



Brancheanbefaling om håndtering af illikvide papirer, maksimale tillæg og suspension af handel og indløsning

Opdateret af Investering Danmarks bestyrelse den 28. juni 2022

Vedtaget af Investering Danmarks bestyrelse den 9. november 2017

Brancheanbefaling om håndtering af illikvide papirer, maksimale tillæg og suspension af handel og indløsning

Baggrund/motivation

Da aktuelle markedsvilkår vil have betydning for afdelingernes emissionstillæg og indløsningsfradrag samt indflydelse på muligheden for at foretage emissioner og indløsninger på basis af en retvisende indre værdi, anbefales det, at Investering Danmarks medlemmer inddrager de følgende afsnit i deres overvejelser, når de tilrettelægger håndteringen af illikvide papirer i deres politikker og forretningsgange. Formålet med anbefalingen er at understøtte arbejdet med at leve op til lovgivningens krav om, at alle investorer skal behandles lige i forbindelse med emissioner og indløsninger.

Denne brancheanbefaling gælder for både UCITS og AIF'er.

Emissionstillæg, indløsningsfradrag og suspension

Ved en forringelse af markedslikviditeten bør en investeringsfond have mulighed for at forøge afdelingens emissionstillæg og indløsningsfradrag. Det anbefales derfor, at der indsættes en specifik adgang til overskridelse af de maksimale emissionstillæg og indløsningsfradrag i prospektet. Dette skyldes bl.a., at ligebehandling af investorer kun kan sikres, hvis den enkelte investeringsfond midlertidigt kan overskride de maksimale emissionstillæg/indløsningsfradrag i tilfælde af særlige markedsf forhold.

Det anbefales, at standardformuleringen nedenfor anvendes i prospekterne, så det sikres, at foreningerne kan overskride de maksimale emissionstillæg og indløsningsfradrag. Det anbefales, at standardformuleringen anvendes, men der er mulighed for at tilpasse formuleringen til de konkrete forhold og de praktiske muligheder i de enkelte investeringsfonde.

Standardformulering

Den følgende foreslåede standardformulering bør anvendes i prospektets afsnit om indløsning/emission samt i en note i forbindelse med anvendelsen af ordet "maksimale" emissions- og indløsningsomkostninger:

"De angivne maksimale emissions- og indløsningsomkostninger kan overskrides i perioder med usædvanlige markedsf forhold, som medfører en stigning i de øvrige markedsafledte udgifter ved køb og salg af den enkelte afdelings instrumenter. Såfremt en sådan situation opstår, vil investeringsfonden i denne periode oplyse om de konkrete emissions- og indløsningsomkostninger på sin hjemmeside."

[Såfremt det ikke er en offentlig tilgængelig investeringsfond, kan den sidste sætning udskiftes med følgende: "Såfremt en sådan situation opstår, vil investeringsfonden i denne periode oplyse om de konkrete emissions- og indløsningsomkostninger direkte til afdelingens investorer, når en investor ønsker at emittere eller indløse."]

Bemyndigelse

Såfremt bestyrelsen har vedtaget at indsætte ovennævnte standardformulering i prospekterne, anbefales det, at bestyrelsen giver direktionen i investeringsforvaltningsselskabet bemyndigelse til at træffe beslutning om, hvornår de fastsatte maksimale emissionstillæg og indløsningsfradrag bør forhøjes. Baggrunden herfor er, at en midlertidig forhøjelse af emissionstillæg eller indløsningsfradrag er baseret på helt særlige forhold på



Brancheanbefaling om håndtering af illikvide papirer, maksimale tillæg og suspension af handel og indløsning

finansmarkederne, som kan ændre sig fra dag til dag, og de kan opstå pludseligt. Derfor er der ikke nødvendigvis tid til at indhente en bestyrelsesbeslutning. Beskyttelsen af de eksisterende investorer i den pågældende afdeling bør ikke afvente, at bestyrelsen kan behandle spørgsmålet.

Særlige markedsforhold

Ved særlige markedsforhold er der mulighed for enten at forhøje de maksimale emissionstillæg/indløsningsfradrag eller alternativt midlertidigt at suspendere emissioner og/eller indløsninger (samt børshandel) med afdelingens beviser. Dette afsnit beskriver nogle centrale forhold og begreber, som investeringsfonden bør medtage ved fastsættelse af en politik til håndtering af særlige markedsforhold.

Særlige markedsforhold kan opstå ved f.eks. øget usikkerhed, som forringer markedslikviditeten og/eller høj volatilitet:

- Ved høj usikkerhed er der som udgangspunkt valide kurser på papirerne i porteføljen, men med et udvidet spread på papirerne.
- Ved høj volatilitet opdateres kurserne på de underliggende papirer meget hurtigt, så den indre værdi for porteføljen ændres hurtigere end ved normale markedsvilkår.

Investeringsfonden skal være i stand til at fastsætte retvisende vilkår for emissioner og indløsninger for alle afdelinger, også ved særlige markedsforhold, og det er derfor nødvendigt at have overblik over den samlede usikkerhed i afdelingen ved henholdsvis:

- værdiansættelsen
- likviditeten
- volatiliteten (markedsvilkår)

Usikkerhed om værdiansættelsen og volatiliteten relaterer sig primært til afdelingens indre værdi, mens den likviditetsmæssige usikkerhed primært relaterer sig til, hvor store indløsninger afdelingen er i stand til at honorere.

Med henblik på at reducere usikkerheden om værdiansættelsen og likviditeten bør investeringsfonden løbende have overblik over, hvorledes en afdelings aktiver fordeler sig på:

- likvide aktiver (herunder kontanter)
- illikvide aktiver, som er lette at prisfastsætte
- illikvide aktiver, som er vanskelige at prisfastsætte

For hver aktivtype bør investeringsfonden desuden have overblik over, hvilke kursspænd som de respektive aktiver handles til i markedet.

Det uddybes i det næste afsnit, hvorledes andelen af likvide og illikvide aktiver kan have betydning for afdelingens samlede likviditet og værdiansættelse.

Ved store emissioner/indløsninger har en investeringsfond mulighed for at forøge afdelingens emissionstillæg/indløsningsfradrag for at reflektere de faktiske handelspriser. Investeringsfonden kan begrænse risikoen ved de stillede emissions- og indløsningspriser ved kun at stille priser for en begrænset mængde.



Brancheanbefaling om håndtering af illikvide papirer, maksimale tillæg og suspension af handel og indløsning

Væsentlighed og likviditet

Begrebet "væsentlighed" spiller en vigtig rolle i forbindelse med prisfastsættelse af en afdeling, som indeholder aktivtyper, som er vanskelige at prisfastsætte og/eller indeholder illikvide aktivtyper. At aktivtyper kan være vanskelige at prisfastsætte skyldes typisk, at de handles på et illikvidt marked.¹ Graden af illikviditet kan være forskellig for forskellige aktivtyper og kan ændres over tid.

Væsentlighed relaterer sig således til:

- den samlede likviditet for en afdelings aktivtyper
- den andel af en afdelings formue, som udgøres af illikvide aktivtyper, der er vanskelige at prisfastsætte
- koncentration (spredning på enkeltpapirer)
- den andel af en afdelings formue, som er påvirket af høj volatilitet eller usikkerhed

Jo større disse andele er, desto flere forholdsregler bør investeringsfonden tage for at sikre

- at eventuelle indløsninger kan håndteres i overensstemmelse med fondens indløsningspolitik
- at prissætningen, herunder fastsættelse af emissionstillæg og indløsningsfradrag, retvisende reflekterer markedsforholdene, således at alle investorer i afdelingen sikres en fair behandling ved emission og indløsning i afdelingen

Ændring af emissionstillæg og/eller indløsningsfradrag

En ændring på størrelsen af emissionstillæg og indløsningsfradrag kan være nødvendigt for at sikre en fair behandling af alle investorer i en afdeling, herunder også ind- og udtrædende investorer. En midlertidig forhøjelse af emissionstillæg og/eller indløsningsfradrag kan være nødvendigt af primært følgende årsager:

- Emissioner og indløsninger kan påvirke aktivernes fordeling på likvide og illikvide aktiver. Dette kan føre til ændring af størrelsen af indløsningsfradrag og emissionstillæg, da illikvide aktiver typisk har højere kursspænd.
- En udvidelse af kursspændene på aktiverne i afdelingens portefølje.
- Sikre lige behandling af alle investorer. En forhøjelse af emissionstillæg og indløsningsfradrag skal sikre, at ind- og udtrædende investorer ikke opnår fordele på bekostning af de eksisterende investorer.

Midlertidige forhøjelser af emissionstillæg og indløsningsfradrag skal være baseret på de aktuelle markedsvilkår.

Suspension af emission og/eller indløsning

En lille likviditet til honorering af indløsninger kan ultimativt forårsage suspension af emission og/eller indløsning i en investeringsfond, idet andelen af illikvide aktiver (og især illikvide aktiver, som er vanskelige at prisfastsætte) får en for væsentlig betydning for den samlede formue.

Det anbefales, at suspensioner kun sker i helt særlige tilfælde, og investeringsfonden så vidt muligt skal forsøge at sikre, at investeringsfonden altid kan håndtere indløsninger og andre forpligtigelser.

Høj volatilitet kan også føre til suspension, såfremt det ikke er muligt at opdatere indre værdier tilstrækkeligt hurtigt til, at investorerne kan handle på basis af valide indre værdier.

Overvejelserne ovenfor vedrørende ændringer af emissionstillæg og indløsningsfradrag kan ligeledes føre til overvejelser om suspension. Kursspænd for aktiver kan være variable, f.eks. forårsaget af, at de kan være meget høje, hvis investeringsfonden er nødsaget til en hurtig realisation af aktiverne.

Finanstilsynet har i januar 2022² offentliggjort nedenstående fem punkter om god praksis, som

¹ Omvendt kan illikvide aktiver være forholdsvis lette af prisfastsætte.

² Temarapport om suspension af handel med investeringsbeviser fra januar 2022.



Brancheanbefaling om håndtering af illikvide papirer, maksimale tillæg og suspension af handel og indløsning

investeringsforvaltningsselskabernes og investeringsforeningernes bestyrelser skal sikre efterlevelse i forbindelse med suspensioner.

1. Dækkende styringsgrundlag

Investeringsforvaltningsselskaber skal have et veldokumenteret styringsgrundlag i form af forretningsgange og arbejdsbeskrivelser for beslutning om og gennemførelse af suspensioner og ophør af suspensioner.

Forretningsgange og arbejdsbeskrivelser skal sikre, at organisationen kan leve op til sine forpligtelser under såvel normale markedsforhold som under markedsuro.

Forretningsgange bør derfor indeholde krav om at aktivere særlige processer og inddrage supplerende ressourcer med kort varsel under usædvanlige markedsforhold eller på anden vis sikre, at processen for suspension også er velfungerende under markedsuro.

2. Roller, ansvar og dokumentation

Styringsgrundlaget i form af forretningsgange og arbejdsbeskrivelser skal være præcise i forhold til placering af roller, ansvar og krav til dokumentation af beslutninger og baggrund for beslutninger.

Kravene til dokumentationen skal være tilstrækkelige til at sikre, at udførelse af suspensioner, som er delegeret til investeringsforvaltningsselskabet, kan kontrolleres af investeringsforeningens bestyrelse. Kravene til dokumentationen skal desuden være tilstrækkeligt detaljerede til at sikre, at compliance- og risikostyringsfunktionerne har et grundlag for en efterfølgende evaluering af suspensionsaktiviteten.

3. Beslutninger på individuelt og kvalificeret grundlag

Ledelsen for investeringsforvaltningsselskabet skal sikre, at beslutninger om suspension og ophør af suspension sker individuelt for den enkelte fond og på et oplyst og kvalificeret grundlag.

Styringsgrundlaget i form af forretningsgange og arbejdsbeskrivelser kan bidrage til dette ved at indeholde klare anvisninger om, hvilke faglige kriterier der skal lægges til grund for beslutning om suspension og ophør af suspension under forskellige omstændigheder.

4. Bestyrelsens involvering

Bestyrelsen for investeringsforeningen og bestyrelsen for investeringsforvaltningsselskabet skal informeres om de løbende beslutninger om suspension i en rapportering, der har en detaljeringsgrad, som muliggør reel stillingtagen til og inddragelse af risici i relation til lovgivningens hensigt om at sikre beskyttelsen af investor.

Orientering til bestyrelsen i investeringsforening og investeringsforvaltningsselskab bør ske dynamisk, behovsstyret og proportionalt med suspensionsomfanget. Det indebærer hyppigere og mere detaljeret rapportering under markedsuro.

5. Opfølgning

Der skal ske systematisk opfølgning, dvs. rapportering, analyse og evaluering af beslutninger om og gennemførelse af suspensioner og ophør af suspensioner. Evalueringen skal behandles i investeringsforvaltningsselskabets direktion og bestyrelse og i investeringsforeningens bestyrelse. Efter en periode med særligt stor suspensionsomfang bør compliance- og risikostyringsfunktionerne have fokus på området.

Implikationer for de enkelte afdelinger

Det følger af ovenstående, at vanskelige markedsforhold kan have forskellige implikationer for de enkelte afdelinger, også selvom de investerer inden for samme investeringsområde. Væsentligheden for afdelingens



, Brancheanbefaling om håndtering af illikvide papirer, maksimale tillæg og suspension af handel og indløsning

samlede værdifastsættelse er afgørende for, hvordan investeringsfonden kan vælge at handle.

Inden for samme investeringsfond kan der ske suspension af en afdeling, hvis et ringe fungerende marked indgår med stor vægt og således har stor betydning for prisfastsættelsen, hvorimod der ikke sker suspension i en anden afdeling, hvor det pågældende marked indgår med en mindre vægt, da effekten på prisfastsættelsen her er marginal.

Forskelle i omfanget af og mønsteret i emissions- og indløsningsaktivitet kan ud fra likviditetsbetragtninger også være årsagen til, at den ene investeringsfond vælger at suspendere en afdeling, mens den anden investeringsfond ikke vælger suspension af en afdeling med investeringer inden for samme investeringsområde.



APPENDIX 1

FAQs og opsummering

1. Hvordan håndteres usikkerhed på markedet?

Såfremt der er kurser på papirerne i porteføljen, men med udvidet spread, er det som udgangspunkt ikke en valid årsag til at suspendere børshandelen eller indløsning. I disse tilfælde anbefales det at forhøje emissionstillæg og/eller indløsningsfradrag, forudsat prospektet giver mulighed herfor. Det er en forudsætning, at markederne er velfungerende, således at papirerne umiddelbart kan omsættes.

2. Hvordan håndteres høj volatilitet på markedet?

Såfremt volatiliteten er så høj, at kurserne på en væsentlig del af porteføljen ændrer sig så hurtigt, at det ikke er muligt at beregne og kommunikere valide indre værdier tilstrækkeligt hurtigt, bør investeringsfonden suspendere handlen samt stoppe for emission og indløsning. Dette for bl.a. at sikre, at alle investorer behandles lige, og at ingen investorer handler på basis af ikke-valide indre værdier.

3. Hvordan håndteres manglende kurser om enkelte papirer i porteføljen?

Såfremt papirerne med manglende kurser ikke udgør en væsentlig del af porteføljen, kan investeringsfonden som udgangspunkt forsøge at indhente valide estimater på kursen fra andre kilder, eksempelvis futures.

4. Ved øget usikkerhed om prissætningen kan både emissionstillæg og indløsningsfradrag midlertidigt forhøjes

Ved usikkerhed kan både emissionstillæg og indløsningsfradrag midlertidigt forhøjes. Det skyldes, at investorerne skal behandles lige, og at ingen investorer bør kunne drage fordel af den øgede usikkerhed.

De respektive forhøjelser af emissionstillægget og indløsningsfradraget skal afspejle markedsvilkårene, og forhøjelserne af emissionstillæg og indløsningsfradrag skal ikke nødvendigvis være lige høje. Eksempelvis kan det være nødvendigt at forhøje indløsningsfradraget mest, såfremt det ikke er muligt at sælge de underliggende papirer til normale budkurser, eksempelvis på grund af høj market impact.

5. Beredskab

Det anbefales, at en investeringsfond udarbejder beredskaber til både at håndtere store emissioner og indløsninger, men også høj usikkerhed og volatilitet. Ved store emissioner eller indløsninger kan der være market impact, hvis en investeringsfond er tvunget til at købe eller sælge en stor mængde værdipapirer.

6. Forretningsgange ved suspension/indløsninger

Det anbefales, at investeringsforvaltningsselskabet udarbejder forretningsgange for, hvorledes investeringsfonden skal håndtere situationer, hvor der sker suspension af en afdeling, med henblik på at få informeret alle relevante parter på bedste vis. For børsnoterede investeringsfonde skal vejledningen fra Nasdaq vedr. håndtering af suspension følges.

7. Afdelinger med samme investeringsunivers vurderes individuelt

Afdelinger med investeringer inden for samme investeringsområde har ikke nødvendigvis samme mønster for suspension og/eller forhøjelse af emissionstillæg og indløsningsfradrag. Det skyldes, at afdelingerne eksempelvis kan have forskellige niveauer af likviditet og indløsninger. Alle afdelinger skal derfor vurderes individuelt, uanset at investeringspolitikken kan være ens i flere afdelinger.



Brancheanbefaling om håndtering af illikvide papirer, maksimale tillæg og suspension af handel og indløsning

Appendix II: Eksempel på fordeling mellem likvide og illikvide aktiver

Eksempel

Vi betragter en afdeling, hvor fordelingen på forskellige finansielle instrumenter med tilhørende kursspænd ved handel i udgangspunktet har følgende andele og kursspænd:

Aktivtype	Andel	Kursspænd
Likvide let prisfastsatte	75 %	1 %
Illikvide let prisfastsatte	15 %	2 %
Illikvide vanskeligt prisfastsatte	10 %	3 %
I alt/gennemsnit	100 %	1,35 %

Vi antager nu, at markedsforholdene bliver forværret, hvilket kommer til udtryk ved at kursspændet på de illikvide vanskeligt prisfastsatte aktiver stiger fra 3 % til 10 %. Samtidig oplever afdelingen indløsninger som følge af de ændrede markedsforhold. Likvider til honorering af indløsningerne skaffes ved salg af likvide aktivtyper. Hermed falder andelen af likvide aktiver, og andelen af illikvide aktiver stiger tilsvarende.

Aktivtype	Andel	Kursspænd
Likvide let prisfastsatte	50 %	1 %
Illikvide let prisfastsatte	25 %	2 %
Illikvide vanskeligt prisfastsatte	25 %	10 %
I alt/gennemsnit	100 %	3,50 %

Stigningen i det gennemsnitlige kursspænd som følge af de ændrede markedsforhold og den ændrede aktivsammensætning kan opgøres til 2,15 %-point.

