

Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo

Oslo, 31. mars 2011

Deres ref  
09/4502 AG/KrR

## **Høring – ny samleforskrift til verdipapirfondloven**

Det vises til Finansdepartementets høringsbrev datert 28. januar 2011.

Finansnæringens Fellesorganisasjon (FNO) og Verdpapirfondenes forening (VFF) har funnet det hensiktsmessig å avgi en felles høringsuttalelse knyttet til forslaget om konsolidert forskriftsregelverk for verdipapirfond.

Vi kan i all hovedsak slutte oss til arbeidsgruppens forslag til ny samleforskrift for verdipapirfond. Det vises imidlertid til enkelte konkrete merknader nedenfor.

Vi har videre tillatt oss å gi noen ytterligere kommentarer til reguleringen av verdipapirfonds utlån av finansielle instrumenter. Selv om utlån ikke var en del av arbeidsgruppens vurderinger i denne runden, mener vi det er behov for å presisere dette regelverket. Vi har over flere år argumentert for at dette regelverket bør endres, jf. blant annet fellesbrevet som VFF og daværende FNH sendte departementet 11. november 2008. I våre høringsuttalelser til arbeidsgruppens forrige rapport tok vi begge til orde for at dagens regelverk bør erstattes av et regime der forvaltningsselskapet plikter å kreve betryggende sikkerhet fra fondets motparter. Dette forslaget er nærmere utdypet nedenfor.

Vi er for øvrig kjent med at de depotmottakerbankene som opererer i det norske markedet, vil avgi en egen høringsuttalelse. Depotmottakerfunksjonen utgjør en helt sentral kontrollfunksjon, og vi kan i hovedsak slutte oss til de prinsipielle innspill som depotmottakerbankene fremsetter. Det vises til nærmere omtale nedenfor.

### **Forslag som departementet ber om særskilte merknader til**

#### Krav til organisering, god forretningsskikk mv.

Vi mener arbeidsgruppen har gjort en god jobb i å forenkle forskriftsteksten som implementerer den mer ordrike reguleringen i gjennomføringsdirektiv 2010/43/EU. Vi er

dessuten enig i at det ikke er nødvendig å innta bestemmelser i verdipapirfondforskriften som allerede følger av annet regelverk, eksempelvis internkontrollforskriften.

Vår tilslutning til dette er imidlertid betinget av at departementet følger opp et annet av arbeidsgruppens forslag, nemlig at også verdipapirforskriften endres i samsvar med arbeidsgruppens forslag til verdipapirfondforskrift på de punkter der bestemmelser om krav til organisering og god forretningsskikk er de samme som i direktiv 2004/39/EF (MiFID). Særlig for de aktører som er underlagt begge regelverk, vil det være svært lite ønskelig å måtte forholde seg til ulik utforming i norsk rett av like direktivregler. Vi mener arbeidsgruppens forslag representerer den beste løsningen. Skulle departementet likevel komme til at verdipapirforskriftens utforming av disse bestemmelsene skal videreføres, bør konsekvensen i så fall være at verdipapirfondforskriften gis tilsvarende utforming.

#### Andelsklasser

FNO og VFF er tilfreds med at en samlet arbeidsgruppe stiller seg bak forslaget om at det bør åpnes adgang til å etablere andelsklasser også i norskregistrerte verdipapirfond. Vi deler arbeidsgruppens påpekning om at en slik adgang kan bidra til en mer kostnadseffektiv forvaltning og derigjennom styrke konkurranseevnen til norsk fondsbransje i det europeiske markedet. Vi er også enig med arbeidsgruppen i at adgangen til å etablere andelsklasser samtidig må møtes med krav om klar og tydelig informasjon til eksisterende og potensielle andelseiere, blant annet om de konkrete kriterier som gjelder for de ulike andelsklassene og hvilke kostnader som blir belastet.

Etter vår oppfatning har arbeidsgruppen i sine konkrete forslag til regulering av andelsklasser på en god måte klart å balansere de ulike hensynene. Vi slutter oss derfor fullt ut til de forslag til lov- og forskriftsendringer som arbeidsgruppen fremmer i tilknytning til innføring av adgang til å etablere andelsklasser.

#### Definisjonsdirektivet

Vi er enig i arbeidsgruppens vurdering om at behovet for forskriftsendringer knyttet til implementeringen av det såkalte definisjonsdirektivet, er mer begrenset enn det som ble foreslått i høringsnotatet av 2008. Vi har to konkrete merknader til forslagene som arbeidsgruppen fremmer:

- Når det gjelder kredittderivater skriver arbeidsgruppen at det må legges til grunn at direktivet må forstås slik at et verdipapirfond både kan overføre kreditttrisiko gjennom å kjøpe kredittderivat og påta seg kreditttrisiko gjennom å utstede (selge) kredittderivat. Arbeidsgruppen viser til at denne forståelsen er i tråd med CESRs anbefaling og legger til grunn at kredittderivater omfattes av lovforslaget § 7-4. Dette slutter vi oss til.
- Arbeidsgruppen er noe snau i gjengivelsen av definisjonsdirektivets art 3. I arbeidsgruppens forslag til justeringer i lovforslaget (kapittel 1.2) er det i punkt 8 foreslått at lovutkastet § 7-6 annet ledd endres slik at det framgår at *”verdipapirfond bare kan investere i pengemarkedsinstrumenter med gjenværende løpetid på maksimalt 397 dager”*.

Vi slutter oss til at denne presiseringen tas inn i loven, men vil samtidig påpeke at definisjonsdirektivets art 3 (2) også slår fast at verdipapirfond skal kunne investere i pengemarkedsinstrumenter som er underlagt rentereguleringer på linje med

pengemarkedsbetingelser minst hver 397ende dag, samt i instrumenter hvor risikoprofilen er tilsvarende som for finansielle instrumenter med en gjenværende løpetid på maksimalt 397 dager eller renteregulering minst hver 397ende dag. I Kredittilsynets høringsnotat datert 16. juni 2008 var alle disse vilkårene, i tråd med direktivets art 3 (2,) foreslått implementert (jf. forskriftsforslaget § 3-1 a)). Vi legger til grunn at departementet har dette i mente i forbindelse med utarbeidelsen av lovproposisjonen.

### **Depotmottakerfunksjonen**

Arbeidsgruppen har i tråd med EØS-reglene foreslått nærmere regler om innholdet i avtalen mellom forvaltningsselskapet og depotmottaker. Vi mener det er viktig at dette regelverket utformes slik at depotmottakernes oppgaver kan utføres på en klar og effektiv måte. Vi kan i all hovedsak slutte oss til arbeidsgruppens forslag også her.

Som nevnt ovenfor er vi kjent med at depotmottakerbankene i det norske markedet avgir en egen høringsuttalelse til arbeidsgruppens rapport. Depotmottakerbankene ber blant om at det foretas:

- en presisering av Finanstilsynets tilsynsoppgaver i forhold til EØS-reglenes krav,
- en utfylling og klargjøring av bestemmelsene om bl.a. risikostyring og "compliance", og
- en tydeliggjøring av kravene til rapportering av bruk av derivater.

Vi er enige i at disse forhold, herunder særlig forholdet til korrekt EØS-rettslig gjennomføring, bør kunne vurderes nærmere av departementet. Vi peker også på at det nærmere arbeid med depotmottakerrollen vil være en del av det såkalte UCITS V som er igangsatt av EU-kommisjonen. Både arbeidsgruppen og vi har pekt på at det er behov for en nærmere avklaring av depotmottakers oppgaver, og gjennomføringen av disse. Vi har her allerede gjennom våre bransjeorganisasjoner i Brussel gitt innspill til EU-kommisjonens høring. Vi vil komme tilbake til dette når de nye reglene skal gjennomføres i Norge.

Depotmottakerbankene tar for øvrig også opp forholdet til reguleringen av utlån av finansielle instrumenter, og støtter våre innspill om dette (se nedenfor).

### **Utlån av verdipapirer**

Vi viser til at både FNO og VFF i forbindelse med høringen om forslaget til ny verdipapirfondlov i fjor høst prinsipalt foreslo at dagens begrensninger i verdipapirfonds adgang til å låne ut finansielle instrumenter til samme mellommann/motpart bør erstattes av et regime der forvaltningsselskapet plikter å kreve betryggende sikkerhet fra fondets motparter. Tilsvarende forslag ble også fremmet i høringsuttalelsen fra de fire depotmottakerne som opererer i det norske verdipapirfondsmarkedet.

Vi registrerer at arbeidsgruppen i forbindelse med utarbeidelse av forslag til samleforskrift, ikke har foretatt noen nye vurderinger av utlånsbestemmelsene i lys av de innspill som ble gitt i forrige høringsrunde. Vi mener som sagt at flere elementer ved gjeldende forskriftsregulering av verdipapirlån, og som i det vesentlige foreslås videreført, er problematiske.

På denne bakgrunn tillater vi oss i denne høringsrunde å peke på enkelte forhold som etter vårt syn bør foranledige en fullstendig revisjon av utkastet til § 7-7 til ny verdipapirfondforskrift. For fullstendighetens skyld vil i forbindelse med forskriftsbestemmelsens femte ledd også berøre krav som kan stilles til sikkerhet, selv om dette også, på et noe mer overordnet nivå, ble berørt i forrige høringsrunde.

Utlån av finansielle instrumenter fra verdipapirfond har, som følge av de begrensninger som ligger i gjeldende regelverk, vært svært begrenset. Derimot har man i norsk finansbransje hatt omfattende erfaringer med utlån av verdipapirer fra verdipapirforetak. Vi er ikke kjent med at verdipapirforetak har hatt tap på utlån av finansielle instrumenter – heller ikke gjennom finanskrisen. Trolig har de absolutte krav til sikkerhet som oppstilles etter verdipapirhandellovgivningen vært medvirkende til dette. Et krav om betryggende sikkerhet for verdipapirfond kan etableres etter samme modell som allerede gjelder for norske verdipapirforetak.

#### Til forskriftsutkast § 7-7 annet ledd:

Utkast til § 7-7 annet ledd, som viderefører gjeldende forskrift § 3 første ledd, lyder som følger:

- ”Forvaltningsselskapet kan bare inngå avtaler om utlån av finansielle instrumenter med:
1. verdipapirforetak med tillatelse til å yte investeringstjenester som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 2, og
  2. oppgjørssentral med tillatelse etter verdipapirhandelloven § 13-1.”

Annet ledd har, også sett hen til bestemmelsens fjerde ledd, en noe problematisk utforming med tanke på utlån til finansforetak hjemmehørende utenfor Norden. Disse foretakene er ofte ikke selv part i lånetransaksjonen, men opptrer også som agent for utlåner (verdipapirfondet). Forvaltningsselskapet inngår derfor ikke avtaler ”med” utenlandske foretak som opptrer som agent. Foretakets rolle som agent er begrenset til å formidle verdipapirlånet og påse at den reelle motpart stiller betryggende sikkerhet til forvaltningsselskapet på vegne av fondet. Sikkerheten stilles direkte til fordel for fondet, fondet har rett til sikkerheten og fondet har derfor ikke konkursrisiko på agenten. En ordlyd som forutsetter at avtaler skal inngås direkte ”med” verdipapirforetak vil, selv om man åpner for at dette også gjelder andre verdipapirforetak innenfor EØS (jf utkastets § 7-7 fjerde ledd), derfor kunne virke diskriminerende på banker og verdipapirforetak utenfor Norden, og kan være egnet til å virke konkurranseskadende innenfor EØS. Utlånsbegrensningene til foretak som er tillatte motparter i henhold til verdipapirhandelloven vil etter all sannsynlighet begrense verdipapirfondenes mulighet til å oppnå best mulig priser på utlån og gjør at de ikke kan benytte seg av de tjenester som er tilgjengelige internasjonalt. Vi vil foreslå at verdipapirfond uttrykkelig tillates å inngå avtaler med utenlandske foretak underlagt forsvarlig tilsyn i sitt hjemland, og som er tillatt å yte tjenester som samsvarer med norske tillatte motparter.

Det følger allerede av utkast til ny verdipapirfondlov § 7-12 første ledd, som viderefører gjeldende § 4-11 annet ledd, at forvaltningsselskapet bare kan låne ut finansielle instrumenter på vegne av fondet gjennom medvirkning av verdipapirforetak eller oppgjørssentral. Fondets utlånsadgang er derfor allerede begrenset til motparter underlagt tilsyn og kapitaldekningskrav. Samlet sett er det vanskelig å se behovet for å videreføre bestemmelsen i annet ledd, og vi foreslår derfor at § 7-7 annet ledd til forskriftsbestemmelsen tas ut.

I forlengelsen av dette vil vi samtidig foreslå at det i lovutkastet § 7-12 første ledd tas inn en tilføyelse om at utlån av finansielle instrumenter bare kan skje til eller gjennom medvirkning av verdipapirforetak eller oppgjørssentral:

*"§ 7-12 Utlån av finansielle instrumenter*

Forvaltningsselskapet kan låne ut verdipapirfonds finansielle instrumenter.

Utlån av finansielle instrumenter kan bare skje til eller gjennom medvirkning av verdipapirforetak eller oppgjørssentral."

Til forskriftsutkastet § 7-7 tredje ledd:

Utkast til § 7-7 tredje ledd, som viderefører gjeldende forskrift § 3 annet ledd, lyder som følger:

"Forvaltningsselskapet kan ikke inngå avtaler med verdipapirforetak som låner instrumentene for egen regning. Forvaltningsselskapet kan ikke godkjenne den annen part i transaksjonen etter verdipapirhandelloven § 12-1 tredje punktum."

Nordiske banker og verdipapirforetak som opererer som låntakere av finansielle instrumenter, låner instrumentene i eget navn og for egen regning. Tilsvarende låner internasjonale finansforetak finansielle instrumenter i eget navn, når de ikke opptrer som agent (jf hva som uttales om agentrollen ovenfor). Til orientering opplyses det at internasjonale banker både opptrer i eget navn og som agent.

Både gjeldende forskrift og forskriftsutkastet synes å forutsette at verdipapirforetakene opptrer i en form for meglerfunksjon, slik at fondet har en særrett til dekning i de finansielle instrumentene (kundemidler) når disse er i verdipapirforetakets besittelse. Dette medfører imidlertid ikke riktighet. Når fondets instrumenter overleveres til verdipapirforetaket er verdipapirforetaket legitimert som eier, og fondet vil ikke ha noen særrett til de utlånte instrumentene i tilfelle foretakets konkurs. Dersom forskriften skulle forstås etter sin ordlyd, synes den å utelukke at norske forvaltningsselskaper kan låne ut finansielle instrumenter til norske og internasjonale banker og verdipapirforetak som ikke opptrer som agent.

For fondets risikoposisjon må imidlertid det avgjørende være at verdipapirforetakene som låntakere stiller betryggende sikkerhet til verdipapirfondet, noe som allerede følger av både nordisk og internasjonal markedspraksis. Selve sikkerhetsstillingen kommenteres nærmere i forhold til forskriftsutkastet § 7-7 femte ledd nedenfor. På dette grunnlag mener vi utkast til § 7-7 tredje ledd første setning bør tas ut av forskriftsbestemmelsen.

Utkastet § 7-7 tredje ledd annen setning forutsetter at forvaltningsselskapet ikke kan godkjenne den annen part i transaksjonen. Bestemmelsen synes som nevnt ovenfor å forutsette at verdipapirforetaket opptrer i en form for meglerfunksjon, og at fondet har verdipapirforetaket som motpart. Videre synes bestemmelsen å forutsette at kravet mot verdipapirforetaket i tilfelle en godkjenning kan falle bort, og erstattes av en usikret fordring på meglerhusets motpart.

Som det ovenfor er forsøkt vist, opptrer ikke verdipapirforetakene som mellommann i en meglerfunksjon. Enten låner verdipapirforetaket de finansielle instrumenter i eget navn og for egen regning, eller så opptrer foretaket som agent. Når verdipapirforetaket opptrer som agent er lånetransaksjonen alltid mellom fondet og foretakets kunde. På samme måte som utkastet § 7-7 tredje ledd første punktum (etter sin ordlyd) synes å forutsette at forvaltningsselskapet

ikke kan låne ut til verdipapirforetak som opptrer i eget navn og egen regning, synes annet punktum å utelukke foretak som opptrer i egenskap av agent. I agentsituasjonen vil fondet få opplyst hvem som er reell motpart. Som i annen verdipapirhandel vil aktørene ønske å ha en mening om hvem de slutter avtale med. Det normale vil være at forvaltningsselskapet utarbeider en liste til agenten med de motparter agenten kan slutte avtaler med.

Det avgjørende poenget er etter vår oppfatning at forvaltningsselskapet må motta betryggende sikkerhet for lånet. På dette grunnlag mener vi at også utkast til § 7-7 tredje ledd annen setning bør tas ut av forskriftsbestemmelsen.

Til forskriftsutkastet § 7-7 fjerde ledd:

Utkast til § 7-7 fjerde ledd, som viderefører gjeldende forskrift § 3 tredje ledd, lyder som følger:

”Forvaltningsselskapet kan inngå avtaler om utlån av finansielle instrumenter med tilsvarende utenlandske foretak etter tillatelse fra Finanstilsynet.”

Bestemmelsen må sees i sammenheng med annet ledd, som er omtalt ovenfor og foreslått slettet.

Dersom det innføres krav om betryggende sikkerhet direkte til fondet er det vanskelig å se hvorfor fondet skulle måtte kreve forhåndsgodkjennelse fra Finanstilsynet for å låne ut finansielle instrumenter til utenlandske foretak. Det er viktig at motparter og agenter er godkjente enheter i sine respektive hjemland og har tillatelse til å yte finansielle tjenester, samt at sikkerheten som stilles holder høy kvalitet og møter de forutsetninger som tilsynsmyndighetene krever. Flere forvaltningsselskaper vil formodentlig oppleve det som byrdefyllt å søke om slik tillatelse, og vil derfor prioritere å inngå avtaler med norske foretak. Å prioritere norske motparter kan begrense verdipapirfondenes mulighet til å låne ut til en videre krets, som alt annet likt, begrenser de økonomiske fordelene (inkludert en likviditetsfordel) ved å delta i et internasjonalt utlånsprogram. Vi ber derfor Finansdepartementet vurdere om det er grunnlag for å videreføre bestemmelsen.

Til forskriftsutkastet § 7-7 femte ledd:

To alternative utkast til § 7-7 femte ledd, som begge foreslår endringer i gjeldende forskrift § 3, fjerde ledd, lyder som følger:

”*Flertallets forslag:* Forvaltningsselskapet kan ikke låne ut mer enn 20 prosent av fondets midler gjennom samme verdipapirforetak.

”*Mindretallets forslag:* Forvaltningsselskapet kan ikke låne ut mer enn 10 prosent av fondets midler gjennom samme verdipapirforetak.”

Som nevnt i forrige høringsrunde mener vi en mer hensiktsmessig måte å håndtere verdipapirfonds risiko ved utlån av finansielle instrumenter er å stille krav om betryggende sikkerhet, jf tilsvarende regulering i verdipapirhandelloven § 10-5. Gjennom reguleringer i den såkalte marginforskriften, forskrift av 14. oktober 1996 nr 948, har myndighetene stilt krav til hva som er å betrakte som betryggende sikkerhet etter verdipapirhandelloven. Vi mener Finansdepartementet bør vurdere om forslag til ny verdipapirfondforskrift § 7-7 femte ledd kan erstattes av en tilsvarende regulering. Hovedpunktene i en slik forskriftsbestemmelse vil da være:

- Forvaltningsselskapet skal ved utlån fra verdipapirfonds egen portefølje påse at det beregnes og stilles en betryggende marginsikkerhet, i tillegg til bunnsikkerhet. Med bunnsikkerhet menes den del av sikkerhetsstillelsen som tilsvarer de lånte instrumentenes markedsverdi. Med marginsikkerhet menes den sikkerhet som skal stilles i tillegg til bunnsikkerheten. Marginsikkerheten skal beregnes daglig. Marginsikkerhet skal være stilt før instrumentene kan disponeres av låntaker.
- Ved formidling av lån av aksjer og grunnfondsbevis skal det beregnes en marginsikkerhet som minst tilsvarer 5 prosent av de lånte instrumentenes markedsverdi. Ved formidling av lån av obligasjoner og sertifikater skal det beregnes en marginsikkerhet som minst tilsvarer estimert endring av de lånte instrumenters markedsverdi ved en endring av instrumentenes internrente med 0,5 prosentpoeng. Ved formidling av lån av andre typer finansielle instrumenter enn de som er omhandlet ovenfor skal det beregnes en marginsikkerhet som minst tilsvarer 50 prosent av instrumentenes markedsverdi.
- Marginsikkerhet skal stilles i form av kontanter, finansielle instrumenter eller garanti fra foretak som nevnt i lov av 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner § 1-4 første ledd nr. 1) til 3), tilsvarende foretak som har hovedsete i, er gitt tillatelse til å drive virksomhet i og er underlagt myndighetstilsyn i annen EØS-stat, eller foretak utenfor EØS underlagt tilsvarende regulering.
- Ved beregning av sikkerhet som stilles i form av andre finansielle instrumenter enn det utlånte, godskrives markedsverdien av disse redusert med et beløp som minst tilsvarer 5 prosent av aksjer og grunnfondsbevis, estimert verdireduksjon ved 0,5 prosentpoeng økning av internrenten til obligasjoner og sertifikater, eller 50 prosent av markedsverdien til andre typer finansielle instrumenter.

Etter mal fra verdipapirhandelloven § 10-5 kan man videre vurdere å innta et krav om at avtaler om verdipapirfonds utlån av finansielle instrumenter skal være standardiserte. På denne måten sikrer man at forvaltningsselskapet inngår avtaler som har en hensiktsmessig regulering av sikkerhetsstillelsen, daglig marginering av stillet sikkerhet, hensiktsmessige prosedyrer for å kreve ytterligere sikkerhet, og hensiktsmessig regulering av forvaltningsselskapets rett til å realisere sikkerhet og til å sluttavregne ved motpartens mislighold.

### Øvrige kommentarer

Vi har oppdaget det vi mener er en feilimplementering av UCITS-direktivet art 53 (1). Første del av art 53 lyder:

“Without prejudice [vår understrekning] to the limits laid down in Article 56, Member States may raise the limits laid down in Article 52 to a maximum of 20 % for investment in shares or debt securities issued by the same body when, (...)”

Denne direktivbestemmelsen er implementert i lovutkastet § 7-13 (som viderefører gjeldende § 4-8a). Lovbestemmelsen lyder:

“Et verdipapirfonds plasseringer i aksjer og obligasjoner i samme utsteder kan uavhengig av [vår understrekning] de grenser som følger av § 7-9, utgjøre inntil 20 prosent av fondets eiendeler når følgende betingelser er oppfylt:”

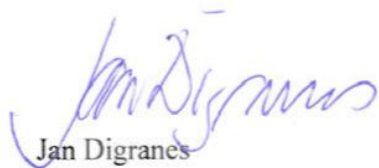
Etter vår vurdering blir det feil å oversette “without prejudice” med “uavhengig av”. Direktivet må forstås slik at indeksfond kan plassere inntil 20 prosent av fondets eiendeler hos samme utsteder forutsatt at denne eierandelen ikke overstiger eierbegrensningen som følger av lovutkastet § 7-9. Lovutkastet § 7-13 bør derfor omformuleres til for eksempel:

“Et verdipapirfonds plasseringer i aksjer og obligasjoner i samme utsteder kan hensyntatt de grenser som følger av § 7-9, utgjøre inntil 20 prosent av fondets eiendeler når følgende betingelser er oppfylt:”

Med vennlig hilsen

Finansnæringens Fellesorganisasjon

Verdipapirfondenes forening - næringspolitikk



Jan Digranes  
Direktør



Bernt S. Zakariassen  
Direktør