



Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

e-post: kjetil.wibe@finans.dep.no

Deres ref: 03/2992 FM KW

Vår ref: 337511

Dato: 06.01.2005

Høringsuttalelse til forslag om regulering av verdipapirfondsadgang til å foreta shortsalg

Det vises til Finansdepartementets brev av 10. november 2004, hvor høringsinstansene bes om å inngi sine synspunkter til Kredittilsynets høringsnotat vedrørende verdipapirfondsadgang til å foreta shortsalg. Høringsfristen var 5. januar 2005.

Oslo Børs har gjennomgått Kredittilsynets forslag om har enkelte bemerkninger som det redegjøres for i det følgende.

1. Derivatkontrakter med finansielt oppgjør

Børsen viser til Kredittilsynets redegjørelse i punkt 4.2 og forslag til forskriftsendring § 7 3. ledd som gjelder derivater med finansielt oppgjør.

Slike derivater kan utformes på mange måter. Man kan f.eks selge en kjøpsopsjon med Norsk Hydro ASA (NHY) som underliggende med (finansielt) oppgjør om 60 dager. Dersom fondet selger en slik opsjon vil fondet på oppgjørstidspunktet foreta en avregning i forhold til motparten. Dersom kursen på NHY synker vil ikke motparten ønske å benytte opsjonen og den bortfaller verdiløs. Fondet har da tjent den premie det mottok ved inngåelse av derivatkontrakten. Dersom kursen på NHY stiger vil motparten ønske å utøve sin opsjon. Motparten vil da ha krav på et kontantoppgjør tilsvarende den kursoppgang NHY aksjen har hatt i perioden. Fondet må da sørge for å ha tilstrekkelige kontanter på oppgjørstidspunktet. I den forbindelse vises det til Kommisjonsanbefalingen punkt 7.3 annet avsnitt:

"Member States are recommended to ensure that the respective cash amount be at the UCITS' disposal at the maturity/expiry or exercise date of the financial derivative instrument."

Dersom derivatkontrakten tilsier at motparten når som helst i opsjonens løpetid kan velge å innløse den, må fondet ha beregningssystemer som foretar en daglig verdiberegning og systemer for å sørge for at fondet har tilstrekkelig cash til oppgjør. NOS som clearer transaksjonen, stiller imidlertid marginkrav til å dekke oppgjør.

Børsen forstår det fremlagte forslag slik at fondene ved inngåelse av derivatkontrakter med finansielt oppgjør ikke trenger å begrense den potensielle markedsrisiko fondet tar ved inngåelse av en salgssposisjon. Det fondet plikter er å sørge for dekning av det finansielle oppgjør som skal foretas på det i kontrakten angitte tidspunkt. Fondet vil dermed f.eks velge å begrense markedsrisikoen ved en motgående derivatposisjon og så

i tillegg sørge for at den definerte markedsrisiko er dekket ved kontanter på oppgjørstidspunktet.

Basert på Kommisjonsanbefalingen og Kredittilsynets forslag legger Børsen til grunn at den i teorien ubegrensede markedsrisiko som fondene tillates å ta ved anvendelse av derivater med finansielt oppgjør i tilstrekkelig grad reduseres av de generelle rammer for risikoeksponering som følger av derivatforskriften, de særlige rammer som følger av fondets vedtekter og de krav som stilles til eksponeringsberegning i regelverket. Det vil bli fondets oppgave å sørge for at de systemer som anvendes til å beregne og kontrollere risiko og dekning er formålstjenelige.

Børsen mener forslaget på dette punkt er hensiktsmessig og vil effektivisere aktørenes bruk av derivater i sin porteføljeforvaltning.

2. Kravet om full dekning

I forslaget § 7 sjette ledd er det foreslått følgende regel:

"Forvaltningsselskapet må påse at kontanter eller finansielle instrumenter på avtaletidspunktet og deretter til enhver tid gir full dekning, hensyntatt blant annet løpetid, innløsningspris, markedsverdi, likviditet og sammenheng med underliggende. Kontanter og finansielle instrumenter som benyttes som dekning må være i samsvar med fondets vedtekter."

Kredittilsynet omtaler i forslaget punkt 5.3 kort anbefalingens punkt 7.5 vedrørende dekning og gir uttrykk for at tilsvarende bestemmelse som 7.5 er inntatt. Den engelske versjonen av punkt 7.5 lyder:

"Member states are recommended to require that the underlying financial instrument of financial derivative instruments, whether they provide for cash-settlement or physical delivery, as well as the financial instruments held for cover have to be compliant with the Directive and the individual investment policy of the UCITS."

Oslo Børs legger til grunn at § 7 sjette ledd er Kredittilsynets forslag til gjennomføring av 7.5, selv om dette ikke fremgår uttrykkelig. Som det fremgår er det et avvik i ordlyden i de to bestemmelse. Kredittilsynet foreslår i § 7 sjette ledd en regel som synes å regulere graden av dekning av de enkelte instrumenter i forhold til de dekningsalternativer som gis i hht § 7 annet ledd og tredje ledd.

Kommisjonsanbefalingen synes å være en mer generell regel som viser til at de instrumentene det investeres i som underliggende for derivater eller som dekning er i overensstemmelse med direktivet og fondets investeringspolitikk. Børsen ser ikke at § 7 sjette ledd kan utledes av kommisjonsanbefalingen og mener denne bestemmelse medfører innsnevring av de dekningsbestemmelser som følger av Kommisjonsanbefalingen punkt 7.1 og 7.3 samt forslaget § 7 annet og tredje ledd.

Børsen mener videre at § 7 sjette ledd står i direkte motstrid til kommisjonsanbefalingen punkt 7.3 annet ledd hvor det fremgår at for derivatkontrakter med finansielt oppgjør skal dekning foreligge på tidspunktet for "maturity/expiry or exercise date" jf punkt 1 over.

Oslo Børs mener på bakgrunn at dette at § 7 sjette ledd bør endres slik at den innholdsmessig og forutsetningsvis oppfylder kommisjonsanbefalingens 7.5, alternativt at leddet strykes da innholdet i punkt 7.5 må sies å fremgå av derivatforskriften for øvrig.

3. Dekning ved innlån av finansielle instrumenter

Oslo Børs viser til den gjennomgangen som gjøres i høringsnotatet punkt 3.2 vedrørende "uncovered sales" eller "udekket salg" i relasjon til innlånte finansielle instrumenter. Kredittilsynet viser til punkt 9 i fortalen i Kommisjonsanbefalingen av 9 april 2004 og konkluderer med at fond ikke kan dekke inn en leveringsforpliktelse ved innlån av de underliggende finansielle instrumenter. Børsen er enig i denne forståelse da et slikt innlån ikke dekker leveringsforpliktelsen, ved at fondet vil få en udekket leveringsforpliktelse overfor den part han har lånt aksjene av. Dersom fondet avtalemessig overfor utlåneren blir enig om at fondet kan velge finansielt oppgjør, slik at man i realiteten står overfor en kjøpsrett til aksjene stiller situasjonen seg imidlertid annerledes, se punkt 4 nedenfor.

4. Tolkningen av "udekket salg" og motgående derivatposisjoner

I henhold til forslaget § 7 annet ledd nr 3 og 4 kan fondet dekke en kontrakt med krav på fysisk levering av underliggende ved inngåelse av motgående kjøpsposisjon. Kredittilsynet behandler spørsmålet i notatet punkt 4.1.4 og påpeker at tilsvarende regel ikke følger av Kommisjonsforslaget, men at Kredittilsynet anser det å være i overensstemmelse med UCITS art. 42. Kredittilsynet har imidlertid i forbindelse med forslaget fremsatt enkelte bemerkninger og regelforslag som medfører noen grad av usikkerhet for hvilke posisjoner som anses å "dekke" salgsforpliktelsen ved hjelp av motgående derivatposisjon. Kredittilsynet synes i punkt 4.1.4 fjerde avsnitt å legge til grunn at det må stilles krav om full dekning av både leverings- og markedsrisiko fra avtaletidspunktet og på ethvert tidspunkt deretter, også ved anvendelse av motgående derivatposisjon til dekning av salgsforpliktelse. Oslo Børs kan ikke se at noe slikt krav følger av UCITS art. 42 eller Kommisjonsanbefalingen. Kredittilsynet synes å innfortolke en slik regel i Kommisjonsanbefalingen punkt 7.5, men børsen er som nevnt i punkt 2 ovenfor ikke enig i den forståelsen.

Oslo Børs mener i utgangspunktet at det ikke foreligger et "udekket salg" jf art 42, dersom fondet har en kjøpsposisjon som dekker den salgsposisjon fondet har påtatt seg. Dette selv i de tilfelle der fondet tar noe tapsrisiko ved den motgående derivatposisjon. Oslo Børs mener dette er i overensstemmelse med ordlyden Ucits art 42 og Kommisjonsanbefalingens fortale punkt 9. Det vises her til Kommisjonsanbefalingens fortale punkt 9 som sier: "Disse risiki [*dvs leverings og markedsrisiko*] er alltid relevante for transaksjoner hvor investeringsinstituttet tvinges til at kjøpe værdipapirer på markedet for at kunde oppfylle sine forpliktelser." Fondet tvinges ikke til å foreta en dekningstransaksjon i markedet når det har dekket seg inn ved en motgående derivatposisjon. Kommisjonsanbefalingen selv gir uttrykk for sammenhengen med formålet bak UCITS art 42, som er å forhindre at "investeringsinstitutter lider svære tab". Dersom motgående kjøpsposisjon gir fondet rett til levering av et tilsvarende antall underliggende før eller samtidig med salgsforpliktelsen er leveringsrisikoen eliminert. Dersom kjøpsposisjonen gjøres til samme eller lavere kurs vil ikke fondet ta noen markedsrisiko. I slike tilfelle må salgsposisjonen anses fullt ut dekket ved motgående kjøpsposisjon. Alle derivatkontrakter cleares gjennom NOS som dermed tar

oppgjør risikoen i transaksjonen. Dersom motgående kjøpsposisjon gjøres til høyere kurs er ikke markedsrisikoen dekket fullt ut, men den er begrenset og fondet må ikke kjøpe inn underliggende i markedet på oppgjørstidspunktet til en uviss pris. Så lenge fondet forvaltes i tråd med de risikoeksponeringsregler som gjelder og de begrensninger som ligger i fondets vedtekter, mener børsen at en slik posisjon ikke medfører risiko for "svære tab"/"heavy losses" og derfor faller utenfor det formål art. 42 har.

Dersom man, som Kredittilsynet, tar utgangspunkt i en regulering av fondets adgang til å dekke en salgssposisjon med fysisk levering med motgående kjøpsposisjon, må dette gjøres på en slik måte at det blir sammenheng i regelverket.

I prinsippet er forskjellen på derivater med fysisk oppgjør og derivater med finansielt oppgjør, at fondet i førstnevnte har en leveringsrisiko som den annen type ikke har. Markedsrisikoen for de to typer derivatkontrakter er identiske ved at den er avhengig av kursutviklingen på det underliggende instrument. Etter børsens oppfatning ville den logiske løsningen være å tillate fondene å ta den samme markedsrisiko ved anvendelse av begge typer derivater. Når fondet ved inngåelse av motgående kjøpsposisjon med fysisk levering kan eliminere leveringsrisikoen, gjenstår kun markedsrisiko som i større eller mindre grad kan være udekket. Denne markedsrisikoen bør fondet tillates å dekke etter de regler som er foreslått for derivater med finansielt oppgjør i § 7 tredje ledd. I den grad man anser eksponeringsreglene som tilstrekkelige til dekning av derivater med finansielt oppgjør, bør disse også sette tilstrekkelige rammer for den markedsrisiko som gjenstår ved ovennevnte posisjonstaking med bruk av derivater med fysisk oppgjør.

Markedsrisikoen vil teoretisk sett bli mindre ved derivater med fysisk oppgjør ved at en motgående derivatposisjon alltid vil sette et spesifisert tak, hvilket man ikke har ved derivater med finansielt oppgjør. Et eksempel illustrerer:

Fondet kan inngå avtale om å selge 1000 NHY aksjer som en terminkontrakt med finansielt oppgjør om 60 dager til kurs 475. Risikoen for kursstigning og derved tap for fondet er i teorien ubegrenset. Dersom kursen om 60 dager er steget til 480 må fondet betale motparten 5 kr pr aksje, totalt 5.000, stiger kursen til 485 er tapet 10.000.

*Dersom fondet inngår samme salgsforpliktelse med fysisk levering **må** fondet, dersom det ikke eier NHY aksjer, dekke leveringsrisikoen ved inngåelse av en motgående kjøpskontrakt. Dersom fondet inngår kjøpsposisjon med samme oppgjørstidspunkt og antall til kurs 478 vil fondet, dersom kursen stiger, ha rett til å kjøpe inn aksjer til dekning av leveringsforpliktelsen som totalt sett vil koste fondet kr 3000. Risikoen for tap er altså begrenset til kr 3000.*

Basert på ovennevnte kan ikke børsen se noen argumenter for ikke å tillate fondene å ta en predefinert markedsrisiko ved bruk av dekningsderivater for derivater med fysisk levering så fremt fondet har tilstrekkelig kontanter til å dekke markedsrisikoen ved kontraktens utløp/oppgjør eller forfall, hvilket tilsvarer regelen for derivater med finansielt oppgjør.

5. Anvendelsen av reglene for derivatkontrakter med fysisk oppgjør

I henhold til forslaget § 7 annet ledd gjelder de der nevnte dekningsregler "[d]ersom solgt termin eller solgt kjøpsopsjon har fysisk oppgjør". I henhold til Kommisjonsanbefalingen heter det i punkt 7.1:

When the financial derivative instrument provides for, either automatically or at the counterpart's choice, physical delivery of the underlying instrument on maturity or exercise, and provided that physical delivery in common practice on the considered instrument...." (vår utheving)

For en rekke av de standardiserte derivatkontraktene som tilbys av Oslo Børs foreligger det etter kontraktens ordlyd rett til fysisk oppgjør. Markedspraksis tilsier imidlertid i svært mange tilfelle at kontraktene gjøres opp finansielt. Det synes å være nettopp slike situasjoner Kommisjonsanbefalingen tar sikte på med ovennevnte uttalelse. I slike situasjoner synes Kommisjonsanbefalingen å medføre at reglene om finansielt oppgjør skal komme til anvendelse.

Oslo Børs kan ikke se at utelatelsen av denne svært viktige nyanse er kommentert eller vurdert av Kredittilsynet og ber om at den innarbeides i § 7 annet ledd.

6. Avsluttende bemerkninger

Etter børsens oppfatning medfører de foreslåtte endringer en utvikling i riktig retning, dersom man mener anvendelse av derivater for fond kan medføre en mer effektiv porteføljeforvaltning. Børsen mener imidlertid det er viktig å innføre regler som står i sammenheng til hverandre tatt de underliggende faktiske forhold i betraktning. Etter børsens oppfatning må det derfor i henhold til ovennevnte gjøres enkelte justeringer i det forslaget som er kommet fra Kredittilsynet. Børsen bidrar gjerne til ytterligere oppklaring, og eventuelle spørsmål i anledning ovennevnte kan rettes til undertegnede.

Med hilsen
OSLO BØRS ASA



Cecilie Grue Ruud
Advokat