-en-verliesrekening

Winst-en-verliesrekening			
(bedragen x € 1.000)	Referentie	1-1-2020 tot en met 30-6-2020	1-1-2019 tot en met 30-6-2019
Waardeveranderingen beleggingen	5.7.8	(7.108)	33.359
Totaal beleggingsresultaat		(7.108)	33.359
Overig resultaat			
Valutare resultaten		1	-
Op- en afslagvergoeding	5.7.9	164	268
Totaal overig resultaat		165	268
Kosten			
Beheervergoeding		(372)	(543)
Service fee		(66)	(92)
Totaal kosten	5.7.10	(438)	(635)
Netto resultaat		(7.381)	32.992

Figuur 26: Winst- en verliesrekening in rapportage fonds bedrijf B (Bedrijf B, 2020)

5.6 Kasstroomoverzicht

Kasstroomoverzicht			
(bedragen x € 1.000)	Referentie	1-1-2020 tot en met 30-6-2020	1-1-2019 tot en met 30-6-2019
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten			
Aankopen van beleggingen		(57.652)	(132.739)
Verkopen van beleggingen		41.182	59.939
Opnames en uitzettingen callgeld		-	(658)
Betaalde beheervergoeding		(378)	(547)
Betaalde service fee		(67)	(93)
Ontvangen bronbelasting		82	-
Netto kasstroom uit beleggingsactiviteiten		(16.833)	(74.098)
Kasstroom uit financieringsactiviteiten			
Uitgifte van participaties		112.438	128.189
Inkoop van participaties		(95.779)	(54.334)
Ontvangen op- en afslagvergoeding		164	268
Netto kasstroom uit financieringsactiviteiten		16.823	74.123
Netto kasstroom		(10)	25
Liquideiten beginstand boekjaar		-	(25)
Valutaomrekening liquideiten		1	-
Liquideiten eindstand boekjaar	5.7.5	(9)	-

Figuur 27: Kasstroomoverzicht in rapportage fonds bedrijf B (Bedrijf B, 2020)



Toelichtingen en waarderingsgrondslagen:

De afwijkingen in de toelichtingen en waarderingsgrondslagen zijn miniem en beperken zich tot een verschil in de korte uitleg van het gebruik van een op- of afslagvergoeding en/of swing factor (zie Figuur 28 en 29).

5.7.9 Op- en afslagvergoeding

De op- en afslag bedraagt 0,29% over het transactiebedrag en komt ten gunste van het fonds. Tot 15 mei 2020 bedroeg de op- en afslag 0,15%.

Figuur 28: Toelichting op- en afslagvergoeding in rapportage fonds bedrijf B (Bedrijf B, 2020)

6.7.8 Swing pricing factor

De swing pricing factor bedraagt 0,29% over het transactiebedrag en komt ten gunste van het fonds. Tot 15 mei 2020 bedroeg de swing pricing factor 0,15%.

Figuur 29: Toelichting swing pricing factor in rapportage fonds bedrijf B (Bedrijf B, 2020)

Bedrijf C

Kerncijfers:

In de presentatie van de kerncijfers zijn geen verschillen op te merken. In beide gevallen worden de prestaties van de NAV getoond (zie Figuur 30).

Key figures

Overview 2018 - 2019			
Robeco Customized Euro Government Bonds Fund	2019	2018 ²	Average
Performance in % based on:			
- Net asset value EUR F shares	3.0	-1.3	0.9
- Net asset value EUR G shares	3.0	-1.3	0.9
Total net assets ¹	815	950	

Figuur 30: Overzicht kerncijfers in rapportage fonds bedrijf C (Bedrijf C, 2019)

Financiële overzichten:

Bij bedrijf C zijn er geen grote verschillen op te merken in de financiële overzichten. De vergoedingen die in rekening zijn gebracht bij in- en uitstappers zijn bij bedrijf C, in tegenstelling tot bedrijf B, ook in het geval van Swing Pricing opgenomen in de winst- en verliesrekening onder de post 'Cancellation and placement fees' (zie Figuur 31). Dit betekent dat bij bedrijf C de opbrengsten uit de op- of afslagen bij toepassing van Swing Pricing wel identificeerbaar zijn.



Annual financial statements (continued)

Profit and loss account

	Notes	2019 EUR' 000	19/01/2018- 31/12/2018 EUR' 000
Investment income	12	14,264	19,018
Unrealized gains	1, 2	38,129	21,917
Unrealized losses	1, 2	(41,167)	(34,018)
Realized gains	1, 2	72,245	7,407
Realized losses	1, 2	(45,295)	(18,576)
Cancellation and placement fees		55	3
Total operating income		38,231	(4,249)
Costs	17,18		
Management fee	13	1,815	1,770
Service fee	13	1,089	1,062
Interest paid	15	7,763	5,352
Other costs	16	98	108
Total operating expenses		10,765	8,292
Net result		27,466	(12,541)

Figuur 31: Winst- en verliesrekening in rapportage fonds bedrijf C (Bedrijf C, 2019)

Toelichtingen en waarderingsgrondslagen:

Er zijn enkele kleine verschillen op te merken met betrekking tot de locatie en de omschrijving van bepaalde toelichtingen. Deze afwijkingen waren echter niet altijd consistent, waardoor niet met zekerheid kan worden gezegd of deze verschillen het gevolg zijn van de toepassing van het Swing Pricing systeem:

- In het geval van Swing Pricing wordt bij de toelichting van de waarderingsgrondslagen met 'Issuance and repurchase of participating units' of de additionele tekst 'Liquidity of ordinary shares' duidelijk gemaakt dat correcties worden aangebracht in de vorm van op- en afslagen om zo de kosten te dekken die ontstaan bij toe- en uittreding door beleggers (zie Figuur 32 en 33).

Accounting principles

General

The financial statements are produced according to the going concern assumption. Unless stated otherwise, items shown in the financial statements are stated at nominal value and expressed in thousands of euros. Assets and liabilities are recognized or derecognized in the balance sheet on the transaction date.

Liquidity of ordinary shares

The fund is an open-end investment company, meaning that, barring exceptional circumstances, it issues and repurchases ordinary shares on a daily basis at prices approximating net asset value, augmented or reduced by a limited surcharge or discount. The only purpose of this surcharge or discount is to cover the costs incurred by the fund for the entry and exit of investors. The maximum current surcharge or discount is 0.30%. The surcharges and discounts are recognized in the profit and loss account.

Figuur 32: Waarderingsgrondslagen in rapportage fonds bedrijf C (Bedrijf C, 2019)

Accounting principles

General

The financial statements are produced according to the going concern assumption. Unless stated otherwise, items shown in the financial statements are stated at nominal value and expressed in thousands of euros. Assets and liabilities are recognized or derecognized in the balance sheet on the transaction date.

Issuance and repurchase of participating units

The issuance and repurchasing of participating units is possible exclusively through the fund in accordance with the provisions of the terms and conditions of management and custody. The manager charges a fee on entry or extension or (partial) termination to cover the associated transaction costs to be deducted from the capital put in resp. the repurchase value. These fees will accrue to the fund. The fee established amounts to a maximum of 0.07% of the net asset value.

Figuur 33: Waarderingsgrondslagen in rapportage fonds bedrijf C (Bedrijf C, 2019)



- In het geval van Regular Pricing wordt deze informatie niet in de tekst opgenomen bij het gedeelte 'Accounting principles'. Vergelijkbare informatie wordt enkel in 'General information' en 'Principles for determining result' weergegeven (zie Figuur 34).

Principles for determining the result

General

Investment results are determined by investment income, rises or declines in stock prices, rises or declines in foreign exchange rates and results of transactions in currencies, including forward transactions and other derivatives. Results are allocated to the period to which they relate and are accounted for in the profit and loss account.

Payment for deposits and withdrawals

The manager can charge a fee on entry or extension and on – partial – termination to cover the associated transaction costs to be deducted from the purchase resp. sales value. These fees, expressed as a percentage of the purchase resp. sales value, accrue to the fund and are processed in the profit and loss account. The fee thus determined can be requested from the manager.

Figuur 34: Waarderingsgrondslagen in rapportage fonds bedrijf C (Bedrijf C, 2019)

Bedrijf D

Bedrijf D past in Nederland alleen Full Swing Pricing toe. In Luxemburgse fondsen wordt Partial Swing Pricing toegepast. Tussen de rapportages met Full Swing Pricing en de rapportages met Partial Swing Pricing kunnen geen duidelijke verschillen worden gevonden.