



**FINANSTILSYNET**

THE FINANCIAL SUPERVISORY  
AUTHORITY OF NORWAY

# Forslag til endringer i verdipapirfondforskriften om bruk av andelsklasser mv.

Høringsnotat

DATO:  
30.10.17

## Innhold

<b>1</b>	<b>Generelt om høringsnotatet</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Forslag til endringer i verdipapirfondforskriften om andelsklasser</b>	<b>3</b>
2.1	Innledning	3
2.2	Gjeldende rett	3
2.3	EØS-rett	4
2.3.1	Generelt	4
2.3.2	Sverige	5
2.4	Behov for endringer	5
2.4.1	Innledning	5
2.4.2	Nærmere vurdering av forslaget om valutasikring i andelsklasser	5
<b>3</b>	<b>Forslag til endringer i verdipapirfondforskriften om spesialfonds bruk av EPF- teknikker</b>	<b>6</b>
3.1	Innledning	6
3.2	Nærmere om utlån og gjenkjøpsavtaler	7
3.3	Gjeldende rett	8
3.3.1	Generelt	8
3.3.2	Spesialfond	9
3.4	Behov for endringer	9
<b>4</b>	<b>Økonomiske og administrative konsekvenser av forslaget</b>	<b>10</b>
4.1	Forvaltningsselskapene	10
4.2	Finanstilsynet	10
<b>5</b>	<b>Forslag til endringer i verdipapirfondforskriften</b>	<b>10</b>

# 1 Generelt om høringsnotatet

Finansdepartementet har i brev av 8. og 27. juni 2017 bedt Finanstilsynet vurdere og eventuelt utarbeide et høringsnotat med forslag til endringer i verdipapirfondforskriften. Oppdraget har sin bakgrunn i at Verdipapirfondenes forening (VFF) i brev til departementet påpeker at det er behov for endringer i regelverket på to områder.

Finanstilsynet foreslår endringer i reglene om andelsklasser som innebærer at et verdipapirfond, i tillegg til eksisterende muligheter for inndeling i andelsklasser, kan ha andelsklasser med ulike vilkår for valutasikring. I tillegg foreslås en endring i verdipapirfondforskriftens bestemmelser for spesialfond slik at et spesialfond gis adgang til å fravike forskriftens bestemmelser om hvor mye av et fonds midler som kan benyttes i forbindelse med gjenkjøpsavtaler.

Forslaget om endringer i verdipapirfondforskriftens regler om andelsklasser omtales i punkt 2 nedenfor. I punkt 3 omtales forslag til endringer i verdipapirfondforskriftens regler for spesialfond. Økonomiske og administrative konsekvenser av forslaget omtales i punkt 4. Forslaget til ny forskriftstekst er inntatt i punkt 5.

## 2 Forslag til endringer i verdipapirfondforskriften om andelsklasser

### 2.1 Innledning

Det følger av verdipapirfondloven § 4-5 at det kan etableres andelsklasser i et verdipapirfond. Hvilke typer andelsklasser som kan opprettes, er fastsatt i verdipapirfondforskriften § 4-2. Det kan bl.a. være andelsklasser med ulike vilkår for forvaltningsgodtgjørelse og minste tegningsbeløp.

Høringsnotatet inneholder forslag til endringer i verdipapirfondforskriften som vil innebære at et forvaltningsselskap får adgang til å benytte valutasikring i én enkelt eller flere andelsklasser i et verdipapirfond. Det foreslås åpnet for at andelseiernes investeringer i fond som har andelsklasser med ulik utstedelsesvaluta kan valutasikres.

### 2.2 Gjeldende rett

Lov 25. november 2011 nr. 44 om verdipapirfond (verdipapirfondloven) § 4-5 stiller opp visse overordnede prinsipper som skal gjelde ved etablering av andelsklasser. Etter § 4-5 tredje ledd skal ikke andelseiere i én andelsklasse tilgodeses på bekostning av andelseiere i en annen andelsklasse. I tillegg gjelder at kostnader som utelukkende kan henføres til én andelsklasse, ikke skal belastes andelseiere i en annen andelsklasse. I fjerde ledd fremgår at andelseiere i samme klasse skal likebehandles, og at andeler i samme andelsklasse gir lik rett i fondet.

De nærmere reglene om andelsklasser følger av forskrift 21. desember 2011 nr. 1467 til verdipapirfondloven (verdipapirfondforskriften) § 4-2. Etter første ledd kan et fond ha andelsklasser med ulike vilkår for utdeling eller reinvestering av utbytte, forvaltningsgodtgjørelse, minste tegningsbeløp og utstedelsesvaluta.

Forvaltningskapitalen i et verdipapirfond eies kollektivt av andelseierne i samtlige andelsklasser. Fondets eiendeler er ikke adskilt mellom de ulike andelsklassene. Ettersom et fonds aktiva er en formuesmasse som eies kollektivt, skal et fond med andelsklasser ha en felles investeringsstrategi og forvaltes som én enkelt, felles portefølje. Dette er bakgrunnen for at § 4-2 annet ledd presiserer at

verdipapirfond med andelsklasser ikke kan ha klassespesifikke plasseringer, herunder plasseringer for valutasikring.

Det var ikke adgang til å ha verdipapirfond med andelsklasser etter tidligere verdipapirfondlov av 1981. Dette ble først tillatt ved verdipapirfondloven av 2011. I forarbeidene til den nye loven, Prop. 149 L (2010-2011) er det vist til at fond med ulike andelsklasser kan være mer effektivt og kostnadsbesparende å forvalte enn å etablere flere fond med like investeringsmandat, men med ulike vilkår for eksempel etter størrelsen på investert beløp. Bruk av andelsklasser er vanlig innenfor EØS-området, og det ble lagt vekt på at muligheten til å etablere andelsklasser ville styrke konkurransevnen for den norske bransjen. På den annen side påpekes at inndelingen i andelsklasser må baseres på klare og objektive kriterier. Departementet mente det var grunn til å begrense omfanget av hvilke objektive kriterier som andelsklasser kan etableres etter, bl.a. for å vinne erfaring med andelsklasser.

Reglene for andelsklasser gjelder alle typer verdipapirfond, dvs. både UCITS-fond, nasjonale fond som ikke er spesialfond og for spesialfond.

Omtrent en tredjedel av de til sammen 30 norske forvaltningsselskapene benytter andelsklasser i ett eller flere av sine verdipapirfond. Det mest vanlige er at et fond har andelsklasser med ulik forvaltningsgodtgjørelse kombinert med kriteriet minste tegningsbeløp.

Kjennetegn ved de enkelte andelsklassene skal fremgå av et fonds vedtekter, jf. verdipapirfondloven § 4-4 første ledd nr. 9. Finanstilsynet vurderer vilkårene for inndeling i andelsklasser i forbindelse med behandlingen av søknader om tillatelse til å etablere nye verdipapirfond og ved søknader om godkjenning av vedtektsendringer.

## 2.3 EØS-rett

### 2.3.1 Generelt

Europaparlaments - og rådsdirektiv 2009/65/EF (UCITS-direktivet) åpner for at verdipapirfond skal kunne inndeles i ulike andelsklasser. Dette fremkommer for eksempel av art. 78 (7) om de nærmere kravene til nøkkelinformasjon, hvoretter det som hovedregel skal utarbeides et nøkkelinformasjonsdokument for hver andelsklasse. Direktivet inneholder for øvrig ingen definisjon av hva en andelsklasse er. Direktivet har heller ikke bestemmelser om hvilken adgang og etter hvilke kriterier det skal kunne etableres UCITS med andelsklasser. I andre EØS-land, herunder nordiske land, er det utbredt at det benyttes andelsklasser i verdipapirfond. Fordi det ikke er et felles rammeverk, varierer det etter hvilke kriterier det kan etableres andelsklasser.

Spørsmål omkring andelsklasser har vært nærmere vurdert i European Securities and Markets Authority (ESMA). ESMA har publisert en uttalelse ("Opinion") om andelsklasser den 30. januar 2017 (ref.: ESMA34-43-296) der det angis hvilke prinsipper som bør gjelde ved andelsklasser.

Ett av hovedprinsippene i ESMA's uttalelse er at et UCITS-fond, også når det er inndelt i andelsklasser, skal ha én felles investeringsstrategi, og at fondet investerer i en felles formuesmasse. ESMA uttaler at bruk av derivater for ulike sikringsformål innenfor én enkelt andelsklasse, ikke vil være i samsvar med at et fond skal ha én felles investeringsstrategi. Det bør derfor ikke være slik at investorer innenfor én andelsklasse sikres mot bestemte typer risiko. I så fall bør det settes opp egne fond. ESMA mener likevel at valutasikring innenfor en andelsklasse må kunne aksepteres. ESMA uttaler at valutasikring er en måte å sikre at investorer i ett og samme fond kan oppnå den samme avkastningen, selv om enkelte investorers eksponering er knyttet opp mot en annen valuta enn fondets basisvaluta.

ESMA legger videre til grunn at et forvaltningsselskap må innrette virksomheten slik at vilkårene for en andelsklasse ikke vil påvirke en annen klasse negativt, at vilkårene skal være fastsatt innen et fond etableres, og at kjennetegnene for de ulike andelsklasser skal gjøres kjent for investorene.

## 2.3.2 Sverige

I forarbeidene til den norske verdipapirfondloven, Prop. 149 L (2010-2011) vises det til den svenske reguleringen av andelsklasser.

I Sverige er andelsklasser i verdipapirfond regulert i Lag om värdepappersfonder (2004:46) 4 kap. 10 §. Det følger av bestemmelsen at et fond kan inndeles i andelsklasser etter kriterier som tilsvarer gjeldende norske regler for andelsklasser. Det foreligger et lovendringsforslag som innebærer en noe utvidet adgang til å opprette andelsklasser, inntatt i Proposition 2017/18:5 (datert 21.09.2017), "Bättre förutsättningar för fondsparande och hållbara val". Det er foreslått at adgangen til inndeling i andelsklasser i tillegg skal kunne bero på ulike vilkår for bl.a. valutasikring. Dessuten foreslås at det skal kunne gis nærmere regler om andelsklasser i forskrift. Det følger av propositionen at inndelingen i andelsklasser hittil kun har vært tillatt i begrenset utstrekning, og at man i Sverige, på samme måte som i Norge, har sett et behov for å gå skrittvis fram.

## 2.4 Behov for endringer

### 2.4.1 Innledning

Verdipapirfondenes forening har anmodet Finansdepartementet om at det gjøres endringer i verdipapirfondforskriften § 4-2 om andelsklasser. VFF ber om at gjeldende forbud mot valutasikring i egen andelsklasse oppheves. VFF viser blant annet til at ESMA har gitt uttrykk for at valutasikring kan tillates innenfor UCITS-regelverket. Videre mener VFF at forbudet mot valutasikring i andelsklasser gir norske forvaltningsselskaper en konkurransemessig ulempe overfor utenlandske aktører og et incentiv til å etablere fond i jurisdiksjoner som tillater dette. VFF viser til at minst ett av medlemsselskapene har valgt å etablere fond i Luxembourg for å kunne tilby en andelsklasse med valutasikring.

Verdipapirfondloven og verdipapirfondforskriften er bygget opp slik at verdipapirfond som etableres i samsvar med lovens og forskriftens hovedregler, vil være UCITS-fond. Som nevnt under gjeldende rett, gjelder reglene om andelsklasser for alle typer fond, dvs. både UCITS-fond, nasjonale verdipapirfond som ikke er spesialfond og for spesialfond. Finanstilsynets vurderinger med hensyn til om det skal foreslås at valutasikring kan være et kriterium for inndeling i andelsklasser, tar utgangspunkt i hvilke regler som skal gjelde for UCITS-fond. Finanstilsynets utgangspunkt er at de endringer som foreslås, bør gjøres gjeldende likt for alle typer verdipapirfond.

### 2.4.2 Nærmere vurdering av forslaget om valutasikring i andelsklasser

Ifølge verdipapirfondforskriften § 4-2 annet ledd kan et verdipapirfond med andelsklasser ikke ha klassespesifikke plasseringer, herunder plasseringer for valutasikring.

Spørsmålet om et forvaltningsselskap kan sikre valutarisiko i forbindelse med forvaltning av et verdipapirfond, oppstår i ulike sammenhenger. For det første kan det være snakk om valutasikring av et fonds investeringer i finansielle instrumenter i ulike valutaer. Forvaltningsselskapet kan sikre denne valutarisikoen dersom fondets investeringsmandat åpner for valutasikring. I et fond med andelsklasser, vil denne formen for valutasikring, dvs. sikring av fondets investeringer, eventuelt måtte skje for fondet samlet sett og ikke være knyttet til kun én enkelt eller enkelte andelsklasser. Dette følger av prinsippet om at et fond skal ha en felles investeringsstrategi og forvaltes som én enkelt portefølje. Finanstilsynet vil på denne bakgrunn ikke foreslå en adgang til valutasikring av fondets investeringer i enkelte andelsklasser.

En annen form for valutarisiko oppstår i sammenheng med at investorer handler verdipapirfondsandeler i ulik valuta. Dersom et forvaltningsselskap ønsker å tilby investorer en mulighet til å handle andeler i et verdipapirfond i en annen valuta enn fondets basisvaluta (valutaen som er grunnlaget for beregningen av fondets andelsverdi), kan det etableres andelsklasser med ulik utstedelsesvaluta. Andelsklasser med ulik utstedelsesvaluta er særlig praktisk når et verdipapirfond markedsføres i et annet EØS-land. Dersom et norsk fond som tilbys her i landet i tillegg skal rettes mot f.eks. det svenske markedet, kan fondet ha en andelsklasse utstedt i svenske kroner i tillegg til en andelsklasse for andeler utstedt i norske kroner (fondets basisvaluta). Når andelsklasser utstedes i ulike valutaer,

eksponeres investorene i de respektive andelsklassene for ulik valutarisiko sammenholdt med et fonds basisvaluta, og andelsklassene vil dermed kunne komme til å utvikle seg ulikt. Det er i dag ikke adgang for forvaltningsselskapet til å utligne denne risikoen på vegne av investorene i fondet.

I prinsippet kan investorer i verdipapirfond selv sørge for å sikre valutarisikoen knyttet til den enkeltes investering i en bestemt valuta, men dette vil være komplisert og er i praksis utelukket for den alminnelige investor. Finanstilsynet mener det er hensiktsmessig at forvaltningsselskap for verdipapirfond kan tilby investorer valutasikring innenfor én enkelt andelsklasse. Dette har en naturlig sammenheng med at investorer tilbys å handle fondsandeler i ulik valuta. Valutasikringen vil i så fall beskytte investorenes andeler mot valutakursvingninger mellom deres handelsvaluta og fondets valuta. Ettersom norske investorer kan tilbys utenlandske fond med valutasikring i andelsklasser gjennom grensekryssende markedsføring, bør tilsvarende være mulig for norske fond.

Finanstilsynet oppfatter at valutasikring i enkelte andelsklasser i sammenheng med at investorer handler fondsandeler i ulik valuta, vil være i samsvar med ESMA's uttalelse om andelsklasser. Det vises for øvrig til at det i Sverige foreligger et lovendringsforslag om at adgangen til inndeling i andelsklasser skal kunne bero på ulike vilkår for valutasikring. Finanstilsynet oppfatter at det svenske forslaget om adgang til valutasikring, tar sikte på at andelsklasser som utstedes i ulike valutaer, kan valutasikres. Finanstilsynet har fått opplyst fra tilsynsmyndighetene i Danmark og Finland at det også der er adgang til valutasikring i enkelte andelsklasser.

Valutasikring i en andelsklasse vil kunne foretas gjennom bruk av f.eks. derivater. Dette forutsetter at de alminnelige plasseringsregler for derivatbruk følges. Finanstilsynet ser at det kan være fare for kryssubsidiering mellom andelsklasser i denne sammenheng. På den annen side følger det av vpfl. § 4-5 tredje ledd at kostnader som utelukkende kan henføres til én andelsklasse, ikke skal belastes andelseiere i en annen andelsklasse. Kostnader som følge av valutasikring i én eller flere andelsklasser i et fond, må derfor dekkes av andelseierne i den aktuelle andelsklassen og ikke av andelseiere i en annen andelsklasse. Finanstilsynet mener forvaltningsselskapene vil kunne håndtere dette på en riktig måte.

På grunnlag av ovennevnte, foreslår Finanstilsynet å åpne for valutasikring i andelsklasser, men at valutasikringen begrenses til fond som har andelsklasser med ulik utstedelsesvaluta. Dette innebærer at det er investorenes innskudd som valutasikres.

Finanstilsynet foreslår at verdipapirfondforskriften § 4-2 endres slik at det fremgår at et fond som har andelsklasser med ulik utstedelsesvaluta, kan ha andelsklasser med ulike vilkår for valutasikring. Det vises til forslag inntatt under punkt 5. Det foreslås at dette gjøres gjeldende for alle typer verdipapirfond, dvs. både UCITS-fond, nasjonale verdipapirfond som ikke er spesialfond og for spesialfond.

## 3 Forslag til endringer i verdipapirfondforskriften om spesialfonds bruk av EPF-teknikker

### 3.1 Innledning

Teknikker for å oppnå en effektiv porteføljeforvaltning (heretter: EPF-teknikker) er regulert i verdipapirfondforskriften § 6-8 og omfatter både utlån og gjenkjøpsavtaler. Bestemmelsen stiller opp nærmere betingelser for bruk av teknikkene, bl.a. hvem som kan være motpart i slike avtaler og hvor mye av et fonds eiendeler som kan benyttes ved EPF-teknikker.

Høringsnotatet inneholder på dette punktet et forslag til en mindre endring i verdipapirfondforskriften som vil innebære at et spesialfond unntas fra én av de begrensningene som gjelder ved bruk av EPF-teknikker. Etter gjeldende rett kan et forvaltningsselskap ikke benytte mer enn 50 prosent av et fonds eiendeler ved bruk av EPF-teknikker, herunder gjenkjøpsavtaler. Det foreslås at den øvre grensen på

50 prosent ikke skal gjelde for spesialfonds bruk av gjenkjøpsavtaler. Begrensningen i et spesialfonds adgang til å inngå gjenkjøpsavtaler kom inn ved en forskriftsendring 28. juni 2016 og antas å være utilsiktet.

Gjenkjøpsavtaler og utlån er omfattet av det samme regelverket, og reglene bygger til en viss grad på de reglene som tidligere gjaldt for utlån. Høringsnotatet omtaler derfor i noen grad også utlån.

## 3.2 Nærmere om utlån og gjenkjøpsavtaler

Utlån av finansielle instrumenter innebærer at eieren av instrumentene låner ut disse med en rett til å få tilsvarende instrumenter tilbakelevert på et senere tidspunkt. Det er særlig aksjer som er aktuelle for utlån, men utlån kan også omfatte obligasjoner og andre instrumenter. Formålet med utlån fra verdipapirfond vil være å gi fondet meravkastning utover den ordinære avkastningen på fondets eiendeler. Låntaker betaler en avgift for lånet over låneperioden. Låntaker kan ha behov for å dekke en fremtidig leveringsforpliktelse, for eksempel ved shortsalg. Utlånsavtaler inngås ofte i henhold til standardiserte avtaler. Låntaker har, hvis ikke annet er avtalt, en kontraktsrettslig forpliktelse til å levere tilsvarende finansielle instrumenter tilbake til utlåner på det tidspunkt utlåner krever det. Risikoen verdipapirfondet løper ved å låne ut de finansielle instrumentene, er primært risikoen for at låntaker misligholder lånet og at tilsvarende instrumenter ikke leveres tilbake i henhold til låneavtalen (motpartsrisiko). Det er vanlig at låntaker stiller sikkerhet direkte overfor utlåner for oppfyllelse av tilbakeleveringsplikten, og sikkerhet som stilles direkte overfor et verdipapirfond vil kunne redusere motpartsrisikoen.

Såkalte gjenkjøpsavtaler (kalles også repo-avtaler) har likhetstrekk med utlån av finansielle instrumenter. En gjenkjøpsavtale går ut på at selger overdrar de finansielle instrumentene til kjøper til en avtalt kjøpspris på tidspunktet for inngåelse av avtalen. Kjøper betaler kjøpesummen når kontrakten inngås og ikke bare en avgift som ved utlån. Samtidig avtales det at kjøper på et senere tidspunkt skal selge tilsvarende finansielle instrumenter tilbake til selger til en avtalt tilbakekjøpspris. De to transaksjonene anses som én avtale mellom partene. På samme måte som ved utlån har kjøper en leveringsplikt av finansielle instrumenter, og det er selger som beholder kursrisikoen i avtaleperioden. Den mest alminnelige bruken av gjenkjøpsavtaler i markedet er knyttet til et ønske om likvide midler (kontanter) hos en eier av finansielle instrumenter. Kjøper av instrumentene kan ha behov for å få tilgang til instrumenter for å dekke en leveringsforpliktelse. Tilsvarende som ved utlån vil det overordnede formålet med en gjenkjøpsavtale være at verdipapirfondet kan oppnå en meravkastning på fondets eiendeler. Gjenkjøpsavtaler vil kunne gi tilleggs kapital og ekstra inntekter. Kontante midler som et fond mottar, vil kunne benyttes til reinvestering. Videre vil gjenkjøpsavtaler kunne gi inntekter til fondet basert på de avtalte kjøps- og salgskurser. Under en gjenkjøpsavtale vil det kunne variere fra avtale til avtale om det stilles sikkerhet for eventuelle kurssvingninger i løpet av avtaleperioden.

En omvendt gjenkjøpsavtale tar utgangspunkt i hva den andre parten i en gjenkjøpsavtale gjør. En omvendt gjenkjøpsavtale vil, for et verdipapirfond, innebære at verdipapirfondet kjøper et finansielt instrument mot betaling av en kjøpesum, men slik at instrumentet skal selges tilbake senere. Her vil formålet enten være å få tilgang til finansielle instrumenter som fondet har behov for til eget bruk i en periode, eller å plassere likvide midler mot sikkerhet i en periode. Det førstnevnte formålet vil kunne være aktuelt for spesialfond som ledd i det å gjennomføre dekkede shorthandler i finansielle instrumenter. Det andre formålet vil kunne være aktuelt for flere typer fond som et alternativ til å plassere likvide midler i bank.

VFF viser til at gjenkjøpsavtaler kan være aktuelt å benytte i forvaltningen av obligasjonsfond for å endre renteeksponeringen. Et obligasjonsfond vil gjennom sine plasseringer være eksponert mot renter innenfor et visst tidsrom. Dersom forvaltningsselskapet ønsker å endre eksponeringen mot renter for en kortere eller lengre periode, kan det benyttes gjenkjøpsavtaler. Gjenkjøpsavtaler vil kunne være et kostnadsbesparende alternativ til å selge og kjøpe instrumenter fra eksisterende beholdning fordi transaksjonskostnadene blir mindre.

For et verdipapirfond vil risikoen ved en gjenkjøpsavtale primært være risikoen for at motparten ikke kan levere instrumenter slik som forutsatt i avtalen om tilbakekjøp, eller eventuelt at verdipapirfondet

ikke får tilbake kontanter i en omvendt gjenkjøpsavtale. Kjøpesummen i en gjenkjøpsavtale eller de finansielle instrumentene i en omvendt gjenkjøpsavtale vil kunne realiseres slik at verdipapirfondet kan gjenopprette eksponeringen i finansielle instrumenter eller likvide midler.

I notatet omfatter begrepet "gjenkjøpsavtaler" også "omvendte gjenkjøpsavtaler" dersom ikke annet fremgår av sammenhengen.

## 3.3 Gjeldende rett

### 3.3.1 Generelt

Lov 25. november 2011 nr. 44 om verdipapirfond (verdipapirfondloven) inneholder i § 6-11 en bestemmelse om at departementet kan gi regler om bruk av teknikker for porteføljeforvaltning. De mest brukte teknikker for porteføljeforvaltning, er verdipapirfonds utlån av finansielle instrumenter og gjenkjøpsavtaler.

Forskrift 21. desember 2011 nr. 1467 til verdipapirfondloven (verdipapirfondforskriften) § 6-8 regulerer bruken av EPF-teknikker. Bestemmelsen inneholdt tidligere kun enkelte generelle regler om EPF-teknikker. Ved endringsforskrift 28. juni 2016 nr. 832 til verdipapirfondforskriften, ble § 6-8 utvidet med nye felles regler for verdipapirfonds bruk av EPF-teknikker.

Tidligere ble utlån regulert i en særskilt bestemmelse i verdipapirfondforskriften (tidl. § 6-18). Det var derimot ingen særskilt bestemmelse for gjenkjøpsavtaler.

Gjennom forskriftsendringen ble den tidligere utlånsbestemmelsen opphevet samtidig som utlån ble regulert gjennom de felles reglene for EPF-teknikker i § 6-8. På samme måte som i EU-retten, ble det ansett som hensiktsmessig at også utlån ble regulert som en EPF-teknikk. Endringen innebar at man bygget videre på den gamle bestemmelsen som allerede gjaldt om EPF-teknikker, samtidig som bestemmelsen ble utvidet med nye regler. Endringene hadde i hovedsak sin bakgrunn i et behov for at verdipapirfond skulle kunne låne ut finansielle instrumenter mer i samsvar med det som er praksis i lånemarkedet. Endringen innebar at gjenkjøpsavtaler ble underlagt en mer detaljert regulering enn før.

For en nærmere gjennomgang av de vurderinger som ligger til grunn for det som i dag er gjeldende rett for EPF-teknikker, vises til Prop. 149 L (2010-2011) og høringsnotat av 02.09.2013 "Utlån av finansielle instrumenter fra verdipapirfond – Bruk av teknikker for å oppnå en effektiv porteføljeforvaltning", sendt på høring av Finansdepartementet 10.02.2014.

Paragraf 6-8 tiende ledd er videreført fra den gamle utlånsbestemmelsen uten endring. Bestemmelsen lyder:

(10) Forvaltningsselskapet kan ikke benytte mer enn 50 prosent av fondets eiendeler ved bruk av teknikkene.

Bestemmelsen er en nasjonal regel som ikke følger av EU-retten. Den nevnte begrensningen gjaldt tidligere i forbindelse med utlån, men ikke for gjenkjøpsavtaler. Verdipapirfondforskriften § 6-8 om EPF-teknikker inneholdt før endringen i 2016 ikke noen begrensning på hvor stor andel av fondets eiendeler som kunne benyttes ved bruk av slike teknikker. Fordi § 6-8 i dag gjelder generelt for alle EPF-teknikker, vil denne begrensningen etter forskriftsendringen i 2016 også gjelde for gjenkjøpsavtaler.

Begrensningen på 50 prosent gjelder alle typer fond, UCITS, nasjonale fond og spesialfond.

I høringsnotatet til den ovennevnte forskriftsendringen er det uttalt følgende om 50-prosent regelen på s. 30:

Etter gjeldende regler kan forvaltningsselskapet ikke låne ut mer enn 50 prosent av fondets eiendeler. Finanstilsynet har mottatt signaler fra næringen om at det neppe vil være aktuelt å låne ut halvparten av fondets eiendeler. Selv om det ikke anses som et



stort behov å videreføre bestemmelsen, foreslås likevel i § 6-8 at den gjelder som en yttergrense for bruk av EPF-teknikker.

I høringsnotatet er det ingen ytterligere vurdering av bestemmelsens anvendelse for spesialfond. Det er kun vist til at tidligere bestemmelser om utlån og EPF-teknikker gjaldt for alle typer fond, og det ble ikke foreslått endringer. Det er ikke noe i høringsdokumentet som tilsier at det var et ønske om å begrense investeringsmulighetene for norske spesialfond hva gjelder hvor mye av et fond som kan benyttes til gjenkjøpsavtaler.

### 3.3.2 Spesialfond

Fra 1. juli 2010 ble det tillatt å etablere spesialfond organisert som verdipapirfond. Det som skiller spesialfond fra ordinære verdipapirfond, er at spesialfond skal kunne følge en annen og mer fleksibel investeringsstrategi enn det som gjelder ordinære verdipapirfond. Spesialfond kan benytte et videre spekter av investeringsteknikker og ha en investeringsstrategi som innebærer høy risiko eller en risiko av en annen art enn alminnelige verdipapirfond.

For at spesialfond skal kunne følge en annen strategi og ha en annen risiko, er spesialfond unntatt fra mange av de krav og begrensninger som gjelder for ordinære verdipapirfond. Gjennom verdipapirfondloven § 7-2 og verdipapirfondforskriften § 7-2 er spesialfond unntatt fra for eksempel detaljerte sprednings- og likviditetsregler, grenser for opptak av lån, begrensninger i adgangen til shortsalg og grenser for bruk av derivater. I tillegg kan spesialfond i større grad enn andre verdipapirfond, begrense hvor ofte fondet skal være åpent for tegning og innløsning av andeler. Fra og med 1. juli 2014 er det åpnet for at spesialfond kan markedsføres overfor ikke-profesjonelle kunder. I så fall gjelder enkelte særregler som er fastsatt av hensyn til investorbekyttelsen. Det kreves bl.a. at det skal vurderes om spesialfondet egner seg for kunden, utarbeiding av nøkkelinformasjon og tilknytning til en ekstern klageordning.

## 3.4 Behov for endringer

Verdipapirfondenes forening ber om at verdipapirfondforskriften endres slik at spesialfond unntas fra 50-prosent begrensningen for så vidt gjelder gjenkjøpsavtaler. VFF viser til at begrensningen ikke gjaldt tidligere for spesialfond, og at konsekvensen har vært at spesialfond i praksis har blitt tvunget til å redusere bruken av gjenkjøpsavtaler.

Finanstilsynet viser til at spesialfond generelt skal kunne stå friere i valg av investeringsstrategi enn ordinære verdipapirfond. Som gjennomgangen av gjeldende rett viser, var det ikke tidligere en uttrykkelig begrensning i adgangen til å inngå gjenkjøpsavtaler for spesialfond. Den begrensningen som kom ved endringene i reglene for bruk av EPF-teknikker i 2016 synes utilsiktet. Det synes ikke som om det var til hensikt å stille opp strengere regler for spesialfond enn det som gjaldt tidligere.

Etter Finanstilsynets vurdering bør det gjøres en endring slik at det igjen åpnes for en videre adgang for spesialfonds bruk av gjenkjøpsavtaler. Det vises til at spesialfond er innrettet for å kunne ta en annen risiko enn ordinære verdipapirfond, har adgang til shortsalg, låneopptak, utvidet bruk av derivater, ikke er underlagt de samme likviditetskrav i sine plasseringer og har adgang til å begrense innløsningsretten. Det er en forutsetning for at spesialfond skal kunne gjennomføre sine investeringsstrategier, at de unntas fra begrensningene som ellers gjelder. Det kan f.eks. være aktuelt for spesialfond å ta større posisjoner på bakgrunn av investeringsstrategien.

Dersom verdipapirfondforskriften endres slik at 50-prosent regelen ikke skal gjelde for spesialfonds bruk av gjenkjøpsavtaler, innebærer det at forvaltningsselskapet kan se bort fra gjenkjøpsavtalene når 50-prosent grensen skal beregnes. Selv om det åpnes for at spesialfond ikke er bundet av bestemmelsen om at kun 50 prosent av fondets eiendeler kan benyttes i gjenkjøpsavtaler, viser Finanstilsynet til at spesialfond fortsatt vil være omfattet av andre regler for bruk av EPF-teknikker, f.eks. regler om motparter og hvilke typer instrumenter som kan benyttes i avtalene. Finanstilsynet mener derfor at rammene for spesialfonds bruk av EPF-teknikker totalt sett er hensiktsmessige.

Finanstilsynet foreslår en bestemmelse i verdipapirfondforskriften § 7-2 første ledd om at § 6-8 tiende ledd ikke gjelder ved gjenkjøpsavtaler.

## 4 Økonomiske og administrative konsekvenser av forslaget

### 4.1 Forvaltningsselskapene

Et verdipapirfond kan bare opprettes og forvaltes av et forvaltningsselskap. Forslaget om endringer i reglene for andelsklasser innebærer en adgang til å ha verdipapirfond med andelsklasser med ulike vilkår også for valutasikring. Det antas at denne muligheten bedrer muligheten for å tilby produkter som etterspørres i markedet, og at det kan medføre bedre konkurransebetingelser for selskapene. Det må anses som en fordel, særlig ved grensekryssende markedsføring av verdipapirfond innenfor EØS, at det kan tilbys andelsklasser med valutasikring. Forslaget vil innebære noe større muligheter for forvaltningsselskapene, og antas ikke å påføre forvaltningsselskapene noen økte kostnader sammenlignet med i dag.

Forslaget som vil innebære at spesialfond unntas fra den øvre grensen for bruk av gjenkjøpsavtaler, vil i første rekke gi større fleksibilitet for de forvaltningsselskapene som forvalter spesialfond. Det er foreslått endringer i forskriftsbestemmelser i tråd med det som gjaldt tidligere.

### 4.2 Finanstilsynet

Dersom forslaget om endringer i reglene for andelsklasser blir vedtatt, vil dette i en overgangsperiode kunne medføre noe merarbeid i Finanstilsynet i forbindelse med søknader om godkjenning av endringer i verdipapirfonds vedtekter.

Forslagene antas for øvrig ikke å medføre nevneverdige administrative og økonomiske konsekvenser for Finanstilsynet.

## 5 Forslag til endringer i verdipapirfondforskriften

I forskrift 21. desember 2011 nr. 1476 til verdipapirfondloven gjøres følgende endringer:

### § 4-2. Andelsklasser

Første og annet ledd skal lyde:

(1) Verdipapirfond kan ha andelsklasser med ulike vilkår for utdeling eller reinvestering av utbytte, forvaltningsgodtgjørelse, minste tegningsbeløp og ulik utstedelsesvaluta *med eventuell valutasikring*.

(2) Verdipapirfond med andelsklasser kan ikke ha klassespesifikke plasseringer. *Dette er ikke til hinder for valutasikring som nevnt i første ledd.*

**§ 7-2. Spesialfond**

§ 7-2 første ledd nytt annet punktum skal lyde:

*§ 6-8 tiende ledd gjelder ikke ved gjenkjøpsavtaler.*

