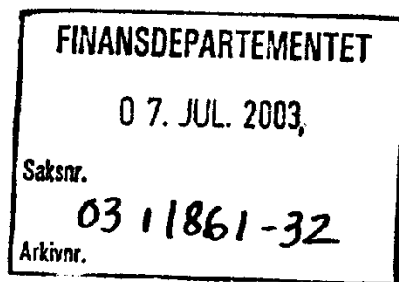


Finansdepartementet
v/Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008 Dep
0300 Oslo



Deres ref: 03/1861 FM CBe

Vår ref: 258953

Dato: 04.07.2003

Høringsuttalelse - forslag om endringer i forskrift om verdipapirfond

Det vises til Finansdepartementets brev av hhv. 23. og 27. mai 2003 vedlagt høringsnotater om endringer i forskrift av 8. juli 2002 nr. 800 (om verdipapirfonds handel med derivater ("derivatforskriften")), forskrift 28. juli 1994 nr. 750 (om prospekt for verdipapirfond) og forskrift 28. mai 1999 nr. 654 (om årsregnskap for verdipapirfond). Høringsfristen er satt til 4. juli 2003.

I verdipapirfondloven (vpfl.), er det åpnet for at fond etter nærmere bestemmelser i forskrift kan foreta dekket salg av finansielle instrumenter verdipapirfondet ikke eier. Denne bestemmelsen er også av betydning i relasjon til handel med derivater og generelle rammevilkår for et fonds investeringer. Nedenfor følger enkelte generelle kommentarer til UCITS-direktivet og vpfl. § 4-11 samt kommentarer til derivatforskriften. De øvrige forskriftene er ikke kommentert.

1. Generelle kommentarer til endringer i verdipapirfondloven og derivatforskriften

I høringsnotatet er det vedlagt rapporter fra en arbeidsgruppe nedsatt av UCITS Contact Committee, Task Force on Financial Derivative Instruments (TFFDI Rapportene). Disse rapportene beskriver tolkningen og den felles forståelse av direktivets bestemmelser om derivater, dog er det enkelte punkter hvor gruppen ikke har kommet frem til enighet. Det må imidlertid forutsettes at de punkter der det foreligger enighet, vil være retningsgivende for hvordan de enkelte EU/EØS land vil implementere regler knyttet til verdipapirfonds plasseringer i derivater med mindre det enkelte land velger strengere regler.

Det fremkommer av forarbeidene til endringene i vpfl., Ot.prp. nr. 68 kapittel 2.1.2, at departementet ikke har sett tungtveiende grunner for å innføre strengere regler i vpfl. enn det direktivene legger opp til. På den bakgrunn er det foreslått at vpfl. i størst mulig grad skal gjenspeile UCITS direktivet (85/611/EØF) samt endringer som fremkommer av direktivene 2001/107 og 2001/108 EF. Det forutsettes at tilsvarende utgangspunkt også gjelder for implementering av endringer i UCITS direktivet hva gjelder derivater og endringene i derivatforskriften. Dette anser børsen for å være positivt, men vel så viktig er det at praksis og de vurderinger og skjønn som er tillagt Kredittilsynet ikke er strengere eller annerledes enn i andre EU land.

For kapitalmarkedet er det av stor viktighet at rammevilkårene for fond blir like som i øvrige EU-land. Ved implementeringen av UCITS regler innen EU/EØS, vil fond etablert i land hvor rammevilkårene er gunstige hva gjelder plasseringsmuligheter og risikoprofiler uansett kunne tilbys norske investorer. Det er derfor ingen grunn til at ikke norske fond skal kunne tilby det samme.

Dagens regler for fonds plasseringer i derivater og tolkninger knyttet til disse, innebærer unødvendige begrensninger for fonds investeringer i derivater og mulighet for å benytte grunnleggende opsjonskombinasjoner som er en forutsetning for fornuftig derivatforvaltning. Særlig gjelder det forbudet mot både dekket og udekket short salg i vpfl. § 4-11 som tolkes strengt og til å omfatte mange derivatposisjoner. Disse restriksjoner gjør ikke nødvendigvis "norske fond" mindre risikofylte enn utenlandske fond, men begrenser utvalget av investeringsmuligheter. Fond som utelukkende investerer i aksjer vil kunne være mer risikabelt enn et fond der det både investeres i aksjer og derivater – da vil man både kunne ta høyde for oppgang og nedgang i markedet. Det er mulig i dag også, men de begrensninger som gjelder forhindrer fondet fra å benytte mange av de mest sentrale opsjonskombinasjoner.

Overfor markedet er det nødvendig med korrekt og pålitelig informasjon om hvilke produkter og strategier et fond investerer i. Det at potensialet både for gevinst og tap er større i visse fond bør ikke være negativt i seg selv, men et spørsmål om god informasjon om risikoforholdene til markedet og potensielle investorer.

For børsen er det svært viktig med et velfungerende kapitalmarked som alle investorgrupper kan være aktive i. Det betyr at også fond bør ha mulighet til å investere i alle finansielle instrumenter, både noterte og unoterte. Fond er blant de største private investorene, og det er derfor viktig at rammevilkårene for dem bidrar til etablering av attraktive fond og bruk av de investeringsmuligheter som finnes.

2. Adgangen for fond til å foreta dekket short salg

Vpfl. § 4-11 inneholder et forbud mot at fond selger "verdipapirer fondet ikke eier". UCITS-direktivet art. 42 inneholder kun et forbud mot at det foretas udekkede salg av verdipapirer fondet ikke eier (udekket short salg). I direktiv 2001/108 EF er forbudet utvidet til å omfatte udekket salg av både verdipapirer, pengemarkedsinstrumenter og andre finansielle instrumenter (financial instruments). Tidligere omfattet forbudet kun omsettelige verdipapirer (transferable securities).

I endret vpfl. § 4-11 (endring ikke trådt i kraft ennå), er det åpnet for at departementet i forskrift kan gi nærmere regler om short salg. Etter børsens oppfatning er det nødvendig at det gis slike regler så snart som mulig og senest samtidig med ikrafttreddelsen av endringer i derivatforskriften. Det er også viktig at både departementet og Kredittilsynet legger til grunn den samme forståelsen av forbudet mot å foreta udekket short salg som er nedfelt i TFFDI Rapportene, slik at vi ikke får andre rammevilkår enn dem som gjelder innen EU/EØS. Det var ikke knyttet usikkerhet til tolkninger av art 42, og det må derfor legges til grunn at andre EU/EØS land vil basere sin lovgivning på denne forståelsen.

Nærmere regler om dekket salg av finansielle instrumenter fondet ikke eier vil være naturlig å innta i derivatforskriften ettersom slik regulering er nært knyttet til reguleringen av derivater. Det er uansett nødvendig at det snarest åpnes for dekket short salg. Rettstilstanden hva gjelder short salg og plasseringer i derivater er usikker og det er derfor viktig med en avklaring. Regulering av dekket short salg vil også omhandle sentrale rammevilkår av betydning for en effektiv bruk av derivater og øvrige finansielle instrumenter for fond.

Når det gjelder forskriftsbestemmelser fastsatt i medhold av vpfl. § 4-11, må det fremkomme hva som menes med salg av "finansielle instrumenter fondet ikke eier".

Short salg innebærer en risiko i form av både pris- og leveringsrisiko. Plassering i derivater vil kunne ha samme finansielle risikoprofil. I TFFDI Rapportene uttales imidlertid at de risiki som er forbundet med short salg, ikke nødvendigvis er relevante ved plassering i derivater. Det medfører at forbudet i artikkel 42 tolkes til kun å omfatte de tilfeller hvor UCITS fondet er tvunget til å kjøpe verdipapirer i markedet for å kunne innfri sine forpliktelser, og ikke alle derivatposisjoner med samme finansielle risikoprofil som et short salg. Art. 42 vil bla. ikke komme til anvendelse på:

- kjøpte opsjoner
- derivater som ikke medfører noen fremtidig forpliktelse, eller
- derivater som handles på børs eller et regulert marked

Når det gjelder det siste punktet, er likviditeten i et regulert marked tilstrekkelig slik at fondet har mulighet for å stenge sine posisjoner i derivatmarkedet. I tillegg fører det generelle clearingkravet for børsnoterte derivater til at leveringsrisikoen elimineres. På den bakgrunn er det kun OTC derivater som vil være omfattet av art. 42. I tillegg er det kun de tilfeller hvor fondet må sørge for fysisk levering av underliggende, enten automatisk eller etter motpartens valg, som vil være omfattet.

Etter børsens oppfatning må de synspunkter som fremkommer i rapporten både legges til grunn ved forskrift fastsatt etter § 4-11, men også ved tolkningen av hvilke typer derivater som fondet kan handle. I enkelte tilfeller har børsen vært usikker på om visse former for opsjonskombinasjoner er forbudt iht. dagens § 4-11. Det forutsettes at rapportens vurderinger legges til grunn for definisjonen og forståelse av udekket short salg og derigjennom avklarer muligheten for å benytte ulike opsjonskombinasjoner.

3. Forskrift om verdipapirfonds handel med derivater

Generelt

Børsen er generelt positiv til de endringer som foreslås i derivatforskriften, og det forhold at den ikke tar sikte på å regulere verdipapirfonds handel med derivater strengere enn det som følger av direktivene. I tillegg er det vel så viktig at forståelsen og praktiseringen av bestemmelsene ikke er strengere enn i øvrige EU/EØS land. For øvrig har børsen følgende kommentarer til de enkelte bestemmelser:

Til § 1 andre ledd

Det fremkommer av høringsnotatet at derivatforskriften bla. er gitt med hjemmel i vpfl. § 4-5 nr. 6 hvor det åpnes for at verdipapirfond kan plassere kapitalinnskudd i "andre finansielle instrumenter etter forskrift fastsatt av departementet". Forskriftshjemmelen begrenser ikke typen finansielt instrument det kan investeres i. Når det gjelder virkeområdet for derivatforskriften § 1 andre ledd, er den tidligere henvisningen i til vphl. § 1-2 andre ledd nr. 4-7 tatt ut og erstattet med passussen "derivater, herunder derivater med kontant oppgjør". Begrepet derivater er ikke nærmere definert og priseringen av at også finansielle derivater er omfattet bidrar neppe til noen klargjøring. Normalt er ikke karakteristikken av derivater relatert til oppgjørsformen og tilføyelsen er derfor intetsigende.

Betegnelsen "derivater" kan skape uklarhet i forhold til hvilke instrumenter som er omfattet av forskriften. I dagens derivatforskrift er det henvist til vphl. § 1-2 andre ledd nr. 4-7 som nettopp er ment å omfatte samtlige avledede produkter. Det foreslås at henvisningen til vphl. § 1-2 andre ledd nr. 4-7 videreføres i stedet for å innføre et begrep som ikke er nærmere definert.

Når det gjelder oppramsingen i § 1 andre ledd nr. 3, er ikke direktivteksten fulgt fullt ut hva gjelder krav til underliggende finansielt instrument til derivatet. Av den svenske oversettelsen av art. 19 nr. g), fremkommer at derivater hvor underliggende er "finansiella index, räntesatser, växelkurser eller utenlandska valutor" er omfattet. I forskriftsforslaget er det kun finansiell indeks, rente eller valuta som er nevnt, mens vekslingskurser er utelatt. Børsen er ikke kjent med mulighetene eller markedet for denne typen finansielle instrumenter, men antar at det bør åpnes for å handle med slike derivater dersom det også gjøres i andre EU/EØS land.

Til § 2 første ledd:

Bestemmelsen omhandler både en begrensning av og beregning av et fonds eksponering i derivater. Det er foretatt en mindre endring i bestemmelsen slik at den blir i samsvar med direktivteksten. Når det gjelder beregningen av eksponeringen, er det ikke foreslått å fastsette nærmere hvilke metoder som skal benyttes i forskriften. Børsen legger til grunn at det fremdeles er åpent for at også egne velfunderte risikomodeller kan benyttes. Videre anbefales at Kredittilsynet klart kommuniserer hvilke modeller som anses akseptable for slik risikoberegning, for eksempel gjennom Rundskriv.

I TFFDI Rapporten som omhandler beregning av total eksponering (punkt nr. 2), uttales at det bør være mulig å benytte enkle modeller for beregning av eksponering dersom et fond kun benytter derivater for å redusere risikoen til fondet. Tilsvarende "unntak" bør også være mulig for norske fond ved fastsettelse/anbefaling av risikoberegningsmodeller.

§ 3 første ledd:

Det følger av vpfl. § 4-6 tredje ledd at verdipapirfond kan plassere kapitalinnskudd i unoterte derivater etter nærmere bestemmelser i forskrift. Av forarbeidene til vpfl., Ot prp nr. 68 (2002-2003) pkt. 13.3, fremkommer at fond fullt ut kan plassere sine midler i unoterte derivater. Begrensningen for finansielle instrumenter generelt i vpfl. § 4-6 fjerde ledd (begrensning på 10% i unoterte produkter) gjelder således ikke for derivater. Det følger av derivatforskriften § 3 første ledd at derivatets underliggende skal være et notert produkt eller omsettes på et regulert marked. Selve derivatet trenger ikke å være notert.

Når det gjelder kravet til underliggende er bestemmelsen noe uklar – særlig hensett til tidligere ordlyd. Av forskriftsteksten fremkommer at derivatet må være basert på "omsettelige verdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter" som er børsnotert eller omsetes på et regulert marked.

Børsen forutsetter at henvisningen til "omsettelige verdipapirer" ikke innebærer begrensninger i hvilke derivater et fond kan investere i. Omsettelige verdipapirer er et snevrere begrep enn finansielle instrumenter, selv om finansielle instrumenter må sies å være basert på omsettelige verdipapirer. En indeks vil for eksempel ikke være et omsettelig verdipapir i seg selv, men basert på omsettelige verdipapirer. Ettersom det ikke er krav om at underliggende skal være omsettelige verdipapirer, men kun krav om at derivatene er basert på omsettelige verdipapirer, antar børsen at § 3 første ledd i så måte ikke er en begrensning i forhold til § 1 når det gjelder typen derivater som et fond kan handle. Det er svært viktig at det ikke er tvil knyttet til en slik forståelse da det er vesentlig for fond å kunne handle alle derivater - inkludert indeksderivater.

§ 3 tredje ledd:

Bestemmelsen stiller krav til at unoterte derivater løpende skal kunne verdiberegnes og være likvide slik at investorene sikres en passende investorbeskyttelse som kan "sammenlignes med den beskyttelse, de oppnår, når de erhverver derivater, der handes på regulerte markeder" (fortalen pkt. (12) i den danske oversettelsen av direktiv 2001/108). Kravet til likviditet, vil etter børsens oppfatning være vanskelig å tilfredstille for unoterte derivater – særlig der underliggende er et illikvid verdipapir. Kravet er imidlertid viktig av hensyn til investorbeskyttelsen.

§ 3 fjerde ledd:

I § 3 tredje ledd er det krav til at motparten ved transaksjoner i unoterte derivater skal være bank, forsikringsselskap eller verdipapirforetak. NOS Clearing ASA (NOS) har konsesjon som oppgjørssentral etter vphl. § 6-1 og faller derfor ikke inn under noen av nevnte definisjoner. Etter børsens oppfatning vil NOS gi minst like god sikkerhet som motpart som nevnte institusjoner og bør derfor nevnes eksplisitt som mulig motpart for unoterte derivater.

§ 4 første ledd

Børsen mener de foreslåtte regler vil gi et bedre utgangspunkt for beregning av plasseringsbegrensninger for derivater. Både bruk av deltaverdier og større mulighet for motregning vil samsvare med den faktiske finansielle risiko som slike plasseringer innebærer mot samme usteder av underliggende verdipapir. Kredittilsynet har tidligere ansett warrants for å være et finansielt instrument etter vphl. § 1-2 nr. 7, og det forutsettes at tilsvarende beregninger som for opsjoner skal legges til grunn for disse instrumentene.

Det følger både av § 4 første ledd og TFFDI Rapportene pkt. 3, at deltaverdien til en salgsopsjon vil komme til fradrag i "fondets øvrige plasseringer mot samme usteder". Det fremkommer imidlertid ikke klart om de generelle plasseringsbegrensninger i § 4-8 også gjelder for "negative posisjoner" – typisk dersom fondet kun har salgsopsjoner knyttet til ett enkeltinstrument. En betydelig negativ eksponering mot en enkelt usteder vil kunne være vel så risikabel for fondet som en positiv eksponering. Begrensningene i vpfl. § 4-8 gjelder for "finansielle instrumenter utstede av samme selskap". Derivater vil normalt ikke være utstedt av samme utsteder som underliggende aksjer. En slik negativ begrensning kan derfor ikke utledes av lovbestemmelsen direkte.

Beregningsregelen i derivatforskriften § 4 første ledd er også uklar på dette punkt. Det er derfor nødvendig å klargjøre om begrensningen i § 4-8 også gjelder negativt – dvs at innehav av rett eller plikt til salg også vil måtte holde seg innenfor de lovbestemte grenser med mindre det er tilsvarende posisjoner i underliggende eller rett/plikt til kjøp. Børsen mener det for derivater vil være fornuftig å anvende grensene i § 4-8 som absolutte grenser, dvs at f eks. 10% grensen gjelder innenfor et intervall fra -10% til +10% i forhold til utsteder av underliggende finansielt instrument. Det vil være en enkel og oversiktlig måte å forholde seg til grensene på.

§ 4 andre ledd

Det følger av § 4 at de generelle plasseringsgrensene i vpfl. § 4-8 ikke kommer til anvendelse dersom fondet består av derivater som har enkeltinstrumenter som underliggende som "etterligner" sammensetningen av en indeks. I den forbindelse kan det stilles spørsmål ved hvilke avvik fra indeksen som tillates for at man fremdeles skal kunne si at fondet etterligner en indeks. Dersom det er meningen at indeksen fullt ut skal samsvare med aksjer eller obligasjoner i en indeks, bør det fremkomme klarere.

§ 4 tredje ledd

Det følger av bestemmelsen at plasseringsbegrensningene i vpfl. § 4-8 ikke kommer til anvendelse dersom det investeres i indeksderivater. Så lenge indeksen i seg selv oppfyller vilkårene i § 4-8 a) skal ikke indeksderivatene tas med ved beregninger i forhold til begrensningene i hhv. §§ 4-8 eller 4-8a).

Børsen vil imidlertid gjøre oppmerksom på at OBX-indeksen, som er den mest benyttede indeks for indeksderivater, blant annet består av en underliggende aksje som normalt representerer i overkant av 20% indeksen. Plasseringsgrensen på 20% i § 4-8a) vil derfor normalt være overskredet. Det følger av vpfl. § 4-8 a) at det underliggende instrument kun skal være vektet så høyt dersom det er påkrevet av hensyn til spesielle markedsforhold. I forarbeidene til endringene i vpfl., Ot prp nr. 68 (2002-2003) pkt. 14.3 og 4, er børsens redegjørelse for de særegne forhold i det norske markedet gjengitt, og at fond basert på OBX-indeksen derfor må aksepteres etter unntaket i vpfl. § 4-8a). Departementet har på bakgrunn av børsens uttalelser gitt uttrykk for at de særskilte forhold i det norske marked vil være av vesentlig betydning for spørsmålet om vektingen i relasjon til OBX-indeksen skal kunne forhøyes. Børsen antar således at OBX-indeksen vil anses å oppfylle kriteriene i vpfl. § 4-8 a) og at derivater på OBX-indeksen faller inn under § 4 tredje ledd selv om de gitte grenser overskrides.

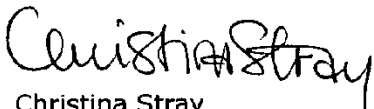
§ 4 femte ledd

Begrensningene med hensyn til hvor stor eier et fond kan bli hos en enkeltutsteder følger av vpfl. § 4-9. Det følger direkte av loven at rett til kjøp av et underliggende instrument skal likestilles med kjøp. Med andre ord er det ingen regler for beregning av delta osv. for derivatposisjoner. Salgsopsjoner er imidlertid regulert i derivatforskriften. Etter dagens derivatforskrift skal slike posisjoner likestilles med salg av underliggende, men det er ikke videreført i forslaget til endringer i § 4 femte ledd. Verken rett til kjøp eller rett til salg endrer i prinsippet innehaverens eierposisjoner i selskapet. Etter børsens oppfatning bør det imidlertid være symmetri ved beregningen av disse posisjonene og dagens regel bør derfor videreføres. Dog bør det ved senere endringer i vpfl. vurderes om § 4-9 bør endres.

Det følger direkte av forskriftsbestemmelsen at "rett eller plikt" til kjøp/salg skal legges til /trekkes fra øvrige plasseringer. Av hensyn til sammenhengen med vpfl. § 4-9, må den forstås til kun å omfatte terminer/opsjoner hvor det foreligger rett eller plikt til fysisk levering av underliggende.

Børsen har for øvrig ingen ytterligere kommentarer til de foreslåtte endringer i forskriften.

Med hilsen
OSLO BØRS ASA



Christina Stray
Advokat
Juridisk