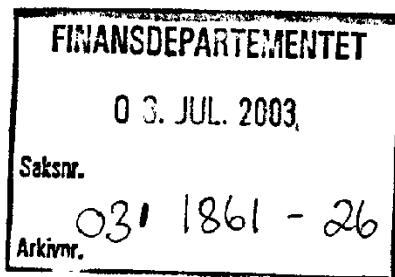


Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo



Oslo, 2. juli 2003

Deres ref:
03/1861 FM CBe

Høring – utkast til endringer i forskrifter om verdipapirfond som følge av endringer i UCITS-direktivet

1 Innledning

Det vises til departementets høringsbrev datert 23. mai 2003 vedrørende forslag til endringer i derivatforskriften, prospektforskriften og årsregnskapsforskriften for verdipapirfond. Verdipapirfondenes Forening merknader til de tre høringsutkastene som Kredittilsynet har utarbeidet følger nedenfor.

Innledningsvis vil vi gi honnør til det tempo som departementet har utvist i forbindelse med implementeringen av det reviderte UCITS-direktivet. For norsk fondsbransje har det vært viktig at denne implementeringsprosessen blir gjennomført så raskt som mulig, og vi er tilfreds med at det nå ser ut til at man fra norsk side vil kunne overholde den fastsatte implementeringsfristen 13. august.

Når det gjelder de foreliggende forskriftsforslagene som Kredittilsynet har utarbeidet, har Verdipapirfondenes Forening få merknader til bestemmelser som følger direkte fra UCITS-direktivet. De merknader vi har er i særlig grad knyttet til områder hvor Kredittilsynet foreslår at den norske reguleringen skal gå lengre enn det direktivet legger opp til. Dette er vi prinsipielt skeptiske til fordi det norske fondsmarkedet er preget av sterk tilstedeværelse av utenlandske tilbydere. Hensynet til likebehandling av norske og utenlandske tilbydere av fondsprodukter tilsier etter vår oppfatning at det skal foreligge særdeles tungtveiende argumenter før norske myndigheter velger å innføre strengere regler for norske forvaltningsselskaper enn det direktivet legger opp til.

Utover de foreliggende forskriftsforslagene vil vi innledningsvis også minne om et par andre forhold som opptar foreningen:

- For det første viser vi til den forskriftshjemmelen som nå er innført i verdipapirfondloven § 4-11 første ledd om at verdipapirfond kan gis adgang til å selge finansielle instrumenter fondet ikke eier. Kredittilsynet viser til at fastsettelsen av denne forskriften ikke vil være direkte påkrevet i henhold til Norges direktivforpliktelser, og at man derfor først i løpet av høsten vil «vurdere å utarbeide forslag» til en slik forskrift. Som det er vist til i Ot.prp. nr. 68 (2002-2003) har den norske verdipapirfondloven i en årrekke vært langt strengere enn

direktivet på dette punkt. Norske forvaltningsselskaper har i lengre tid etterspurt adgang til å kunne foreta short-salg i sin forvaltning på linje med hva utenlandske konkurrenter, etter hva vi kjenner til, har kunnet gjøre i en årrekke. Etter vår vurdering er således på tide at også norske forvaltningsselskaper gis anledning til å kunne foreta dekket shortsalg. Vi vil derfor oppfordre til at utarbeidelse av denne forskriften gis høy prioritet og at dette arbeidet således bør startes umiddelbart. I denne forbindelse vil vi vise til vedlagte brev fra advokatfirmaet Wiersholm Melbye & Bech som vedrører adgangen til å ta short-posisjoner ved bruk av derivater og short-salg. Foreningen støtter konklusjonene i dette notatet som anbefaler at det snarest gjennom en endring i derivatforskriften åpnes for muligheten til dekket short-salg. Videre anbefales det åpning for å kunne ta udekkede short-posisjoner for finansielt avregnede derivater, og at det innarbeides regler for krav til dekning av slike derivater. Disse vurderingene samsvarer bl.a. med det syn arbeidsgruppen til UCITS Contact Committee har kommet frem til i sin tolkning av direktivets behandling av derivater. Etter vår oppfatning bør rapporten fra UCITS Contact Committee om finansielle derivater være et godt grunnlag for å utarbeide slike regler allerede nå.

- Vi vil også minne om vårt høringsbrev til departementet datert 21. november i fjor, der vi argumenterte for en lovendring som innebærer at lovpålagt informasjon i henhold til verdipapirfondlovens § 7-1 bare må sendes til de andelseiere som ber om dette. Vår hovedbegrunnelse for dette er å bidra til at kortfattet informasjon som er essensiell for andelseierne (hvilket ovennevnte forskrift om periodisk andelseierinformasjon vil bidra til blir utarbeidet) ikke drukner i en mengde annen informasjon. Konkret tilrådte vi at denne lovendringen ble vurdert i tilknytning til arbeidet med lovproposisjonen som implementerte revidert UCITS. Dette ble ikke fulgt opp av departementet, men vi er blitt muntlig meddelt at foreningens innspill vil bli vurdert i forbindelse med fastsettelsen av forskriften om periodisk andelseierinformasjon (som var på høring i fjor høst). Vi vil derfor på nytt anmode om at departementet foreslår overfor Stortinget en lovendring som innebærer at den informasjonen som er definert i verdipapirfondloven § 7-1 kun skal sendes til de andelseiere som ber om dette. Som et tilleggsargument for vårt syn vil vi vise til en undersøkelse som vår svenske søsterorganisasjon, Fondbolagens Förening, nylig har gjennomført, og som viser at 3 av 4 svenske andelseiere over 18 år aldri har lest eller engang bladd i års- eller halvårsrapporten fra sitt forvaltningsselskap. Det er neppe grunn til å tro at situasjonen er så veldig annerledes blant norske fondssparere. Dagens krav om at den lovpålagte informasjon må sendes samtlige andelseiere, representerer dermed et betydelig ressursløseri.

2 Derivatforskriften

Det fremgår av høringsnotatet at forskriftsutkastet bygger på anbefalinger fra en arbeidsgruppe nedsatt av UCITS Contact Committee (Task Force om Financial Derivative Instruments) som har arbeidet for å komme fram til en felles forståelse av direktivbestemmelser som vedrører derivater. Generelt synes vi det er positivt at Kredittilsynet i sin utarbeidelse av forskriftsendringene søker å legge seg tett opp til dette arbeidet. Vi har således kun noen mindre merknader til de foreslåtte forskriftsendringene:

- Vi merker oss at definisjonen av derivater nå er eksplisitt tatt inn i forskriftens § 1 annet ledd. Vi har ingen innvendinger mot en slik omlegging forutsatt at dette ikke representerer en innskrenking i forhold til den eksisterende bestemmelsen.

- I forskriftens § 2 første ledd byttes begrepet «fondets forvaltningskapital» med begrepet «samlet verdi av fondets netto portefølje» som for oss er ukjent og hvis meningsinnhold kan være uklart. Dersom det ikke er reelle forskjeller, vil vi anbefale at man holder seg til begreper som er mer entydige i sitt meningsinnhold. Eksempelvis mener vi begrepet «fondets verdi» bør representere en klar og entydig mening.

I høringsnotatet viser Kredittilsynet til at UCITS-arbeidsgruppen beskriver to mulige modeller for måling av markedseksponering:

- Omregning av alle instrumenter til underliggende ekvivalenter slik at markedseksponering kan sammenholdes med fondets forvaltningskapital.
- Value At Risk-modeller med stress-tester.

Foreningen har i sin bransjestandard for klassifisering og informasjon tatt inn en modell som svarer til første punktet over. Dette er blant annet gjort for bedre å kunne skille mellom ulike fondstyper (aksjefond/kombinasjonsfond). Fondstypen bestemmes ut fra aksjeeksponering i stedet for direkteinvesteringer. En lignende modell benyttes under spredningsbestemmelsene i ny verdipapirfondlov § 4-8. Vårt inntrykk er at VAR-modeller som kan danne grunnlag for stress-testing per tiden er lite i bruk blant norske forvaltningsselskaper. UCITS-arbeidsgruppen konkluderte også med at det må arbeides mer med disse problemstillingene for å kunne fastsette maks-grenser for VAR. Vi er positive til at Kredittilsynet vil avvente mer erfaringsgrunnlag før man evt. konkretiserer nærmere reglene over, og forstår at det da ligger en frihet i hvordan det enkelte forvaltningsselskap definerer sin risikoeksponering som derfor i hvert enkelt tilfelle må godkjennes.

- Vi ser det som positivt at Kredittilsynet nå implementerer en modell med bruk av delta-ekvivalenter ved beregning av eksponering i forbindelse med spredningsreglene, jf. forskriftens § 4 første ledd. Dette er i tråd med det vi foreslo i høringen om ny derivatforskrift høsten 2001. Vi tror dette er meget godt egnet for aksjefond, men er i tvil om det er særlig dekkende på rentesiden. Vi tenker da først og fremst på muligheten til å ta høy rentekurveeksponering (dvs. eksponering mot enkeltpunkter langs rentekurven) som en modell med ren bruk av deltaekvivalenter ikke vil ta hensyn til dette.

3 Prospektforskriften

Verdipapirfondenes Forening er tilfreds med at Kredittilsynet i sitt forslag til endringer i prospektforskriften som følge av implementeringen av revidert UCITS-direktiv, nå har forlatt sitt opprinnelige forslag om at det skal innføres et særnorsk informasjonsflak ved siden av det forenklete prospektet, jf. høringen omkring dette i fjor høst. Dette er helt i tråd med de synspunkter som foreningen ga uttrykk for under høringen.

Vi registrerer at Kredittilsynet foreslår å innarbeide i prospektforskriften i sin helhet sitt opprinnelige forskriftsforslag tilknyttet informasjonskrav i salgssituasjonen. Vi vil gjenta våre synspunkter til disse forslagene, men viser også til foreningens høringsuttalelse datert 21. november i fjor.

3.1 Fullstendig prospekt

I høringsutkastet foreslår Kredittilsynet visse endringer i de eksisterende forskriftsbestemmelsene vedrørende det som heretter vil bli kalt fullstendig prospekt for et verdipapirfond. Dette gjelder blant annet i tilknytning til kravet i verdipapirfondloven § 7-2

om at det fullstendige prospektet skal inneholde en tydelig og lettfattelig forklaring av fondets risikoprofil. Kredittilsynet legger til grunn at utfyllende opplysninger om dette skal inntas i det fullstendige prospektet, og at det i det forenklete prospektet er tilstrekkelig at dette gis en summerisk form. Denne vurderingen slutter vi oss til, og vi har ingen merknader til den foreslått ordlyden i forskriften omkring dette.

Kredittilsynet legger videre til grunn at det fullstendige prospektet skal inneholde opplysninger om den maksimale forvaltningsgodtgjørelse som kan bli belastet dersom fondet plasserer en ikke uvesentlig del av sine midler i andeler i andre verdipapirfond. Dette er et krav som følger direkte fra UCITS-direktivets artikkel 24, og Verdipapirfondenes Forening har derfor ingen merknader til at dette inntas i forskriften. Kredittilsynet velger imidlertid å gå lengre enn direktivet, ved å foreslå at dette kravet skal gjelde for samtlige fond – også de fond som ikke plasserer midler i andre verdipapirfond. Vi har i og for seg ingen sterke innvendinger mot at dette kravet gjøres generelt, men vi er kritiske til at dette foreslås uten noen nærmere begrunnelse. Med bakgrunn i at foreningens bransjestandard for klassifisering og informasjon om verdipapirfond i mange år har medført at opplysninger om maksimal forvaltningsgodtgjørelse daglig gis i aviser og andre medier, kan det hevdes at kravet er unødvendig. På den annen side inneholder den eksisterende prospektforskriften allerede i dag krav om at forvaltningsgodtgjørelsen som belastes fondet skal oppgis (jf. punkt 2.10). Vi forstår dermed Kredittilsynets forslag dit hen at effekten (av å også opplyse om maksimal forvaltningsgodtgjørelse) blir at prospektet vil opplyse om ev. forskjeller mellom den forvaltningsgodtgjørelse som faktisk belastes fondet og den maksimale godtgjørelsen som kan belastes (dersom fondets vedtekter gir grunnlag for dette). Vi ser at denne informasjonen kan være relevant og vil derfor slutte oss til forslaget om at prospektet generelt skal inneholde opplysninger om den maksimale forvaltningsgodtgjørelse som kan bli belastet. Vi vil imidlertid minne om at det for enkelte verdipapirfond som praktiserer fortjenestedeling er umulig på forhånd å opplyse om hva maksimal forvaltningsgodtgjørelse vil være. For slike fond må det være tilstrekkelig at det opplyses om modellen som ligger til grunn for fortjenestedelingen. Dette bør etter vår vurdering reflekteres i forskriften.

Kredittilsynet viser til at det framgår av forskrift om forvaltningsselskapers bruk av oppdragstakere (utkontraktering) at opplysninger om dette skal inntas i prospekt og delårsrapporter. I tråd med dette foreslås inntatt en ny bestemmelse i prospektforskriftens § 3 punkt 1.7 om at opplysninger om utkontraktering skal inntas i det fullstendige prospektet. Verdipapirfondenes Forening har ingen innvendinger mot dette. Vi har heller ingen innvendinger mot forslaget om å endre betegnelsen "administrerende direktør" til "daglig leder" i samsvar med begrepsbruken i aksjeloven.

For øvrig er vi litt i stuss over at Kredittilsynet ikke foreslår å endre bestemmelsen i § 3 punkt 2.11 om at det kun er avkastningen siste fire år som det skal opplyses om. Dette er svært kortfattet informasjon om avkastningshistorikk, og valget av avkastningsperiode (siste fire år) er i strid med hva som foreslås i tilsvarende bestemmelser for det forenklete prospektet. Det er dessuten i strid med de regler som bransjen selv har utformet for gjengivelse av avkastningshistorikk for aksjefond, og det er i strid med veletablerte internasjonale anbefalinger. Vi vil derfor tilrå at denne bestemmelsen endres i tråd med hva som er foreslått for det forenklete prospektet.

Endelig vil vi også tilrå at § 3 punkt 4.1 endres, jf. at både AMS-ordningen og negative saldifond ikke lengre er noen aktuelle skattemessige problemstillinger.

3.2 Forenklet prospekt

Kredittilsynet skriver i høringsutkastet at det forstår UCITS-direktivets artikkel 28 slik at medlemslandene ikke kan kreve ytterligere dokumentasjon eller opplysninger i det forenklete prospektet enn det som følger av listen inntatt i vedlegg 1, skjema C til direktivet. Dette er en forståelse av direktivet i tilknytning til grenseoverskridende markedsføring som vi deler. Samtidig legger Kredittilsynet til grunn at denne direktivbestemmelsen ikke er til hinder for at nasjonale myndigheter kan stille strengere krav til innholdet i det forenklete prospektet for verdipapirfond som markedsføres og selges internt i det enkelte medlemsland. Uten noen nærmere begrunnelse, utover at det foreligger en formell adgang, foreslår tilsynet et todelt regime med strengere krav til et norskregistrert verdipapirfond når det markedsføres innenlands enn når det samme fondet markedsføres grenseoverskridende. Kredittilsynets forslag innebærer dermed krav om at forenklete prospekt fra norske forvaltningsselskaper skal inneholde mer informasjon enn hva som kan kreves fra utenlandsregistrerte fond som markedsføres i Norge.

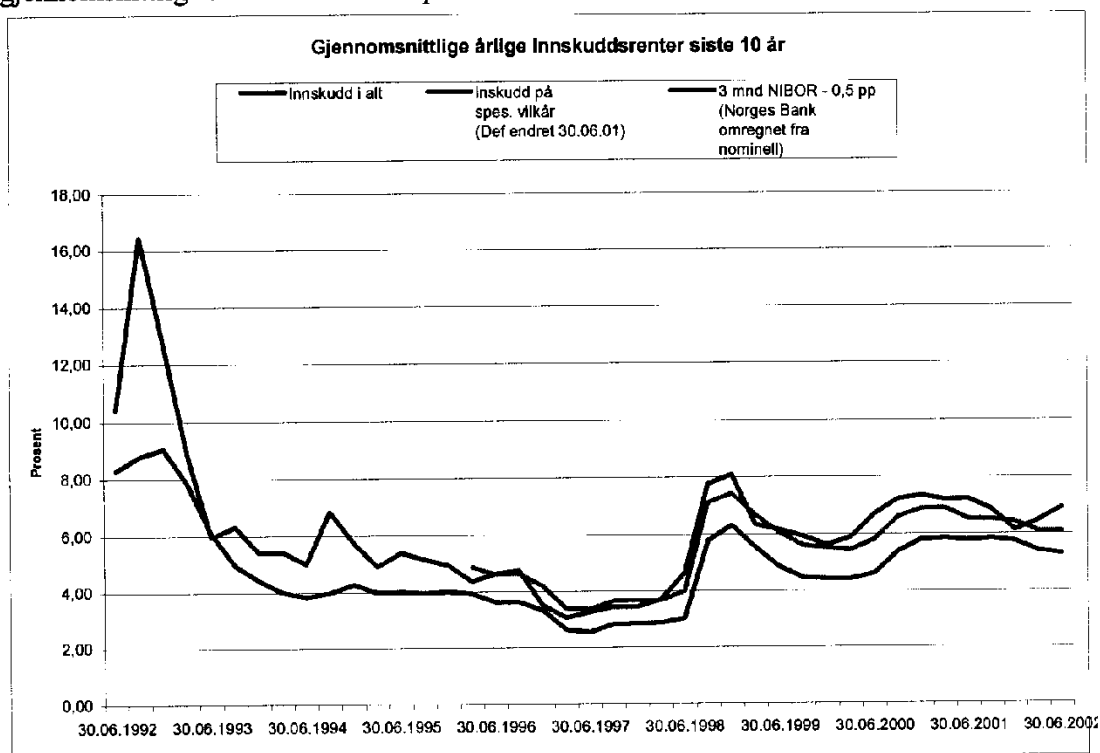
Verdipapirfondenes Forening betviler ikke at norske myndigheter har hjemmel til å stille strengere krav til norskregistrerte verdipapirfond enn til utenlandsregistrerte som markedsføres her, men vi mener det prinsipielt sett er galt å innføre ulike regler avhengig av fondets registreringssted. I den grad det ønskes innført særskilt tilleggsinformasjon for norskregistrerte fond bør det etter vår oppfatning foreligge en meget god begrunnelse for dette. Som tilsynet selv påpeker vil den foreslåtte særnorske tilleggsinformasjonen være irrelevant for utenlandske investorer. Hvis vi forstår Kredittilsynet rett (jf. omtale nederst på side 7 i høringsnotatet) legges det opp til at norske fondsforvaltningsselskaper skal ha muligheten til å utarbeide en egen versjon av fondets forenklete prospekt uten de særnorske tilleggskravene i de tilfeller fondet markedsføres grenseoverskridende. Løpende utarbeidelse av to versjoner av forenklet prospekt for det enkelte fond (et til bruk innenlands og ett til bruk ved markedsføring utenlands) vil på marginen påføre norske forvaltningsselskaper økte kostnader, som kun kan forsvares dersom de antas å ha minst like stor merverdi for mulige norske investorer.

Som vi ga uttrykk for i vår høringsuttalelse datert 21. november i fjor, er innslaget av utenlandsregistrerte verdipapirfond i det norske markedet omfattende, jf. at det markedsføres flere utenlandsregistrerte enn norskregistrerte fond i det norske markedet i dag. Dette har ført til at om lag hver fjerde krone som de siste årene brutto har blitt tegnet i aksjefond med internasjonalt investeringsmandat har skjedd i utenlandsregistrerte fond. En av intensjonene med forenklet prospekt er at investorene i de enkelte nasjonale markeder skal få tilgang til likeartet og mest mulig sammenliknbar informasjon, uavhengig av hvilken jurisdiksjon fondet er registrert i. Særnorske tilleggskrav i forenklet prospekt innebærer ulikt informasjonsinnhold i de forenklete prospektene som norske kunder blir forevist, avhengig av om fondet er registrert i Norge eller i utlandet. Dette svekker ideen om enkelhet og sammenliknbarhet. Vår prinsipielle holdning er således at kravene til innholdet i det forenklete prospektet må være de samme uavhengig av om fondet meldes grenseoverskridende eller ikke. På denne bakgrunn mener vi at forskriftsutkastets § 3a punkt 2.2.1 og 2.2.3, samt § 3b bør utgå.

3.3 Ad § 3a punkt 2 Informasjon om investeringene

Våre øvrige merknader til det foreliggende forskriftsutkastet er knyttet til forslagene til konkret innhold i det forenklete prospektet, jf. utkastets § 3a punkt 2.

- ❖ Som omtalt over er det foreningens prinsipale standpunkt at § 3a punkt 2.2.1 og 2.3.3 (samt § 3b) bør tas ut av forskriften. Dersom vi ikke får gjennomslag for dette, har vi følgende merknader til disse to punktene:
 - Kredittilsynets forslag innebærer at fondets avkastning og risiko skal sammenlignes med NIBOR minus 0,5 prosentpoeng. (Vi tar som gitt at Kredittilsynet mener at fratrukket skal være i prosentpoeng selv om det i forskriftsutkastet konsekvent er skrevet «prosent»). Kredittilsynet angir ikke hvilken NIBOR-rente som skal brukes, men vi antar at det er tremåneders NIBOR som er det mest nærliggende alternativet. I høringsutkastet i fjor høst begrunnet ikke Kredittilsynet sitt forslag utover at denne «over tid antas å ligge opp under den rente som oppnås ved innskudd på høyrentekonto i bank», men la samtidig til at det var i tvil med hensyn til hvilken rente som er mest egnet som sammenligningsgrunnlag. Etter vår oppfatning innebærer Kredittilsynets forslag en overvurdering av den rente som mange andelseiere alternativt vil kunne oppnå ved innskudd i bank. Etter vår oppfatning bør det tas utgangspunkt i den renten andelseiere i gjennomsnitt vil ha på sine bankinnskudd. Grafen nedenfor viser utviklingen i tremåneders NIBOR (regnet som helårlig etterskuddsrente) minus 0,5 prosentpoeng og utviklingen i Norges Banks renteserier («bankinnskudd i alt» og «innskudd på spesielle vilkår» - den siste er på grunn av omleggingen av Norges Banks statistikk lenket mot den nye renteserien «andre innskudd»). Som det framgår av grafen vil Kredittilsynets forslag i grove trekk innebære at sammenligningen skal gjøres mot en rente «på spesielle vilkår». Denne renteserien uttrykker etter det vi kjenner til et snitt av rentevilkårene for kunder som har så store innskudd at rentebetingelsene fastsettes etter forhandling mellom kunde og bank, der det gjerne har vært tilbud fra flere banker. I praksis snakker vi da om gjennomsnittlig rente for innskudd på flere millioner kroner.



Kilde: Norges Bank

Etter vårt skjønn vil således Kredittilsynets forslag innebære at andelseierne vil presenteres for innskuddsbetingelser i bank som kun de færreste vil være i stand til å oppnå. En annen innvending mot Kredittilsynets forslag er at sammenhengen mellom tremåneders NIBOR minus 0,5 prosentpoeng og særinnskuddsrenten ikke er stabil, jf. at den definerte NIBOR-renten svinger rundt særinnskuddsrentene og i enkelte perioder har vært nesten 1 prosentpoeng høyere. I tillegg viser figuren at rentenivået i pengemarkedet i forbindelse med valutauroen i 1992 antok svært høye nivåer – uten at dette ble reflektert i bankinnskuddsrenten. Selv om dagens pengepolitiske regime reduserer sannsynligheten for at tilsvarende situasjoner skal oppstå framover, viser dette etter vår oppfatning at det ikke nødvendigvis er en god approksimasjon å benytte renten i pengemarkedet for å illudere innskuddsvilkårene på bankinnskudd.

Vi mener at sammenligningen mot bankrente også må ta hensyn til at en rekke fond har et meget lavt minste tegningsbeløp (helt ned i 100 kroner). For de andelseierne som kun tegner andeler for små beløp (hvilket det er mange av), vil det sjelden være særinnskuddsrenten som reflekterer alternativavkastningen ved bankinnskudd. Vi vil derfor tilrå at man i stedet benytter gjennomsnittlig innskuddsrente i alt, slik den framkommer i Norges Banks rentestatistikk, som sammenligningsgrunnlag. I denne serien inngår samtlige innskudd – både rene folioinnskudd (lønnkonto), men også høyeste rente som institusjonelle kunder er i stand til å framforhandle med banken. Etter vår oppfatning gir imidlertid det veide gjennomsnittet av alle innskuddsrenter en rimelig god tilnærming for å illustrere bankavkastningen: For enkelte vil denne gjennomsnittsrenten åpenbart være lavere enn hva en faktisk kunne ha oppnådd, mens det for andre vil være omvendt.

- ❖ I henhold til punkt 2.2.2 skal kostnadene som én andel er blitt belastet i perioden oppgis. Forskriftsteksten er ikke presis når det gjelder hvordan kostnadene skal oppgis, men basert på vår fortolkning av Kredittilsynets forslag under høringen i fjor høst, antar vi at Kredittilsynet mener at dette skal oppgis både i absolutte kroner og i prosent.

Vi deler fullt ut Kredittilsynets forslag om at totalkostnadene (i internasjonale sammenhenger omtalt som Total Expense Ratio – eller TER) skal oppgis. Internasjonalt er det vanlig at kurtasjekostnadene holdes utenom ved beregningen av TER. Vi slutter oss derfor til tilsynets forslag til definisjonen av totalkostnadsmål. Til departementets orientering kan vi opplyse om at foreningen har konkrete planer om å fastsette en bransjenorm vedrørende forenklet prospekt når den reviderte prospektforskriften er fastsatt. Et element i denne bransjenormen vil være å fastsette en presis definisjon av TER etter den mal som tilsynet har foreslått. Anbefalingen vil også omhandle hvordan TER bør beregnes og opplyses for fond i fond og for fond som praktiserer fortjenestdeling (performance fee). Foreningens motivasjon for å lage en egen bransjenorm som tydeliggjør alle nyanser ved beregning av TER, er å sikre at alle forvaltningsselskapene kalkulerer dette kostnadsmålet på en ensartet måte. Bransjenormen vil også inneholde krav til hvor ofte det forenklete prospektet må oppdateres, jf. at dette etter det vi kan se ikke er foreslått regulert i det foreliggende forskriftsutkastet. Vår holdning er at oppdateringen minimum bør skje hvert halvårsskifte, og foreligge innen utgangen av måneden etter. Dette betinger dog at undertegningsplikten for styret i henhold til prospektforskriften § 4 kun gjelder for det fullstendige prospektet. (Dersom styret også skal underskrive på det forenklete prospektet – noe vi ikke tror kan være meningen – vil det i praksis kunne vise seg vanskelig å oppfylle et eventuelt krav om at oppdatert

forenklet prospekt skal foreligge innen utgangen av juli måned).

Vi har imidlertid én mulig innvendig til Kredittilsynets forslag når det gjelder kostnadsinformasjonen, og det gjelder et ev. krav om at dette også skal oppgis i absolutte kroner per andel. (Kravet er ikke omtalt i forskriftsteksten, men under høringen i fjor høst framgikk det av forslaget til standard skjema at dette var tilsynets fortolkning). Etter vår oppfatning er informasjonsverdien i denne opplysningen svært begrenset, jf. at kronebeløpet vil avhenge av andelenes pålydende. På samme måte som opplysninger om avkastningen i kroner per andel kan forlede noen til å tro at fondet med høy pålydende per andel har gjort det bedre enn et fond med lav pålydende, vil opplysninger om kostnader i absolutte kroner per andel virke like villedende: For to fond med samme TER vil fondet med lav pålydende per andel framstå med lavere kostnader per andel enn fondet med høy pålydende per andel. Vi vil på denne bakgrunn tilrå at det presiseres i forskriften at opplysninger om kostnadene kun skal oppgis i prosent – både ved å oppgi forvaltningshonorar og TER.

Når det gjelder krav til oppdatering vil vi understreke at det vil være bortimot umulig å informere om TER per 1.1 – 31.12 for fond i fond med utenlandskregistrert underfond innen utgangen av januar året etter, jf. blant annet at enkelte land har avvikende regnskapsår fra det norske. Slike fond vil derfor ikke kunne oppdatere TER like raskt som øvrige fond. Videre bør det etter vår oppfatning kun være krav om at TER skal oppdateres årlig. Vår begrunnelse for dette er todelt: For det første vil TER vanligvis endre seg lite fra halvår til halvår – i hvert fall for fond som ikke praktiserer fortjenestdeling. For det andre tror vi at mange andelseiere vil kunne bli forvirret av slike halvårstall, siden disse ikke bør annualiseres. Mange andelseiere vil nok da ha problemer med å se forholdet mellom halvårlig og årlig TER. I denne sammenheng kan det også nevnes at foreningen vurderer å inkludere TER for siste kalenderår i vårt informasjonsopplegg for mediene, hvilket vil gjøre denne informasjonen svært tilgjengelig.

Kredittilsynet foreslår videre i punkt 2.2.2 at: «*Verdien av én andel fratrukket innløsningsverdien skal oppgis*». For at denne setningen skal gi noen mening, antar vi at man har ment «*innløsningsgebyr*» og ikke «*innløsningsverdi*». Uansett vil vi foreslå at setningen tas ut fordi opplysninger om andelskursen raskt blir foreldet og dermed kan framstå som villedende.

- ❖ Kredittilsynet foreslår i punkt 2.2.3 at risikoen skal sammenlignes ved hjelp av «*et linjediagram med gjennomsnittlig avkastning hvert kvartal som målepunkt i diagrammet*». Etter vår oppfatning er ikke dette den beste måten å illustrere fondets risiko på. Vi vil i stedet foreslå at fondets risiko illustreres ved å vise beste og dårligste oppnådde årlige avkastning etter investeringsperiodens lengde de siste 10 årene (eller så lenge fondet har eksistert). Konkret vil vi foreslå at dette vises for investeringsperioder på ett år, 3 år, 5 år og 7 år (der gjennomsnittlige avkastninger utover ett år beregnes som et årlig geometrisk gjennomsnitt). En slik illustrasjon (jf. figuren i vårt forslag til korrigert standard skjema i forbindelse med høringen i fjor høst), vil tydelig få fram at avkastningen på kort sikt kan svinge dramatisk, men at svingningene normalt reduseres med lengden på investeringsperioden. Vi minner om at samme illustrasjonsmetode ble benyttet av Finansdepartementet i Revidert nasjonalbudsjett 1997 i forbindelse med innføringen av Petroleumsfondets adgang til å investere i aksjer.

I prinsippet vil samme presentasjonsmåte også kunne gjøres for bankinnskudd (dersom vi ikke får gjennomslag for vårt prinsipale forslag om å ta dette kravet ut av forskriften).

Et ytterligere argument for heller å benytte foreningens forslag til illustrasjon av risiko, er at Kredittilsynets forslag tar utgangspunkt i kvartalsdata (for både bank og fond). Det betyr igjen at for å kunne sammenlignes må alle tall omregnes til kvartalsdata – hvilket for de fleste vil virke forvirrende, jf. at innskuddsrentene alltid oppgis på årlig basis.

I vårt forslag til korrigeret forskriftstekst har vi tatt inn en noe amen ordlyd på den foreslåtte teksten som skal være med i informasjonen enn det tilsynet har lagt opp til. I tillegg mener vi at det enkelte forvaltningsselskap individuelt også bør supplere standardopplysningene med en kortfattet tekst som ytterligere kan belyse tallene i figuren. Videre bør det i standard skjemaet kunne vises til stolpediagrammet over fondets avkastning det enkelte år, der det minnes om at variasjonene i fondets årlige avkastning også gir en illustrasjon av fondets historiske risiko.

Kredittilsynet foreslår videre i punkt 2.2.3 en plikt til å opplyse om følgende: *«I norske banker er innskudd på inntil 2 millioner garantert av banksikringsfondet.»* Etter vår oppfatning bør dette kravet tas ut i den endelige forskriften. Vår begrunnelse for dette er for det første at det er betydelige forskjeller mellom størrelsen på innskytergarantien i norske banker og filialer av utenlandske. Ved innskudd i en filial av for eksempel en svensk bank, er garantien etter det vi har forstått begrenset til 250 000 svenske kroner. Selv om Kredittilsynets forslag til ordlyd påpeker at garantibeløpet gjelder for innskudd i norske banker, tviler vi på at de fleste kunder er i stand til å se forskjellen på en filial av en utenlandsk bank og en norsk bank (Nordea er for eksempel en norsk bank, mens Skandiabanken er en filial av en svensk bank).

Dermed er det etter vår oppfatning vanskelig å se at det skal være fondsbransjens ansvar å informere om egenskaper ved konkurrerende spareprodukter. I så fall er det også andre opplysninger som det vil være mer nærliggende å kreve blir inntatt i informasjonen, for eksempel en obligatorisk omtale av forskjellene i den skattemessige behandlingen av bankinnskudd og sparing i verdipapirfond (som er vesensforskjellig for bankinnskudd og aksjefond). Vi mener imidlertid at det må kunne legges til grunn at tilbyderne av de ulike spareproduktene i andre sammenhenger er i stand til å informere om egenskaper og karakteristika ved sine produkter, contra andre produkter.

- ❖ I punkt 2.3 er det foreslått at det forenklete prospektet skal ledsages av følgende opplysning: *«historiske tall er ingen garanti for framtidig avkastning»*. Etter vår oppfatning er dette en utilstrekkelig ordlyd. Vi viser i denne forbindelse til foreningens markedsføringsstandard hvor følgende *«disclaimer»* er anbefalt benyttet:

«Historisk avkastning er ingen garanti for framtidig avkastning. Framtidig avkastning vil bl.a. avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved tegning, forvaltning og innløsning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap.»

Vi vil tilrå at Kredittilsynets forslag erstattes med foreningens anbefalte ordlyd, som inneholder en langt mer utfyllende informasjon.

- ❖ I punkt 2.3.1 er det foreslått at fondets gjennomsnittlige avkastning skal oppgis i kroner og i prosent av netto andelsverdi. Etter vår oppfatning vil det imidlertid være meningsløs informasjon å oppgi fondets kroneavkastning, enten dette skal forstås som fondets samlede kroneavkastning eller kroneavkastningen til én andel, jf. at resultatet i kroner vil være avhengig av fondets størrelse og andelenes pålydende. Et eksempel kan illustrere dette: Anta at fond A har pålydende kroner 10 000 per andel, mens fond B har kroner 100. Ved en verdistigning i begge fond på 10 prosent vil kroneavkastningen i fond A være 1000 kroner, mens den vil være 10 kroner for fond B. Eksemplet illustrerer at informasjonen om kroneavkastningen ikke bør være med siden dette kan forlede enkelte til å tro at et fond med høy pålydende per andel har gjort det bedre enn et fond med lav pålydende per andel. Det er store forskjeller forvaltningsselskapene i mellom ved fastsettelse av pålydende per andel for nyetablerte fond. Enkelte starter med 10 kroner, mens andre starter med 50 000 kroner.

På denne bakgrunn vil vi tilrå at kravet om at avkastningen skal oppgis i kroner tas ut av forskriften slik at det kun vil være et krav om at avkastningen skal oppgis i prosent. Vi vil samtidig tilrå at formuleringen «i prosent av netto andelsverdi» omformuleres til «prosentvis endring i netto andelsverdi hensyntatt utbetalte utbyttet til andelseier» (som vi mener er en mer presis beskrivelse).

- ❖ I punkt 2.3.4 er det foreslått at fondets avkastning skal sammenliknes med en referanseindeks dersom denne er «sammenliknbar». Vi er enig i at slik sammenlikning bør foretas under forutsetning av at fondets referanseindeks tilfredsstillende de krav som bør settes til en sammenliknbar referanseindeks. Foreningen har for eksempel i tilknytning til markedsføringsstandarden et eksplisitt forbud mot å sammenlikne fondets avkastning mot en referanseindeks dersom denne ikke er justert for utbytte, fordi dette setter fondets prestasjoner i et bedre lys enn hva som reelt er tilfelle. Videre innebærer foreningens standard for informasjon og klassifisering av verdipapirfond at det ved skifte av referanseindeks som hovedregel ikke blir beregnet referanseindeksrelaterte nøkkeltall (differanseavkastning og relativ volatilitet) forut for tidspunktet for skiftet. I slike tilfeller bør sammenlikningen som hovedregel kun skje fra det tidspunkt nåværende referanseindeks ble tatt i bruk. I visse tilfeller bør det imidlertid kunne gjøre unntak fra dette, for eksempel som følge av omleggingen som Oslo Børs for et par år siden foretok i sine indekser. Etter vår oppfatning er imidlertid dette problemstilling som egner seg best til å håndteres gjennom bransjeinterne regler. Vi tar derfor sikte på å utarbeide en bransjenorm for våre medlemsselskaper når det gjelder praktiseringen av denne bestemmelsen. Siktemålet med en slik norm vil være å sikre at sammenlikningen bare gjøres mot en relevant og sammenliknbar referanseindeks.

Oppsummert er det således vår tilrådning at forskriftsutkastet § 3a punkt 2 gis følgende utforming (der tekst i hakeparentes representerer vår subsidiære tilrådning dersom vi ikke får gjennomslag for å ta punkt 2.2.1 og 2.3.3 ut av forskriften):

- «2. Informasjon om investeringene
 - 2.1 Kort beskrivelse av fondets formål
 - 2.2 Fondets investeringspolitikk, samt en kortfattet og mest mulig lettfattelig informasjon om fondets risikoprofil.
 - 2.2.1 [Fondets risiko de siste ti år, eller siden fondets oppstart dersom fondet har eksistert i mindre enn ti år, gjennom å vise beste og dårligste avkastning (annualisert) for periodene 1, 3, 5 og 7 år basert på månedlig rullerende avkastningstall. Tilsvarende vises for gjennomsnittlig innskuddsrente i alt fra Norges Banks rentestatistikk. Risikoen ved de to plasseringene skal

sammenliknes ved hjelp av et søylediagram. Diagrammet skal ledsages av en kortfattet tekst som belyser tallene. Følgende informasjon skal alltid være med: «Søylediagrammet viser beste og dårligste oppnådde årlige avkastning for fondet og bankinnskudd i alle 1, 3, 5 og 7-årsperioder siste 10 år (ev. siden fondet ble etablert hvis det ikke har så lang historikk). Søylene viser hvor mye avkastningen har variert i de enkelte periodene. Positiv avkastning øker verdien på ditt innskudd, mens negativ avkastning reduserer verdien.»]

- 2.2.2 Fondets totalkostnader definert som alle kostnader som ble belastet i løpet av foregående kalenderår, bortsett fra meglerkurtsje, skal oppgis i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital i perioden. Videre skal årlig forvaltningsgodtgjørelse samt tegningskostnader og innløsningskostnader oppgis i prosent. Totalkostnadene skal dekomponeres i forvaltningsgodtgjørelse og transaksjonskostnader. Dersom det er besluttet endringer i forvaltningsgodtgjørelsen, tegningskostnader og innløsningskostnader må informasjon om dette framkomme
- 2.2.3 Dersom det finnes en sammenliknbar, utbyttejustert referanseindeks for fondet, skal fondets avkastning sammenliknes også med denne.
- 2.3 Følgende opplysning skal gis: «Historiske avkastning er ingen garanti for framtidig avkastning. Framtidig avkastning vil bl.a. avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved tegning, forvaltning og innløsning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap».
- 2.3.1 Fondets avkastning i perioden og hvert enkelt år siste ti år vist i søylediagram. Dersom fondet har eksistert i mindre enn 10 år, oppgis også avkastningen fra fondets etableringsdato til kalenderårets slutt første år.
- 2.3.2 Fondets gjennomsnittlige årlige avkastning siste tre, fem og ti år, eller fra fondets etableringsdato til rapporteringstidspunktet dersom fondet har eksistert i mindre enn ti år
- 2.3.3 [Fondets avkastning sammenliknet med gjennomsnittlig innskuddsrente i alt fra Norges Banks rentestatistikk siste periode, og gjennomsnittlig årlig avkastning de siste ti år, eller fra fondets etableringsdato til rapporteringstidspunktet dersom fondet har eksistert i mindre enn ti år, vist i tabell.]
- 2.3.4 Avkastningen skal beregnes og oppgis som prosentvis endring i netto andelsverdi hensyntatt utbetalte utbytter til andelseierne. Avkastningstall utover 12 måneder skal annualiseres. Avkastningstall for mindre enn ett år skal ikke annualiseres. Gjennomsnittlige avkastningstall utover ett år skal beregnes som et årlig geometrisk gjennomsnitt.
- 2.4 Beskrivelse av den typiske investor fondet er opprettet for.»

Avslutningsvis vil vi anmode departementet om at det ved fastsettelsen av den nye prospektforskriften blir satt en ikrafttredelsesdato som gir bransjen tilstrekkelig tid til å utarbeide den planlagte bransjenormen for forenklet prospekt.

4 Årsregnskapsforskriften

UCITS-direktivet og den reviderte norske fondslovgivningen gir UCITS-fond en utvidet rett til å plassere sine midler i andre verdipapirfondsandeler. Som en konsekvens av dette stiller UCITS-direktivet krav om at verdipapirfond som har en betydelig andel («*a substansial proportion*») av fondets midler plassert i andre verdipapirfond, skal opplyse i årsrapporten for fondet om den høyeste andel av forvaltningsgodtgjørelse som er belastet verdipapirfondet selv og de andre verdipapirfond som det investerer i.

Kredittilsynet foreslår, uten å angi noen nærmere begrunnelse, at opplysningsplikten om den maksimale forvaltningsgodtgjørelsens størrelse i årsrapporten bør gjelde uavhengig av hvor stor andel av et verdipapirfonds midler som er plassert i andre verdipapirfond. I tillegg foreslår Kredittilsynet at opplysningsplikten skal gjelde uten hensyn til om et verdipapirfonds midler er plassert i andre verdipapirfond eller ikke. Heller ikke dette forslaget er, etter det vi kan se, begrunnet fra Kredittilsynets side.

Vårt prinsipielle syn er at det bør foreligge særskilt gode argumenter for å innføre norske særkrav som avviker fra det som angis i direktivet. Med tanke på at den norske fondsbransjen

gjennom selvregulering har bidratt til at alle maksimale avgifter (forvaltningshonorar, tegnings- og innløsningsgebyr) daglig offentliggjøres i media (hvilket ikke er tilfelle i de fleste andre land omfattet av UCITS-direktivet), foreligger det neppe noe stort behov for å innføre strengere krav på dette området enn det direktivet legger opp til. På den annen side representerer dette forslaget ingen stor sak og i praksis spiller det neppe så stor rolle fra eller til om dette kravet gjøres generelt eller ikke.

Med vennlig hilsen
Verdipapirfondenes Forening

Lasse Ruud
Adm. direktør

WIERSHOLM
MELLBYE & BECH

Verdipapirfondenes Forening
Arbinsgate 1
0253 OSLO

For: Lasse Ruud

Oslo, 2. juli 2003
Ref: KTT-30029
Ansvarlig partner:

**FORSLAG TIL ENDRINGER I FORSKRIFT AV 8. JULI 2002 NR 800 OM
VERDIPAPIRFONDS HANDEL MED DERIVATER – SPØRSMÅL OM ADGANG
TIL Å TA "SHORT POSISJONER" GJENNOM DERIVATER OG "SHORT SALG"**

1. Innledning og konklusjon

Vi viser til høringsbrev av 23. mai 2003 med vedlagt bl.a. høringsnotat fra Kredittilsynet datert 19. mai 2003 med forslag til nye regler for verdipapirfonds plasseringer i derivater, samt rapport fra "UCITS Contact Committee" datert 17. februar 2003. Vi viser også til Ot.prp. nr 68 (2002-2003) vedrørende endringer i verdipapirfondsloven, som vi forstår vil bli sluttbehandlet i Stortinget med det aller første.

Den nær forestående lovendring og høringen om kommende forskriftsendringer foranlediger etter vårt syn en nærmere analyse av verdipapirfondenes rammebetingelser med hensyn til å ta "short" eksponeringer gjennom derivater. Nedenfor følger en introduksjon til problemstillingen, samt våre juridiske innspill i så måte.

Vår klare anbefaling er at det snarest åpner for "dekkede" short salg og dekkede utstedelser av kjøpsopsjoner med fysisk leveringsplikt, ved at det i derivatforskriften inntas unntak fra vpfl. § 4-11, samtidig som kravet til dekning utformes i tråd med internasjonale anbefalinger, jf nedenfor.

Vi vil samtidig anbefale at Finansdepartementet presiserer at kontantavregnede posisjoner ikke er underlagt de særlige begrensninger som følger av vpfl. § 4-11, slik at derivatforskriften og de øvrige lovbestemmelser her er uttømmende. Det vises til nærmere begrunnelse nedenfor.

2. "Short posisjoner" gjennom plasseringer derivater

Verdipapirfondene har tradisjonelt kun benyttet seg av plasseringsformer der man forventer verdistigning på de aktuelle finansielle instrumenter ("long positions" eller "lange

Wiersholm, Mellbye & Bech, advokatfirma AS - M.N.A.

*Postadresse/Postal address: Postboks 1400 Vika, N-0115 Oslo, Norway. Besøksadresse/Office address: Ruseløkkveien 26, Oslo, Norway.
Telefon: (+47) 210 210 00. Telefax: (+47) 210 210 01. Bankgiro/Bank Account No: 6011.05.43908. Reg. No: 981 371 593*

posisjoner”), typisk i form av eierskap av aksjer eller andre omsettelige verdipapirer og eventuelt ved kjøp av kjøpsopsjoner eller kjøp av terminer/kjøp på termin.

Motstykket til lange posisjoner er "short posisjoner" der investor oppnår fortjeneste ved kursfall, for eksempel gjennom salg på termin eller kjøp av salgsoptionsjoner eller inngåelse av andre finansielt avregnede kontrakter som sikrer utbetaling ved et kursfall, for eksempel swap-avtaler der den ene part får gevinst ved kursfall i et underliggende verdipapir. Risikoen for tap er her relatert til risikoen for at det inntreer verdistigning, og kan være mer eller mindre avgrenset gjennom de instrumenter som benyttes (for eksempel gjennom avtalte "tak" for kontantavregnede instrumenter eller sammensetninger av lange opsjoner og short posisjoner). Også utstedelse av kjøpsopsjoner er en "short posisjon", men her vil gevinsten ved kursfall eller fortsatt stabil kurs tilsvare opsjonspremien og således ikke være relatert til størrelsen på et forventet kursfall.

Short posisjoner har tradisjonelt blitt benyttet for kurskringsformål ("hedging") for midlertidig å begrense risikoen for kursfall i porteføljer der investeringsstrategien er basert på en forventning om kursstigning ("long strategier"). I et flatt eller fallende verdipapirmarked er det imidlertid behov for plasseringsformer som kan gi avkastning uten en generell eller spesifikk forventning om kursstigning i markedet på kort eller mellomlang sikt.

Et alternativ er "short strategier", der investor i større eller mindre grad tar posisjoner ut fra en forventning om kursnedgang. Dette kan for eksempel ha form av at investor går "long" i et omsettelig verdipapir og "short" i et annet verdipapir, ut fra en forventning om at det verdipapir der man går "long" vil ha en bedre relativ utvikling enn verdipapiret investor går "short" i. Man kan i det hele tenke seg en rekke kombinasjoner av "short" og "long" posisjoner knyttet til ulike markeder/instrumenter, slik at deler av en portefølje er "long" og deler er "short".

Vi har både nasjonalt og internasjonalt merket en stadig økende interesse for denne typen strategier, bl.a. knyttet til den økte interesse for "hedgefond" og andre investeringsformer der det er fokus på absolutt avkastning og ikke relativ avkastning. Vi har imidlertid i den seneste tiden også opplevd stigende interesse for bruk av "short strategier" innenfor tradisjonelle verdipapirfondsmiljøer der man forvalter UCITS.

Etter vårt syn er det vesentlig at verdipapirfond som har fokus på egenkapitalinstrumenter kan ta i bruk "short" strategier som en mulighet ved utforming av fondsmandater. Dette gir bransjen mulighet til å utvikle større bredde i sitt produktspekter, herunder mulighet til å tilby produkter som kan gi god avkastning i perioder der aksjemarkedene faller. I lys av den utvikling aksjemarkedene har hatt de siste årene kan det tenkes å være stor etterspørsel etter produkter med stort eller lite islett av short-strategier, og det vil derfor være uheldig både for bransjen og norske kunder om myndighetsreguleringen ikke snart åpner opp for dette.

3. Rettslige rammebetingelser, herunder vpfl. § 4-11

Når det gjelder de rettslige rammebetingelser for verdipapirfondenes bruk av "short" posisjoner, vil vi innledningsvis bemerke at den gjeldende derivatforskrift av 8. juli 2002 nr 800 ikke regulerer verdipapirfonds adgang til å ta "short" posisjoner. Forskriften inneholder, i motsetning til det som gjelder etter den parallelle forskrift for forsikringsselskaper, ingen begrensning med hensyn til formålet med fondenes derivathandel, jf. også § 6 første ledd som krever at vedtektene bl.a. skal angi formålet, om fondet kan øke sin risiko (eller bare skal bruke derivater for å begrense risiko) og hvilken maksimal grense som skal gjelde, om derivatene øker risikoen og forventet avkastning på fondets underliggende verdipapirportefølje, jf. også § 6 andre og tredje ledd om rapporter. Forskriften oppstiller

således ikke noe forbud mot at et verdipapirfond tar derivatposisjoner som gir gevinst ved kursfall i verdipapirer der fondet ikke har eierposisjoner.

Det følger av verdipapirfondsloven § 4-11 at et verdipapirfond "kan ikke selge verdipapirer fondet ikke eier". Bestemmelsen er klart nok til hinder for de klassiske "short salg" av omsettelige verdipapirer. Dette er en strategi der en aktør selger verdipapirer man ikke eier med kort leveringsfrist ("spotsalg"), og samtidig eller senest før leveringstidspunktet låner inn verdipapirer for leveringen i spotsalget, mot at aktøren påtar seg en tilbakeleveringsplikt om for eksempel tre måneder. Aktørens forventning er naturligvis at kursen skal falle frem til det tidspunkt da han må kjøpe inn verdipapirer i markedet for tilbakelevering.

I verdipapirmarkedet skiller man på dette punktet gjerne mellom dekkede eller udekkede "short salg" ut fra om aktøren har sikret sin leveringskapasitet i "short salget" allerede da han selger verdipapirene (over børs eller utenfor børs) eller sitter udekket frem mot leveringstidspunktet. Udekket "short salg" gjør det mulig å ta gevinst også på en kortsiktig kursnedgang uten å bære kostnader/bryderi med innlånskontrakter, men skaper også en viss usikkerhet for leveringskapasitet og dermed for oppgjørssystemene, særlig i markedet der det er ikke er god likviditet for handel med korte oppgjørstider.

Etter vårt syn kan verdipapirfondsloven § 4-11 vanskelig forstås som et forbud mot at fondene etablerer den samme risikomessige eksponeringen ved kontantbaserte derivattransaksjoner, med unntak for salg av omsettelige verdipapirer på termin med "fysisk oppgjør". Vi bygger dette både på ordlyden ("selge verdipapirer fondet ikke eier"), på det forhold at slike begrensninger ikke er inntatt i derivatforskriften, og på Kredittilsynets merknader i Høringsnotatet av 25. oktober 2002, jf sitat i Ot.prp. nr 68 (2002-2003) pkt 15.2, der man uttaler følgende:

For at verdipapirfondsloven skal være i samsvar med direktivet, vil Kredittilsynet foreslå at § 4-11 første ledd annet punktum utformes slik at den gjelder «finansielle instrumenter» til forskjell fra tidligere bestemmelse som kun gjaldt «verdipapirer». For så vidt gjelder pengemarkedsinstrumenter og verdipapirfondsandeler, antar Kredittilsynet at annenhåndsomsetning av slike finansielle instrumenter i dag forekommer i liten utstrekning. Kredittilsynet vil likevel foreslå at verdipapirfondslovens bestemmelse om adgang til shortsalg endres slik at pengemarkedsinstrumenter og verdipapirfondsandeler omfattes. Videre oppfatter Kredittilsynet direktivets forbud mot udekket salg av derivater slik at dette regulerer derivatets underliggende, og ikke selve derivatet, i det derivatet utstedes på tidspunktet for handelen og ikke eksisterer fra før. Dette innebærer at et verdipapirfond, etter direktivet, ikke kan selge/utstede derivater uten å ha dekning i de underliggende finansielle instrumentene.

Samtidig gir Kredittilsynet uttrykk for at det kan være grunnlag for å generelt myke opp den norske tilnærmingen til "short salg", ved å åpne for at fondene i forskrift kan gis anledning til dekket "short salg".

Forslagene er fulgt opp i Ot.prp. nr 68, der det foreslås følgende endringer i § 4-11:

Forvaltningsselskapet kan ikke selge finansielle instrumenter fondet ikke eier med mindre departementet i forskrift har gitt nærmere regler om dette.

Vi konstaterer at Kredittilsynet i høringsnotatet tolker UCITS direktivet slik at artikkel 42 etter endringen i Rådskdirektiv 2001/108 (der teksten ble utvidet til å omfatte også "uncovered sales".. "of other financial instruments referred to in Article 19(1) e, g and h"), innebærer et forbud mot at verdipapirfond selger/utsteder derivater uten å ha dekning i de underliggende finansielle instrumenter.

At myndighetene foreslår en lovendring kan tilsi at dagens lovbestemmelse i § 4-11 vanskelig kan forstås å inneholde noe slikt krav. Vi er imidlertid kjent med at det har vært ulike oppfatninger om forståelsen av § 4-11 på dette punktet, herunder synspunkter om at også

utstedelse av opsjoner og inngåelse av rene kontantavregnede kontrakter fanges opp av forbudet. Dette spørsmålet har i dag mer teoretisk enn praktisk interesse, ettersom § 4-11 forventes endret i løpet av kort tid.

Mer vesentlig er det at heller ikke den foreslåtte nye ordlyden i vpfl. § 4-11 synes å fange opp kontantavregnede derivater eller utstedte opsjoner (herunder opsjoner med fysisk oppgjør), ettersom vi har vondt for å se at det å inngå kontantavregnede terminkontrakter eller utstedte opsjoner er å "...selge finansielle instrumenter...". Det er korrekt som fremhevet av Kredittilsynet ved tolkingen av UCITS artikkel 42, at et derivat utstedes på tidspunktet for handelen og ikke eksisterer fra før. Dette er bakgrunnen for at Kredittilsynet tolker direktivet slik at reguleringen gjelder (krav til dekning i) derivatets underliggende, og ikke dekning i det utstedte/solgte derivatet som sådan. Det samme synspunkt må imidlertid gjelde for tolkingen av den norske lovbestemmelsen. Dette leder oss til følgende tolkinger:

- Rekkevidden av § 4-11 er begrenset til udekket "salg" av de underliggende omsettelige verdipapirer, herunder forbud mot salg/utstedelse av derivater som kan sies å representere "salg" av underliggende verdipapirer, med mindre unntak etableres i forskrift.
- Med bakgrunn i ordlyden og Kredittilsynets synspunkt om at formålet med artikkel 42 er å sikre leveringskapasitet i forbindelse med "short salg" (leveringskapasitet for "spot" levering), kan § 4-11 derimot ikke gjelde salg/utstedelse av kontrakter der verdipapirfondet ikke påtar seg en ubetinget plikt til fysisk levering av verdipapirene.
- Det samme må gjelde utstedelse av kjøpsopsjoner, selv om disse skulle etablere en betinget plikt til levering av verdipapirer. Her kunne lovformålet – å sikre leveringskapasitet – isolert sett tilsi at man stilte krav om dekning, men slike kontrakter vil falle utenfor ordlyden i § 4-11, ettersom man ikke kan si at en utstedelse av en kjøpsopsjon representerer et "salg" av de underliggende verdipapirer. Skillet mellom salg av underliggende verdipapirer (spot eller på termin) og utstedelse av opsjoner er innarbeidet i lovverket, og er også reflektert i derivatforskriften, jf dagens forskrift § 4 første ledd, selv om håndteringen av disse kontraktene i plasseringsreglene ikke i seg selv kan tas til inntekt for at slike kontrakter kan handles uten dekning i underliggende finansielle instrument.
- En annen sak er at vpfl. § 4-5 hjemler en nærmere regulering av derivathandel i forskrift, herunder eventuelle begrensninger for rene "short" posisjoner.
- I tillegg kommer spørsmålet om det i forskrift også bør åpnes for klassiske "short salg" så fremt verdipapifond sikrer sin leveringskapasitet, med andre ord om det bør åpnes for "dekkede short salg", eventuelt gjennom bestemmelser i derivatforskriften.

Vi noterer oss at det i høringsnotatet av 19. mai 2003 ikke er inntatt noen bestemmelser om "short salg" og således p.t. ikke foreslås en liberalisering gjennom forskrift i tråd med begrunnelsen for forslaget til ny vpfl. § 4-11. Etter vårt syn er dette en svakhet ved forslaget, jf nedenfor der vi redegjør for bakgrunnen for og tolkingen av UCITS artikkel 42 og til slutt gir vår anbefaling.

4. Nærmere om forbudet mot "uncovered sales" i UCITS artikkel 42

Det fremstår ikke som klart hva som er bakgrunnen for utvidelsen av UCITS artikkel 42 til også å omfatte "uncovered sales" av andre finansielle instrumenter som omfattet av artikkel 19 (enn de omsettelige verdipapirer/transferable securities, slik teksten opprinnelig lød). Man skal ikke se bort fra at dette var en utvidelse som fremsto som "naturlig" fordi

instrumentkretsen ble utvidet tilsvarende i artikkel 19, men uten at det ble nærmere reflektert over forholdet.

I høringsnotatet av 25. oktober 2002 tolker Kredittilsynet artikkel 42 som at et verdipapirfond ikke kan selge/utstede derivater uten å ha dekning i de underliggende verdipapirer, og knytter dette opp til et krav om å sikre leveringskapasitet for oppgjøret, jf ovenfor. Det fremgår av høringsnotatet av 19. mai 2003 vedrørende forskriftsendringer at Kredittilsynet har bygget på rapporten avgitt av "Task Force on Financial Derivative Instruments" i regi av UCITS Contact Committee, som også er vedlagt i høringsrunden. I denne rapporten er det en omfattende behandling av spørsmålet om anvendelsen av artikkel 42 ved derivattransaksjoner, jf pkt 4 som vi siterer i sin helhet:

Article 42. mentions that UCITS may not carry out uncovered sales of transferable securities.

Nevertheless, the risks associated with short selling operations of transferable securities are mainly of two types:

- a. A price risk - the risk of having to buy securities at a higher price and making a loss,
- b. A liquidity risk - the risk of not being able to deliver securities for settlement,

while in the context of an operation with FDIs with the same financial profile of an uncovered sale, these risks are not always relevant.

Thus, it is the group's opinion that the concept of uncovered sales should be restricted to those operations in which the UCITS are forced to buy securities in the market to meet their obligations and not to be extensive to all derivative positions with the same financial profile of an uncovered sale.

In this context, an uncovered transaction should be one that exposes the UCITS to a risk that it cannot meet all, or a part, of their commitments under the terms of the FDIs transaction.

Subject to the application of the principle mentioned below, the cover requirements of Article 42 should not apply to purchased options or to those components of FDIs which do not provide UCITS with any future commitments or obligations, e.g. entitlement to a stream of payments under a swap transaction.

The group considers that the liquidity of FDIs traded on regulated markets is sufficient to enable a UCITS to close its positions by entering into an offsetting trade at the same moment the opening transaction is conducted by an uncovered sale and thus avoid to be placed into the position of having to provide a security that it does not hold. Therefore, article 42 could under these conditions be considered only for OTC FDIs.

When the OTC FDIs provides, either automatically or at the counterpart's choice, for physical delivery of the underlying financial instrument on maturity or exercise, the UCITS must hold the underlying security as cover in their investment portfolio.

On the other hand, when the OTC FDIs are automatically, or at the UCITS discretion, cash settled, UCITS should not be required to hold the specific underlying financial instrument as cover. In this case, it is proposed that the following categories should be acceptable:

- c. Cash,
- d. Liquid debt instruments,
- e. Highly liquid equity assets and/or liquid FDIs, appropriately weighed.

"liquid" is defined as being capable of being converted to cash in less than 5 business days or the maturity / expiry or exercise date of the FDIs at a price closely approximating its current valuation.

Finally, the level of cover required should be calculated in line with the acceptable measure for calculating the exposure of the FDIs as required under Article 21(3).

Formålet med rapporten er å danne grunnlaget for en harmonisert tilnærming til UCITS fondenes derivathandel i EU/EØS området. Vi forstår også rapporten slik at tilnærmingen til artikkel 42 er blant de felter der det hersker enighet, og der man har kommet til en endelig avklaring på de sentrale punkter i tilnærmingen, jf Kredittilsynets notat av 19. mai 2003 der man fremhever at dette ikke gjelder for alle elementer i rapporten.

Når det gjelder innholdet av denne anbefalingen, bemerker vi først at rapporten nettopp foreslår at konseptet med "udekket salg" skal forstås slik at det begrenses til situasjonene der fondene er tvunget til å gå i markedet for å kjøpe dekning for leveringsforpliktelser, - med andre ord til derivatposisjoner der det eksisterer en forpliktelse til "fysisk oppgjør". Man fremhever eksplisitt at kjøpte opsjoner og finansielt avregnede swap'er faller utenfor. Det samme må gjelde for finansielt avregnede terminer og andre strategier med kun kontantavregning, jf. tredje avsnitt hvor det eksplisitt uttales at de situasjoner som rammes er der fondet må ut å kjøpe et finansielt instrument for å kunne oppfylle sin leveringsforpliktelse.

I den videre behandlingen vurderes det hva som kan anses som tilstrekkelig dekning for ulike typer finansielle instrumenter. Gruppen begrenser seg her ikke til de kontrakter som har fysisk oppgjør.

Gruppen tolker kravet til leveringskapasitet (kravet til "cover" som er implisitt i forbudet mot "uncovered sales") slik at dette ikke nødvendigvis betinger at fondet må ha underliggende verdipapirer eller innlånskontrakter som sikrer leveringsforpliktelsen om denne blir aktualisert. Det sentrale er om det aktuelle derivatmarked er tilstrekkelig likvid til å muliggjøre en stengningshandel til samme tidspunkt som en åpningstransaksjon er gjennomført. Dette er en noe annen tilnærming enn den fokus som i det norske markedet har vært på låneordninger, men etter vårt syn en meget fruktbar tilnærming i relasjon til derivater; det vesentlige her er at et verdipapirfond må ha (i) tilgang til å kunne nette ut sin posisjon i forkant av en levering, alternativt (ii) tilgang til å kjøpe inn de underliggende finansielle instrumenter for levering. Det som kjennetegner "short" posisjoner i form av derivater er nettopp at også det første alternativet foreligger for de fysiske kontrakter.

Vi antar på dette punktet at terminologien i forslaget ("an offsetting trade at the same moment the opening transaction is conducted by an uncovered sale") henspiller på at derivater med fysisk oppgjør (etter innløsning av opsjoner eller etter forfall av terminer) typisk vil innebære at det etter innløsning eller forfall registreres en ny salgstransaksjon med avtalt innløsningskurs/terminkurs og spot leveringsbetingelser (T+3). Det man her tenker seg, er at den som er "short" i en slik derivatkontrakt enkelt kan eliminere leveringsforpliktelsen ved senest da å foreta en stengningshandel (stengningskjøp) i derivatmarkedet, en transaksjon som samtidig eliminerer derivatrisikoeksponeringen og leveringsforpliktelsen, ved at de påfølgende spottransaksjoner kan nettes. I regulerte markeder internasjonalt der det noteres derivatkontrakter med fysisk oppgjør, skjer gjerne den store broparten av oppgjør ved en stengningshandel, mens kun en liten andel av åpen balanse går til oppgjør. En slik mekanisme er det også lagt opp til i de nordiske derivatmarkeder der man børsnoterer terminer og opsjoner på verdipapirer med fysisk levering, jf NOREX regelverket.

For OTC derivater (kontrakter som ikke er omsatt i et regulert marked) med plikt til fysisk levering (automatisk eller etter den annen parts beslutning) ser gruppen for seg krav om at fondet må eie de underliggende verdipapirer. Vi antar at begrunnelsen her er manglende sikkerhet for at det finnes reelle muligheter til å foreta en stengingshandel. Her kan man eventuelt se for seg et alternativ der man baserer seg på en innlånsmulighet, men med tilsvarende høye VAR krav for å dekke den høyere risikomessige eksponeringen med slike derivater, men dette er ikke et sentralt poeng i vår henvendelse.

Ved kontantavregnede OTC derivater anbefaler UCITS Contact Committee at sikkerhet skal kunne stilles med kontanter, likvide gjeldsinstrumenter eller med særlig likvide aksjer m.m. (og da underforstått andre aksjer enn de underliggende). Det foreslås med andre ord at det

ikke skal kreves dekning for "leveringskapasitet" ut over de marginkrav som typisk vil bli krevd av motparter eller clearingsentraler; det blir dermed mulig å ta "short" posisjoner også ved hjelp av OTC kontrakter. Det at "cover" for kontantavregnede OTC-derivater i det hele tatt behandles, synes å stå i kontrast til det prinsipielle utgangspunktet gruppen flagger – at art. 42 bare omfatter kontrakter med fysisk levering. Vår forståelse er at dette må anses som en anbefaling til medlemslandene for så vidt gjelder nasjonal lovgivning, for å "avdekke" risikoeksponering som ikke er direkte favnet av art. 42.

5. Anbefalinger

Vår anbefaling er at rammebetingelsene for norske verdipapirfond utformes på linje med anbefalingene i rapporten fra gruppen, for å sikre like konkurransevilkår. Vi anbefaler at man ikke holder seg strengt til dekningskravet i art. 42 (altså utelukkende for derivater med fysisk levering), men også inntar bestemmelser om hva slags dekning fondene bør ha for finansielt avregnede derivater. Det er grunn til å tro at rapporten fra UCITS Contact Committee vil bli lagt til grunn av myndighetene i andre EU/EØS land, i tråd med hvordan Kredittilsynet forholder seg til rapportens øvrige deler.

Dette gjelder særlig siden tilstrekkelig fleksibilitet med hensyn til å kunne ta "short" posisjoner med rimelig sannsynlighet vil bli et viktig konkurranseparameter mellom europeiske UCITS i tiden fremover. Det å benytte derivater kan være en mer kostnadseffektiv måte å oppnå short eksponering enn ved bruk av konvensjonelle "dekkede" short salg.

Dersom norske verdipapirfond gis dårligere rammebetingelser enn sine europeiske konkurrenter med hensyn til å tilby fond med strategier tilpasset fallende eller flate aksjemarkeder, vil den norske bransjen raskt kunne oppleve en ytterligere svekket markedsposisjon. Denne faren er til stede, og jo lenger tid som går før norske verdipapirfond utvikler gode produkter som involverer "short strategier", jo større er faren for at norske fond vil tape i forhold til markedsførere av utenlandske UCITS og NON-UCITS fond bedre tilpasset norske kunders etterspørselsmønster.

Det foreligger i dag en viss uklarhet i det norske markedet med hensyn til hvordan rene "short" posisjoner ved bruk av derivater juridisk sett er å behandle. Rammebetingelsene åpner etter vårt syn for bruk av finansielt avregnede terminer og utstedelse av opsjoner, uten skranker med hensyn til formålet (eventuelt at "short" posisjoner kun kan benyttes for sikringsformål), men vi er kjent med at myndigheter har formidlet til aktører at vpfl. § 4-11 setter skranker også for de kontantavregnede kontrakter og fysiske opsjonsutstedelser. Vi vil be om at det i forbindelse med en endring av derivatforskriften foretas en avklaring av disse spørsmålene.

Uansett hvordan man ser på situasjonen i forkant av lovendringen, medfører den nye § 4-11 at Finansdepartementet nå kan vurdere spørsmålene bredere i tilknytning til en forskrift med hjemmel i vpfl. § 4-11. Det er etter vårt syn ikke lenger rettspolitisk grunnlag for en mer restriktiv behandling av "short" posisjoner enn av "long" posisjoner:

Sett i forhold til de kontantavregnede kontraktene er det etter vår oppfatning vesentlig at den rettslige reguleringen konsentreres om de risikoelementer som foreligger i praksis. Fra et teoretisk risikoperspektiv har de enkle "short" posisjoner (short salg, salg på termin, utstedelse av kjøpsopsjon, swap'er der en part har ubegrenset risiko for kursstigning på en referansestørrelse) det særlige aspekt at risikoen er ubegrenset; kursen kan i prinsippet "gå til himmels" og tapene bli ubegrenset. I fungerende terminmarkeder for verdipapirer (inkludert mindre likvide markeder) vil prisingen reflektere en normalfordeling av risiko. Eller sagt med

andre ord – dersom markedet vurderer sjansen for kursstigning som høyere enn sjansen for kursfall, vil terminprisen stige for å reflektere det nivå der aktørene i markedet igjen anser at det er like stor sannsynlighet for at kursen skal gå opp som for at den skal gå ned.

Dette betyr samtidig at Value-at-Risk ("VAR") betraktninger er den utvilsomt riktige modell for beregning av risiko i forhold til "short" posisjoner, og ikke en beregning ut fra nominell eksponering, jf også gjeldende derivatforskrift og forslag til ny forskrift som synes å legge opp til en slik beregningsmåte.

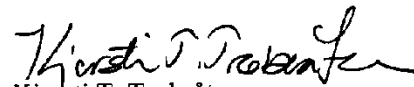
UCITS-direktivet krever at derivateksponeringene ikke overstiger nettoverdier av fondets eiendeler, jf høringsnotatet av 19. mai 2003 med forslag til presiseringer av forskriften § 2. De krav til VAR beregninger eller andre risikoberegninger som dette fordrer er etter vårt syn også den beste måten å sikre at "short posisjoner" holdes innenfor en risikomessig forsvarlig ramme.

Det er ingen rasjonelle grunner slike posisjoner til nå er blitt behandlet strengere i forhold til sikkerhetskrav og begrensninger i strategivalg m.m. Utfordringen for de nasjonale forskrifts- og tilsynsmyndighetene ligger nå i å sikre at de nasjonale fond får anledning til å tilby markedstilpassede produkter innenfor rasjonelle rammer som sikrer trygg forvaltning av kundenes midler.

I en slik sammenheng er det grunn til for norske myndigheter å åpne for bruk av "short" strategier i det norske verdipapirfondsmarkedet, ved å åpne for "dekkede" short salg og dekkede utstedelser av fysiske kjøpsopsjoner, samtidig som kravene til dekning utformes i tråd med rapportens anbefalinger. Enda mer vesentlig er at myndighetene presiserer at kontantavregnede derivatposisjoner ikke er underlagt særlige krav til underliggende sikkerhet, herunder at det er anledning til å ta rene kontantavregnede "short" posisjoner innenfor de øvrige rammer i regelverket.

Med vennlig hilsen
Wiersholm, Mellbye & Bech, advokatfirma AS


Knut Bergo
knut.bergo@wiersholm.no


Kjersti T. Trøbråten
kjersti.t.trobraten@wiersholm.no