



Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 OSLO

Deres ref:
03/1861 FM Cbe

Vår ref:
20340-002/S-NOSC

Dato:
27. juni 2003

Høringsuttalelse til endring av Forskrift 8. juli 2002 nr. 800 om verdipapirfonds handel med derivater

Vi viser til departementets høringsbrev av 23. mai 2003 der endringer til ovennevnte samt prospekt og årsregnskapsforskriftene ble oversendt. NOS Clearing ASA (NOS) har kun merknader til Forskrift 8. juli 2002 nr. 800 om verdipapirfonds handel med derivater, og det er denne som blir omtalt her.

Derivater og "short" eksponering

Den nær forestående lovendring og høringen om kommende forskriftsendringer fremkaller etter vårt syn en nærmere gjennomgang av verdipapirfondenes rammebetingelser med hensyn til å ta "short" eksponeringer ved bruk av derivater. Det har i lang tid hersket usikkerhet rundt problemstillingen. Etter vår oppfatning er en avklaring av denne problemstillingen helt sentral for at fondene kan få en effektiv bruk av derivater i sin forvaltning. Forskriften kan vanskelig komme til anvendelse dersom ikke det blir brakt klarhet i rettsstilstanden for det som etter vår oppfatning representerer sentrale rammebetingelser.

Det følger av verdipapirfondlovens § 4-11 at forvaltningsselskapet ikke kan selge verdipapirer fondet ikke eier. Det sentrale spørsmål er dermed hvorledes denne bestemmelsen tolkes i forhold til derivattransaksjoner med underliggende som fondet ikke eier. Denne problemstillingen ble tatt opp av flere høringsinstanser i forbindelse med høring til endringer i verdipapirfondloven, noe som også er gjengitt i Ot. prp. nr 68 (2002-2003). Kredittilsynets oppfatning er gjengitt, og konkluderer med at betingelser for verdipapirfonds salg av finansielle instrumenter det ikke eier bør reguleres i forskrift. Videre uttaler Kredittilsynet at verdipapirfond etter direktivet ikke kan selge/utstede derivater uten å ha dekning i de underliggende finansielle instrumentene. Departementet kommenterer ikke denne konklusjonen nærmere, men konkluderer i sin vurdering av at det åpnes for at forvaltningsselskap kan selge finansielle instrumenter fondet ikke eier etter nærmere regler gitt i forskrift, og at begrensninger knyttet til at det skal være dekket shortsalg vil fremgå av slik forskrift.

NOS Clearing ASA

P.O. Box 246 Sentrum, N-0103 Oslo, Norway. Tel. (+47) 23 25 93 00. Telefax (+47) 22 17 63 58. E-mail: nosmail@nos.no www.nos.no
Enterprise number: 981 119 487. Bank: Den Norske Bank. Bank account: 7131 05 57093. SWIFTCode: DNBANOKK

Bakgrunnen for forbudet mot salg av verdipapirer fondet ikke eier

Forbudet mot å selge verdipapirer fondet ikke eier kom inn ved endring av loven i 1995. Bakgrunnen for at dette ikke var regulert tidligere var at verdipapirforetakene på det tidspunkt ikke hadde anledning til å bistå til formidling av slikt salg ettersom det ville stride mot god forretningsskikk. Det som tidligere var regulert var muligheten til å oppta lån. Bestemmelsen i UCITS artikkel 42 satte kun et forbud mot salg uten dekning, mens en i verdipapirfondloven valgte å legge seg på en strengere linje ved å fastsette at forvaltningsselskapet ikke kan selge verdipapirer fondet ikke eier. Det ble fra departementets side uttalt at unntaksbestemmelsen skulle praktiseres restriktivt inntil det eventuelt foretas en generell utredning av de problemstillinger verdipapirlån reiser.

§ 4-11, regulerer i utgangspunktet forvaltningsselskapets anledning til å oppta lån på vegne av et verdipapirfond, og det er også det de opprinnelige forarbeidene er knyttet til. I Ot. prp. 68 (1980-81) pkt. 4.4.8 står det at *låneopptak for et aksjefond kan ha to formål. Hensikten kan være å nytte lånemidlene til kjøp av verdipapirer eller til å møte innlønningskrav uten å selge av porteføljen. Forvaltningsselskapets investeringspolitikk skal ta sikte på at verdipapirporteføljen får en slik sammensetning at det ikke blir nødvendig å foreta uønskede salg av verdipapirer for å møte innlønningskrav. Men uforutsette forhold kan inntreffe, og det kan gjøres feilvurderinger slik at forvaltningsselskapet kan komme i den valgsituasjon at det enten må ta opp likviditetslån eller selge verdipapirer som det anses ugunstig å selge på det tidspunkt innlønningskravene foreligger. Opptak av likviditetslån kan i slike tilfelle være i andelseiernes interesse og kan også være ønskelig ut fra generelle markedshensyn. Motforestillingen er den økede kursrisiko som de gjenværende andelseiere blir sittende tilbake med. Spørsmålet om i hvilken utstrekning aksjefondene bør ha adgang til oppta likviditetslån, må avgjøres ved en avveining av disse hensyn.*

Derivater og § 4-11

Det var først i forbindelse med gjeldende derivatforskrift (ny 2002) for verdipapirfond at Kredittilsynet brakte på banen derivater og forbudet mot å selge verdipapirer fondet ikke eier i vpfl. § 4-11. Før dette fremgikk det av selve forskriften at beregnede tap på derivatposisjoner som følge av kursbevegelser, skulle motsvares av beregnede gevinster på underliggende verdipapirer. Gjeldende forskrift har ingen slike begrensninger, og det har da oppstått usikkerhet knyttet til i hvilken grad § 4-11 setter begrensninger for fondenes anvendelse av derivater utover de begrensningene som følger av selve forskriften.

§ 4-11 er en bestemmelse som skal sikre at fondet ikke kommer i en "skvis" ved at det ikke kan klare å møte sin leveringsforpliktelse. Dette problemet er kun i særtilfeller relevant for "short" posisjoner som oppnås ved bruk av derivater. Det vil si der det er snakk om derivater med lite likvide underliggende og krav til fysisk avregning ved levering av underliggende. Det mest vanlige er imidlertid at det er børsnoterte derivater med et likvid marked der en kan stenge posisjonen sin før bortfall og at også unoterte derivater handles på svært likvide underliggende. Videre følger levering knyttet til innløsning av derivater normal oppgjørssyklus. I derivatmarkedet generelt er muligheten for å komme i den posisjonen en her skal sikre seg mot etter vår oppfatning svært liten.

NOS anbefaling er at en i derivatforskriften inntar unntak fra vpfl. § 4-11. Samtidig som kravet til dekning utformes i tråd med internasjonale anbefalinger. Det siste har stor betydning i forbindelse med fastsettelse av forskrift om dekket shortsalg. Dersom en nå åpner for dekket short salg skal være lovlig må også tilsvarende posisjoner gjennom derivater være lovlig

Oppsummering - forskriften

Når det gjelder de foreslåtte endringene i derivatforskriften, er NOS generelle oppfatning at forskriftsendringene vil bidra til å gi gode vilkår for verdipapirfondenes derivatplasseringer. Endringene som er foreslått gir en bedre håndtering i forhold til derivatbruk og eksponeringsgrenser, og bidrar til en riktigere vurdering av fondenes portefølje.

Kommentarer til de enkelte bestemmelsene

§ 1 annet ledd

I § 1 annet ledd er ordlyden endret, ved at en har gått bort fra å vise til verdipapirhandellovens definisjon i beskrivelsen av hva som menes med derivater i forskriften. NOS har forståelse for at Kredittilsynet ønsker å harmonisere ordlyden i regelverket med den som følger av direktivet. Det er imidlertid etter NOS sin oppfatning noe uheldig å bruke et begrep som derivat i forskriften, ettersom det i seg selv ikke er et klart entydig definert begrep. Dette gjenspeiles videre av presiseringen som er gjort. Begrepet derivat sier i seg selv ingen ting om oppgjørsform, men er kun en forklaring på at det er snakk om et instrument som er avledet av et annet instrument. Det er ikke slik at et derivat i utgangspunktet er knyttet opp mot fysisk levering av noe, i.e. underliggende, slik at presiseringen etter vår oppfatning uansett er overflødig. NOS foreslår at gjeldende ordlyd beholdes.

§ 2 første ledd

Det er foretatt endringer i ordlyden i § 2 første ledd. NOS oppfatter endringen å være av språklig karakter og at det fortsatt er åpent for at bruk av egne velfunderte risikomodeller vil tilfredsstille kravet for beregning av eksponering.

§ 3 tredje ledd

NOS er noe usikker på endringen som er foretatt i § 3 tredje ledd, der det er foreslått at unoterte derivater *må kunne* verdiberegnes på en pålitelig og verifiserbar måte. I henhold til gjeldende forskrift er det krav om at investering i slike derivater kan gjøres forutsatt at de *blir* verdiberegnet på en pålitelig verifiserbar måte. Kredittilsynet har ikke begrunnet endringen på annen måte enn å angi at det er en språklig endring. Det kan etter ordlyden virke som om kravet er blitt mindre omfattende, og at det for eksempel er tilstrekkelig at denne vurderingen blir foretatt av forvaltningsselskapet selv. Det vil etter NOS oppfatning være grunn til å vurdere om en ikke her skal stille krav til uavhengig vurdering, eller i hvert fall krav til uavhengig verifisering av at kravet blir møtt.

§ 3 fjerde ledd

Når det gjelder nytt fjerde ledd, har en foreslått at det stilles krav til motpart ved plassering i unoterte derivater. I gjeldende forskrift er det krav til motpart for alle derivatinvesteringer, mens det etter direktivet kun stilles motparts krav ved investering i unoterte derivater. Kredittilsynet uttaler i kommentaren til bestemmelsen at de ikke kjenner til at det er foreslått felles regler om motparter i EU, og uttaler at kravet i nåværende forskrift videreføres med en presisering av ratingkravet. Imidlertid har Kredittilsynet i sitt forslag også utelatt bestemmelsen i eksisterende annet avsnitt nr 1 der oppgjørssentral med tillatelse etter lov av 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 6-1 eller en tilsvarende institusjon fra annen EØS-stat fremgår som motpartsalternativ. Dette er begrunnet med at direktivet ikke har noen tilsvarende bestemmelse, noe Kredittilsynet antar skyldes at børsnoterte derivater normalt cleares og at det derfor ikke er framkommet spesielle behov for beskyttelse utover dette.

Denne endringen har sannsynligvis ikke vært tilsiktet. Det kan ikke ha vært meningen at oppgjørssentraler, som de eneste aktuelle motparter ved handel i børsnoterte derivater, ikke skal være "gode nok" som motparter ved handel i ikke børsnoterte derivater. Oppgjørssentraler er gjennom lovregulering gitt en funksjon som innebærer avlastning av motpartsrisiko i både børs- og ikke børs baserte derivatmarkeder. Det synes ikke hensiktsmessig at verdipapirfondene skal være avskåret fra å bruke oppgjørssentral som motpart ved handel i ikke børsnoterte derivater. Kravet til rating innebærer at norske verdipapirfond vil få en svært begrenset krets med motparter i det norske markedet. Bruk av en nøytral oppgjørssentral til å klare transaksjonene vil gi verdipapirfondene en mulighet til gjøre handler med flere motparter, og gjennom dette kunne oppnå bedre transaksjonskurser enn om antall motparter er begrenset til et fåtall. NOS foreslår derfor at bestemmelsen endres i samsvar med gjeldende § 2, andre ledd. Det vises for øvrig til våre kommentarer til § 4, nytt fjerde ledd.

§ 4 Plasseringsregler til verdipapirfondloven §§ 4-8 og 4-9

NOS har oppfattet utkastet til reglene dithen at for fond som har til hensikt å etterligne sammensetningen av en indeks også kalt indeksfond, vil derivater for enkeltunderliggende medregnes etter reglene i forskriftens § 4 første ledd men være gjenstand for de begrensninger som finnes for indeksfond i verdipapirfondloven § 4-8 a).

Videre vil indeksderivater, derivater basert på indeks som tilfredstiller gitte krav, ikke være omfattet av begrensningene i verdipapirfondloven § 4-8 annet ledd nr. 1, 2 og 3, noe som innebærer at en ikke trenger å dekomponere indeksen for å beregne eksponering i hvert enkelt underliggende som inngår i indeksen og som fondet har øvrig eksponering i.

§ 4 fjerde ledd

Den foreslåtte bestemmelsen er helt ny. I henhold til gjeldende forskrift har fond ikke anledning til å plassere mer enn 10% i unoterte derivater, slik at behovet for regulering av maksimal risikoeksponering mot samme motpart ikke har vært til stede. De regler som er fastsatt er 10% av fondets eiendeler når motparten er en kredittinstitusjon og 5% av fondets eiendeler mot andre motparter enn kredittinstitusjoner. NOS er positive til at det innføres regler som betjener motpartsrisiko. Vi viser videre til vår kommentar under § 3 fjerde ledd når det gjelder oppgjørssentraler. Oppgjørssentraler har som funksjon å avlaste risiko i det finansielle markedet. Deres rolle er å ta på seg motpartsrisiko for så å avlaste denne gjennom å innhente sikkerhet fra aktørene. For dette har oppgjørssentralen etablert infrastruktur, kapital, systemer, regler og rutiner som sikrer oppfyllelse av avtaleforpliktelsene. I så måte har oppgjørssentralen en helt annen funksjon enn de alternative motparter i forskriftens § 3. Etter NOS' oppfatning er det derfor ikke hensiktsmessig at samme eksponeringsgrenser fastsettes for oppgjørssentraler. (Det er videre ingen grunn til å skille i forhold til standardiserte derivater her etter som det for begge grupper er snakk om clearing).

§ 4 femte ledd.

Når det gjelder § 4 nytt femte ledd vil vi først få påpeke at det synes fornuftig å skille bestemmelsene som gjelder bruk av derivater i forhold til fondenes risikospredning i porteføljen, fra bestemmelsen som knytter seg til fondenes eierandel i et enkelt selskap.

En har imidlertid foreslått å fjerne mulighetene for å redusere eksponering i forhold til begrensningene om eierandel i enkeltstående ved bruk av derivater. Det følger av lovens § 4-9 at grensene både gjelder eie finansielle instrumenter og rett til å eie finansielle instrumenter. Videre følger det at rett til salg på grunnlag av opsjoner eller terminer skal trekkes fra i beregningene etter nærmere regler fastsatt av tilsynsmyndigheten.

Etter NOS oppfatning burde det imidlertid vært foretatt en vurdering av lovens § 4-9 i Ot. prp. nr. 68 (2002-2003) ettersom en rett eller plikt til et framtidig kjøp ikke automatisk gir noen eierbeføyelser eller øvrig innflytelse på det tidspunktet retten blir ervervet, slik at en likestilling mellom en slik rett/plikt til kjøp og en eierandel synes noe restriktivt. Det vanlige ved derivatinstrumenter er at de ikke gir noen eierbeføyelser eller øvrig innflytelse, selv om en ikke skal utelukke at det kan finnes spesialavtaler der dette er en del av vilkårene.

En innstramning ved å fjerne muligheten til å redusere eksponering i forhold til § 4-9 ved bruk av derivater synes unødvendig. Det som er problemet med gjeldende forskrift (2002) er at det ikke skilles mellom hvorvidt det er snakk om å redusere eksponering i en derivatposisjon eller å bruke derivater til å redusere en eksponering i underliggende. Å redusere en eksponering i derivater ved bruk av andre derivater er problemfritt i forhold til eierposisjon. Eierposisjonen din i form av posisjon i underliggende aksjer blir imidlertid ikke redusert ved at du benytter derivater. Dette viser at en i de vanlige tilfeller kan se bort fra derivater når det gjelder innflytelse som nevnt i lovens § 4-9.



Dokument
20340-002/S-NOSC

Dato
27.06.03

Side
6

For øvrig kommenterer ikke høringsnotatet at det fremgår av loven at rett til salg av aksjer på grunnlag av opsjoner eller terminer kan trekkes fra etter nærmere regler fastsatt av tilsynsmyndigheten. Dersom tilsynsmyndigheten mener at det ikke er grunnlag for slike regler, ref. høringsnotatet, så burde en foretatt en endring av § 4-9 og ikke derivatforskriften.

Med vennlig hilsen
NØS Clearing ASA

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Bjørn O. Øulfstad', written over the printed name.

Bjørn O. Øulfstad
Adm. direktør