

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 OSLO

Oslo, 11. november 2008

Vår ref.:2007/00312 – FJA/AJH

Forskrift om verdipapirfonds utlån av finansielle instrumenter

1. Innledning

Vi viser til FNHs tidligere brev av 11.03.03 og 04.03.04 der vi tok til orde for å endre forskrift 06.01.03 nr 9 om verdipapirfonds utlån av finansielle instrumenter. Etter forskriften § 3 siste ledd kan et forvaltningsselskap ikke låne ut mer enn 5 prosent av fondets eiendeler til samme mellommann eller motpart. Denne begrensningen kommer imidlertid ikke til anvendelse for oppgjørssentraler.

Den nevnte begrensningen skaper flere praktiske og økonomiske problemer for verdipapirfond som ønsker å utnytte adgangen etter verdipapirfondloven til utlån av verdipapirer for å øke avkastningen i norske verdipapirfond, slik at norske fond kan konkurrere med utenlandske, og slik at andelseierne kan nyte godt av en høyere avkastning enn de ellers ville hatt.

Det vises også til et møte om denne saken med departementet høsten 2005.

Vi gjør nå en ny henvendelse til departementet med sikte at departementet forhåpentligvis snart kan justere forskriften på dette punktet. Også Verdipapirfondenes forening (VFF) har på vegne av sine medlemmer engasjert seg i denne problemstillingen. Dette brevet er således et fellesbrev fra Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) og VFF.

2. Hensyn som bør være styrende for reguleringen – behovet for regelendringer

Utlån av finansielle instrumenter er et middel verdipapirfond kan benytte til å øke avkastningen. Av forskriften § 2 fremgår det at:

"Utlån skal være i andelseierens interesse med det formål at det skal gi andelseierne høyere risikojustert avkastning".

Utlån av finansielle instrumenter vil være svært aktuelt for verdipapirfond med en forholdsvis passiv investeringsstrategi (indeksfond). For rene indeksfond vil inntekter fra utlån faktisk være den eneste måten å skape tilleggsavkastning på, utover markedsavkastningen. Utlån er således en forutsetning for at fondene skal kunne gi sine kunder en tilsvarende avkastning som indeksene etter at forvaltningshonoraret er trukket i fra. Selv små netto inntektsbidrag fra verdipapirutlån vil over tid kunne utgjøre en merkbar tilleggsavkastning i fondene.

Også for aktiv forvaltende fond vil utlån av finansielle instrumenter være aktuelt, fordi også disse fondene normalt vil ha en del langsiktige plasseringer, og for øvrig også vil kunne låne ut papirer for kortere tid.

Internasjonalt antas det gjerne at et globalt aksjefond kan oppnå 0,1 – 0,15 prosentpoengs høyere årlig avkastning gjennom å låne ut finansielle instrumenter. Aksjefond som kun investerer i norske aksjer og som organiserer utlån gjennom oppgjørssentral (VPS Clearing), har oppnådd en vesentlig høyere tilleggsavkastning enn dette.

For at utlån av finansielle instrumenter fra verdipapirfond skal være kommersielt interessant, er det vesentlig at kostnadene ved utlånsvirksomheten holdes på et lavest mulig nivå. Vinningen går raskt opp i spinningen dersom administrasjonen av utlånsordninger medfører vesentlige merkostnader.

Administrasjon av avtaler om utlån innebærer en del aktiviteter som genererer kostnader ved etablering og drift av utlånsavtaler, som vil påløpe for hver motpart fondet har avtale med. Det er behov for "skreddersøm" tilpasset den enkelte motpart. Dette gjelder:

- Etableringskostnader knyttet til avtaleinngåelse, f.eks. undersøkelser og forhandlinger knyttet til økonomiske vilkår, tekniske løsninger og juridiske forhold
- Utviklingskostnader knyttet til porteføljesystemet som benyttes for fondet, f.eks. utvikling/tilpassing av funksjonalitet for å holde oversikt over utlånte papirer, beregning av sikkerheter, og hensyntagen til utbyttebetalinger og andre såkalte corporate actions i utlånsperioden.
- Løpende driftskostnader knyttet til håndtering, bokføring inkl. avstemming av bevegelser av verdipapirer, sikkerheter og godtgjørelse fra motparter.

En høy grad av automatiserte løsninger basert på elektronisk kommunikasjon og forhåndsdefinerte handlingsregler internt hos fondsforvaltningsselskapet og i avtalen med utlånsmotpartene, er viktig for å holde de løpende driftskostnadene nede. Dette gjør at utviklingskostnadene ved etablering av den enkelte utlånsordning raskt blir vesentlige. For at investeringen knyttet til utvikling skal være lønnsom, krever dette at ordningen får et betydelig volum. Utlånsvolumet vil imidlertid til en hver tid avhenge av etterspørsel og tilbud i markedet, og derfor være utenfor forvaltningsselskapets kontroll. Med vesentlige etableringskostnader og usikkerhet knyttet til volumet av utlån, sier det seg selv at det ikke vil være regningsvarende å sette opp utlånsordninger med mange motparter. Kravet om at et verdipapirfond maksimalt kan låne ut 5 prosent av sine finansielle instrumenter gjennom samme mellommann (som ikke er norsk oppgjørssentral) er derfor i praksis ødeleggende for norske verdipapirfonds utlån av internasjonale verdipapirer.

For verdipapirfond som bare investerer i norske papirer, vil det kun være rasjonelt å benytte oppgjørssentral som mellommann. Skulle man alternativt benyttet inntil 10 verdipapirforetak som mellommenn (slik forskriften stiller krav om, dersom man skulle låne ut inntil 50 prosent av porteføljen), vil lønnsomheten i prosjektet forsvinne. Etter vårt skjønn er det også prinsipielt sett betenkelig at denne bestemmelsen i praksis gjør det umulig for solide norske verdipapirforetak å konkurrere med norske oppgjørssentraler i dette innenlandske markedet, jf. nærmere drøfting av dette under.

For norskregistrerte fond som investerer utenfor Norge, innebærer kravet om å låne ut maksimalt 5 prosent gjennom samme mellommann en betydelig konkurranseulempe sammenlignet med utenlandsregistrerte fond og fondsselskaper. For norsk fondsbransje er dette den mest uheldige side

ved bestemmelsen. Ett av medlemsselskapene i Verdipapirfondenes forening gikk for en tid tilbake glipp av en stor tegning i et av sine internasjonale indeksfond fordi kunden etter nærmere øyesyn valgte et utenlandsregistrert fond som kunne drive en kostnadseffektiv og rasjonell utlånsvirksomhet, og på den måten stille kundene en høyere avkastning i utsikt.

Vi finner også grunn til å påpeke at utformingen av regelverket bidrar til at indeksfond i mindre grad enn hva som ellers kunne vært forventet, blir tilbudt og etterspurt i det norske fondsmarkedet. Den ulempen norske fond har med å skape tilleggsavkastning gjennom å foreta utlån i et tilstrekkelig omfang, på en effektiv måte, gjør at indeksfond etablert her til lands har vansker med å levere det som kunder ønsker og forventer av et indeksfond – nemlig avkastning tilsvarende indeksen etter at det er tatt hensyn til kostnader.

Vi legger til grunn at et godt fungerende regelverk for utlån fra verdipapirfond vil bidra til å:

- redusere transaksjonskostnader
- fjerne hindringer som holder produkter og aktører ute fra markedene
- gi norske aktører adgang til å delta i markedet for utlån av norske finansielle instrumenter på lik linje med andre aktører

Det er en utbredt oppfatning i markedet at det vesentligste av volumet i utlån og innlån av norske finansielle instrumenter skjer mellom internasjonale aktører, særlig ved utlån fra utenlandske fond til utenlandske investorer. Det er gjerne utenlandske aktører som formidler slike utlån. Vi er av den oppfatning at norske verdipapirforetak, særlig banker som depotmottakere, som følge av den nevnte 5 prosentbegrensningen i regelverket, effektivt blir forhindret fra å delta i dette markedet. Volum er nemlig, som nevnt ovenfor, helt avgjørende for at slik utlånsvirksomhet skal bli regningssvarende, og for at norske foretak kan oppnå konkurranseevne.

Regelverket bør endres slik at norske verdipapirfond kan tilby et større volum av finansielle instrumenter til utlån og at dette kan skje gjennom norske verdipapirforetak. Det bør være et hovedhensyn at regelverket bidrar til å etablere et velfungerende marked for utlån av finansielle instrumenter fra norske verdipapirfond, og med formidlere, altså verdipapirforetak, etablert i Norge.

3. Formidling av verdipapirer gjennom norske verdipapirforetak – regelverket

Etter forskriften § 3 er det et krav om å bruke mellommenn, verdipapirforetak og oppgjørssentral, ved utlån av finansielle instrumenter fra et verdipapirfond. Bestemmelsen følger direkte av verdipapirfondloven § 4-12. Vi er innforstått med at det er betryggende at utlån av finansielle instrumenter må skje gjennom en profesjonell mellommann med konsesjon til å drive slik virksomhet. Imidlertid stiller vi oss uforstående til at det er et saklig grunnlag for den forskjellsbehandlingen av verdipapirforetak og oppgjørssentraler - som regelverket legger opp til.

Ved utlån i sin alminnelighet kan et verdipapirforetak opptre i eget navn eller som en ren formidler, der utlåner (fondet) godkjenner den annen part (innlåner eller låntaker av papirene). I praksis opptrer alltid verdipapirforetakene i eget navn. Etter forskriften § 3 annet ledd må slike låneavtaler inngås med verdipapirforetaket. Det innebærer da at det er verdipapirforetaket som står som motpart overfor så vel utlåner (fondet) som innlåner (låntaker). Følgelig er det verdipapirforetaket som er oppgjørsansvarlig overfor verdipapirfondet (forvaltningsselskapet) som utlåner, jf. verdipapirhandelloven § 12-1.



Dersom et verdipapirfond skulle ønske å låne ut maksimalt inntil 50 prosent av sine eiendeler, slik forskriften § 4 første ledd åpner for, må fondet fordele utlånene på 10 verdipapirforetak som mellommenn. De inntektene som et slikt utlån vil gi opphav til, er så begrenset at en dette ikke vil være regningsvarende, jf. ovenfor. Det betyr for alle praktiske formål at norske verdipapirfond og norske verdipapirforetak utestenges fra å delta i denne utlånsaktiviteten.

Verdpapirfondet er i tilfelle henvist til å formidle utlånene av papirer gjennom en oppgjørssentral, dvs. Oslo Clearing ASA som på denne måten får en monopolstilling pga. forskjellene i rammebetingelser. I andre tilfeller enn utlån gjennom Oslo Clearing ASA, vil det være et verdipapirforetak, gjerne en bank, som har kundekontakten og som vil formidle papirene videre til de endelige innlånerne (sluttkundene) av papirene. På den måten blir oppgjørssentralen et fordyrende mellomledd i aktiviteten, og norske verdipapirforetak vil tape konkurranseevne sammenlignet med utenlandske aktører som ikke behøver å benytte seg av en oppgjørssentral som mellomledd.

4. Vurdering av motpartsrisiko

Som nevnt under pkt. 3 ovenfor har verdipapirforetaket ansvar for oppfyllelse av ordre det har utført, jf verdipapirhandelloven § 12-1, dersom de utlånte finansielle instrumenter ikke leveres tilbake.

Når verdipapirforetak låner ut finansielle instrumenter, stiller innlåner sikkerhet overfor verdipapirforetaket i samsvar med kravene i verdipapirhandelloven § 10-5.

"Ved formidling av avtaler om lån av finansielle instrumenter skal verdipapirforetaket påse at det stilles betryggende sikkerhet for lånet. Sikkerheten skal minst tilsvare instrumentenes markedsverdi til enhver tid, med tillegg av marginsikkerhetskrav etter nærmere regler fastsatt av departementet."

Sikkerheten kan variere fra utlån til utlån, basert på en risikovurdering der innlåners soliditet samt volatiliteten og likviditeten i de lånte og sikkerhetsstilte finansielle instrumenter tillegges vekt. Sikkerheten som stilles, skal etter marginforskriften aldri være lavere enn 105 % av verdien av de utlånte finansielle instrumentene. Sikkerheten kan bestå av kontanter, verdipapirer eller garantier. Verdipapirforetakene må i praksis kontrollere sikkerhetsnivåene minst daglig.

Som formidler av utlån er det verdipapirforetaket som godkjenner låntakere, og som påser at det stilles betryggende sikkerhet for hvert enkelt lån. Dette ansvaret påhviler ikke verdipapirfondet som utlåner.

Fondet kan kreve at verdipapirforetaket gjør opp så vel med hensyn til de utlånte finansielle instrumenter som den avtalte rente, og dermed holde fondet skadesløs. Fondet fritas følgelig for direkte motpartsrisiko på låntaker. Motparten blir et verdipapirforetak som har konsesjon etter verdipapirhandelloven § 9-1.

Som FNH påpeker i brev til Finansdepartementet av 4. mars 2003, oppstiller verdipapirhandelloven krav til kapitaldekning, forsikringsdekning m.v. som bør fungere som relevante momenter i den sikkerhetsvurdering som skal foretas. Videre er det vår påstand at verdipapirfond i praksis bare vil låne ut finansielle instrumenter til større og seriøse verdipapirforetak, og at dette reduserer motpartsisikoen ytterligere:

- For det første er det i (forvaltningsselskapene for) fondenes egeninteresse å gjøre en vurdering av om det er forsvarlig å låne ut de aktuelle papirene til vedkommende verdipapirforetak. Det vil skje en vurdering av den sikkerhet som verdipapirforetaket vil stille overfor fondet, men også en



vurdering av kontraktsmotparten (verdpapirforetaket) som sådan. Dette er også i tråd med hvordan verdipapirfond opererer ved ordinær omsetting av verdipapirer.

- For det annet, dersom utlånstransaksjonen skal være lønnsom, og altså oppnå formålet slik dette fremkommer av forskriften § 2, må utlånene gjelde store volum. Ved mindre volum vil administrasjon av ordningen spise opp marginene. Større volum på utlånene forutsetter plasseringsevne hos verdipapirforetaket eller oppgjørssentralen. Det vil i realiteten være evnen til å plassere større og langsiktige ordrer som avgjør hvilke formidlere som er mest konkurransekraftige. Det vil bare være de store og seriøse aktørene, med et betydelig (også internasjonalt) kontaktnett som har stor plasseringsevne, og som derfor vil konkurrere om innlån fra verdipapirfondene.

5. Forholdet til motpartsrisiko ved bruk av oppgjørssentraler, konklusjoner

Når 5 % begrensningen ble opphevet for oppgjørssentraler, innebar dette en forskjellsbehandling av verdipapirforetak sammenlignet med oppgjørssentraler. Etter gjennomgangen under punkt 4 av motpartsrisiko ved utlån fra fond gjennom verdipapirforetak, har vi vanskelig for å se at det foreligger omstendigheter som saklig kan begrunne denne forskjellsbehandlingen.

Fra verdipapirfondene kan det tvert imot hevdes at risikoen er mindre ved utlån gjennom verdipapirforetak, da de verdipapirforetakene som har plasseringsevne internasjonalt må sies å være minst like solide som oppgjørssentralene, herunder Oslo Clearing ASA, og de clearingsmedlemmer som garanterer for oppfyllelsen. Vi minner igjen om at verdipapirforetakene etter regelverket skal ha sikkerhet for utlånene som skal overstige verdien av de utlånte verdipapirene med en margin. Denne verddivurderingen skal skje daglig.

Vi minner også om at verdipapirforetakene har en alminnelig adgang til å formidle utlån av finansielle instrumenter på vegne av sine kunder. Denne adgangen er heller ikke begrenset til å omfatte bare profesjonelle kunder. Vi antar at dette grunner seg i det forhold at regelverket for sikkerhetsstillelse, både hva form og innhold angår, anses å være tilstrekkelig for å ivareta investorers behov for trygghet for å få de utlånte instrumentene tilbake. Dersom dette er tilfelle for vanlige ikke-profesjonelle investorer, må det også holde for verdipapirfond som er å anse som profesjonelle investorer og må i enda større grad anses å kunne ivareta sine (andelseiernes) interesser. Dersom et verdipapirforetak skulle gå konkurs (i tilfelle med bank: satt under offentlig administrasjon), antar vi at utlåner, dvs. verdipapirfondene her, vil ha en separatistrett overfor boet, i de utlånte instrumentene, eventuelt de sikkerhetene som låntaker har stilt. Fondet vil altså ha sine utlånte midler i behold selv om verdipapirforetaket skulle gå overende.

Etter vårt skjønn skulle det ikke være behov for å fastsette et nytt, særskilt regelverk om sikkerhetsstillelse i forbindelse med utlån av finansielle instrumenter fra verdipapirfond. Det eksisterende regelverket forankret i verdipapirhandelloven med tilhørende forskrift, dekker behovene. Det er kun behov for å endre lånegrensene pr. verdipapirforetak, som typisk vil være en bank. Man benytter standardiserte låneavtaler, jf. verdipapirhandelloven § 10-5 tredje ledd, og er fortrolig med bruk av disse avtalene. Det gir mange fordeler å kunne benytte seg av eksisterende regelverk, avtaler og rutiner.

Etter vårt syn er det naturlige utfall av evalueringen av forskriften § 3 fjerde ledd, at 5 % begrensningen oppheves, eller som et minimum heves vesentlig.



Vi finner også grunn til å vise til at det i både Danmark og Sverige er etablert langt mer liberale regler for fonds utlånsadgang, og at det ikke i noen av disse landene sondres mellom verdipapirforetak og clearingsentral. Etter de svenske reglene kan et verdipapirfond låne ut papirer inntil 20 prosent av fondsformuen. Det stilles krav om at sikkerhetene må være i samsvar med de vilkårene som er sedvanlige for markedet. Utlånene kan gis til enten en clearingorganisasjon eller et värdepappersinstitut (verdipapirforetak). Det vises til Finansinspektionens forskrifter om investeringsfonder, FFFS 2004:2, 12 kap §§ 9 – 11. De danske reglene om verdipapirutlån finnes i bekjentgjørelse om investeringsforeningers osv. anvendelse av avledede finansielle instrumenter, nr 213 av 01.04.2008, nærmere bestemt § 27. Ifølge denne bestemmelsen må foreninger som utfører verdipapirutlån sikre seg at det foreligger tilstrekkelig garanti eller annen sikkerhet for de utlånte papirene og de øvrige tilgodehavender som følger av lånevilkårene. Således ser vi at de norske reglene skiller seg ganske klart ut fra både de svenske og danske reglene. Også en sammenligning med våre nærmeste nordiske naboland tilsier derfor en revisjon av det norske regelverket.

Avslutningsvis viser vi til at VFF i et brev til departementet datert 8. september i år, har anmodet om at det etableres et bredt sammensatt lovutvalg som gis i mandat å utrede sentrale utviklingstrekk i det norske verdipapirfondsmarkedet, og som kan foreslå nødvendige moderniseringer og oppdateringer i dagens verdipapirfondlov. Et slikt lovutvalg bør naturlig også gjennomgå lovbestemmelsene knyttet til verdipapirfonds adgang til å låne ut verdipapirer, jf verdipapirfondloven § 4-12. En slik gjennomgang vil gi grunnlag for å bringe det norske regelverket mer i samsvar med internasjonal praksis på dette området. Dette vil imidlertid være et mer langsiktig løp. I første omgang er det etter vår vurdering viktig at departementet endrer utlånsforskriften i tråd med vår anbefaling.

Vennlig hilsen

Stein Sjølie

Direktør

Finansnæringens Hovedorganisasjon

Bernt S. Zakariassen

Direktør

Verdpapirfondenes forening