



# VFF

VERDIPAPIRFONDENES  
FORENING

## **Bransjeanbefaling for medlemmene i Verdipapirfondenes forening**

### **Praktisering av investeringsbegrensningene**

---

(Fastsatt av styret i Verdipapirfondenes forening 20. juni 2002. Revidert 12. september 2012.  
Redaksjonelle oppdateringer 22. august 2019)

## 1. Formell status og ikrafttredelse

Verdipapirfondenes forening fastsetter to typer bransjenormer; anbefalinger og standarder. Bransjestandarder, som vedtas av foreningens generalforsamling, er medlemselskapene forpliktet til å følge. Bransjeanbefalinger vedtas av foreningens styre og er ikke forpliktende, men representerer veiledning og råd på utvalgte områder.

Denne bransjeanbefalingen trer i kraft 20.6.2002.

## 2. Lovmessig bakgrunn

### 2.1 Generelt

Verdipapirfondloven har to ulike sett av plasseringsbegrensninger. I lovens § 6-9 er begrensningene relatert til hvor stor andel av finansielle instrumenter utstedt fra samme utsteder et fond kan eie, mens begrensningene i § 6-6 er relatert til andelen av finansielle instrumenter utstedt av samme utsteder sett i forhold til fondets eiendeler (diversifiseringsbestemmelsene). Denne bransjeanbefalingen berører investeringsbegrensningene etter § 6-6.

### 2.2 Tidligere plasseringsbegrensninger

Gjeldende diversifiseringsbestemmelser i verdipapirfondloven § 6-6 (tidligere § 4-8) ble innført ved revisjonen av verdipapirfondloven i 1993. Bestemmelsene ble beholdt uendret i forbindelse med lovrevisjonen i 2001, og ble i all hovedsak videreført i gjeldende verdipapirfondlov. I Ot.prp. nr. 15 (1993-94) side 39 ble det uttalt følgende om bakgrunnen for endringene):

*”I gjeldende § 4-6 er rammene for plasseringer i verdipapirer utstedt av ett selskap knyttet til kjøpstidspunktet for verdipapirene. Dette er foreslått endret slik at rammene til enhver tid skal være tilfredsstillende. Dette medfører at dersom fondet på grunn av kursvariasjoner, oppkjøp, innløsning av andeler eller lignende overskrider investeringsgrensen, må det så raskt som mulig selge seg ned i det aktuelle verdipapir slik at porteføljen samsvarer med investeringsgrensen. Departementet legger til grunn at det bør tas hensyn til andelseiernes interesser ved vurderingen av hvor raskt fondet er forpliktet til å selge seg ned.”*

Som det fremgår av uttalelsen gjelder diversifiseringsbestemmelsene fondets plasseringer til enhver tid, uten hensyn til hvorledes eventuelle skjevheter er oppstått.

### 2.3 Gjeldende bestemmelser

Verdipapirfondloven § 6-6 fastsetter altså grenser for et verdipapirfonds plasseringer i finansielle instrumenter utstedt av samme selskap sett i forhold til fondets eiendeler. Annet ledd i denne bestemmelsen lyder som følger:

*«Verdipapirfondets plasseringer i finansielle instrumenter kan overfor samme utsteder ikke overstige:*

- 1. 5 prosent av fondets eiendeler, eller*
- 2. 10 prosent av fondets eiendeler dersom den samlede verdi av plasseringer som nevnt i dette punktum ikke overstiger 40 prosent av fondets eiendeler, eller*
- 3. 35 prosent av fondets eiendeler der omsettelige verdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter er utstedt eller garantert av en EØS-stat, en EØS-stats lokale offentlige myndigheter, et tredjeland eller av en offentlig internasjonal organisasjon der EØS-stat deltar, eller*

4. 25 prosent av fondets eiendeler der de finansielle instrumentene er obligasjoner med fortrinnsrett etter finansieringsvirksomhetsloven kapittel 2 avsnitt IV eller tilsvarende utenlandske obligasjoner utstedt av foretak hjemmehørende i en EØS-stat. Dersom fondet plasserer mer enn 5 prosent av sine eiendeler i obligasjoner som nevnt i foregående punktum, utstedt av samme foretak, kan samlet plassering i slike obligasjoner ikke overstige 80 prosent av fondets midler.»

## 2.4 EØS-forpliktelser

Etter UCITS-direktivet (2009/65/EU) artikkel 52 nr. 1, kan et investeringsforetak ikke investere mer enn 5 % av sine aktiva i verdipapirer fra samme utsteder. Grensen kan forhøyes til 10 % dersom summen av disse plasseringene ikke overstiger 40 % av fondets forvaltningskapital. Begrensningene gjelder til enhver tid, og ikke kun ved erverv., jf. artikkel 52 nr. 2:

*«Dersom grensene nevnt i nr.1 (alle plasseringsbegrensningene) overskrides på grunn av forhold som investeringsforetaket ikke har herredømme over, eller som følge av at det benytter sin tegningsrett, skal investeringsforetaket i sine salgstransaksjoner ha som fremste mål å rette på denne situasjonen, idet det tas hensyn til andelseiernes interesser.»*

Det må kunne legges til grunn at både kursendringer og store innløsningskrav må anses som «forhold som investeringsforetaket ikke har herredømme over». EØS-forpliktelsene vil derfor ikke være til hinder for overskridelse av plasseringsgrensene og senere nedsalg i tilfellene som nevnt.

## 3. Vurdering

Verdipapirfondloven har hatt bestemmelser som begrenser hvor stor andel en plassering kan utgjøre av fondets eiendeler siden loven første gang ble vedtatt i 1981. Det fremgår av Ot.prp. nr. 15 (1993-94) at verdipapirfondlovens plasseringsbegrensninger ble endret for å bli i samsvar med UCITS-direktivet. I proposisjonen forutsetter departementet at grensene kan overskrides og at nedsalg da skal foretas under hensyntaken til andelseiernes interesser. Denne uttalelsen ser ut til å reflektere den særskilte bestemmelsen om overskridelse og nedsalg i direktivets artikkel 52, jf. over.

På bakgrunn av blant annet forarbeidsuttalelsene er verdipapirfondloven § 6-6 således ikke til hinder for at plasseringsbegrensningene i særlige situasjoner kan overskrides. Forutsetningen for at overskridelser kan aksepteres er imidlertid at dette skjer som følge av forhold som forvaltningsselskapet «ikke har herredømme over». Følgende to forhold er eksempler på slike situasjoner:

- Et forvaltningsselskap kan for det første vanskelig kunne sies å ha herredømme over kursutviklingen i markedet. Forvaltningsselskapets oppgave er å skaffe andelseierne størst mulig avkastning/kursøkning (til gitt risiko). Et forvaltningsselskap vil derfor plassere fondets midler i verdipapirer som det ut fra subjektive vurderinger forventer vil få en sterkere kursoppgang enn for andre papirer. Særlig for fond som har en investeringsstrategi som er begrenset i forhold til antall verdipapirer, vil dette kunne medføre plasseringer helt opp mot grensene i § 6-6 eller andre fastsatte grenser som det er samtykket til. En forventning om kursoppgang kan bygge på analyser og annet erfaringsmateriale, men kan vanskelig sies å være et forhold forvaltningsselskapet «har herredømme over». Overskridelse av plasseringsbestemmelsene som følge av kursendringer kan skje enten som følge av at kursen

på ett verdipapir øker forholdsmessig mer enn de øvrige verdipapirene i porteføljen, eller ved at kursen på ett verdipapir synker mindre enn de øvrige verdipapirene.

- Investeringsgrensene vil videre kunne overskrides dersom det skjer fusjoner mellom selskaper som fondet er investert i, da også dette må sies å være et forhold som forvaltningsselskapet ikke har kontroll over.

I lovforarbeidene nevnes at også store innløsningskrav kan føre til at investeringsbegrensningene kan overskrides. Prinsipielt bør imidlertid netto innløsninger på marginen alltid møtes med et tilstrekkelig forholdsmessig nedsalg i porteføljen slik at gjenværende andelseiere ikke blir skadelidende. I denne forbindelse vises det til foreningens bransjestandard for rutiner ved tegning og innløsning av fondsandeler.

Uansett må det legges til grunn at det kun vil være i de situasjoner hvor nedsalget som følge av netto innløsninger sammenfaller med sterkt svekket likviditet i markedet, (jf. avsnittet nedenfor) at det vil være akseptabelt at investeringsgrensene brytes.

Normalt vil det være enkelt å få solgt seg ned når behovet for nedsalg skyldes økning i kursen på ett eller flere verdipapirer. I slike situasjoner vil likviditeten i det angjeldende papiret vanligvis være god, slik at nedsalget kan skje uten at markedsprisingen av papiret påvirkes i nevneverdig omfang. Det samme gjelder normalt også der nedsalg foretas som følge av at kursen på et enkelt papir synker mindre enn de øvrige papirene som inngår i fondets plasseringer. I slike tilfeller antas det likevel at kursendringene noe oftere vil sammenfalle med sterkt svekket likviditet i markedet.

Ut fra andelseiernes interesser er det i de situasjoner hvor likviditeten i det angjeldende papiret er så svekket at nedsalg kan være vanskelig å gjennomføre uten at markedsprisingen påvirkes i for stor grad, således rom for at nedsalg ikke må foretas umiddelbart, jf. forutsetningen i lovforarbeidene om at forvaltningsselskapet skal ta hensyn til andelseiernes interesser ved vurderingen av hvor raskt fondet er forpliktet til å selge seg ned. Dersom slike situasjoner oppstår må forvaltningsselskapet løpende og skriftlig dokumentere de begrunnelser som ligger til grunn for beslutningen om utsatt nedsalg. Dokumentasjonen bør oppbevares slik at den lett kan stilles tilgjengelig dersom Finanstilsynet skulle anmode om dette.

Ved investeringer helt opp mot de investeringsgrenser som er satt for fondet, enten disse er i henhold til § 6-6 eller det er samtykket til utvidede grenser, påhviler det forvaltningsselskapet en særlig aktsomhetsplikt når det gjelder å holde oversikt over markedsutviklingen i porteføljen og nettotegningen som skjer i fondet<sup>1</sup>. Forvaltningsselskapet bør ha rutiner og kontroll med dette som innebærer at det kan reageres raskt dersom investeringsgrensene brytes. Prinsipielt vil det kun være etter at forvaltningsselskapet har fullstendig oversikt over nettotegningen i fondet at man med sikkerhet kan vite hvorvidt investeringene på et gitt tidspunkt er innenfor plasseringsgrensene. Forvaltningsselskapets subjektive ansvar for å påse at investeringsgrensene overholdes, innebærer derfor at en bør være varsom med å være investert opp mot maksimalgrensene dersom en ikke har tilstrekkelig oversikt og kontroll med porteføljeutviklingen og nettotegningen gjennom dagen.

I henhold til foreningens bransjestandard for rutiner ved tegning og innløsning skal tegnings- og innløsningsfristen være fastsatt i rimelig tid før fondets kursfastsettningstidspunkt.

---

<sup>1</sup> Det vises til verdipapirfondforskriften § 2-15 (3) som krever at forvaltningsselskapet skal ha på plass hensiktsmessige prosedyrer for å måle likviditetsrisikoen i fondet og sikre at andelseiernes innløsningsrett kan oppfylles til enhver tid.

Begrunnelsen for dette er at forvaltningsselskapet skal ha tilstrekkelig tid til å foreta de verdipapirhandler som nettotegningen i fondet tilsier, herunder tilstrekkelig tid til å foreta verdipapirhandler for å bringe investeringene innenfor de plasseringsgrenser som gjelder. Dette innebærer at forvaltningsselskapet i perioden etter tegningsfristens utløp normalt bør ha gjennomført de nødvendige verdipapirhandler slik at plasseringene på kursfastsettingstidspunktet er brakt innenfor plasseringsbegrensningene.

Ved plasseringer opp mot de investeringsgrenser som er satt for fondet, vil det i praksis være umulig å gardere seg med 100 prosent sikkerhet mot at grensene ikke overskrides ved kursfastsettingstidspunktet, jf. at det for eksempel kan skje kursbevegelser like forut for dette tidspunktet som forvaltningsselskapet ikke rekker å ta hensyn til gjennom sine verdipapirhandler. I slike tilfeller må forvaltningsselskapet senest virkedagen etter gjennomføre det nødvendige nedsalget slik at investeringene igjen bringes innenfor de fastsatte grensene.

#### **4. Rapportering av overskridelser**

I henhold til Finanstilsynets kvartalsoppgave for forvaltningsselskap for verdipapirfond skal forvaltningsselskapet for hvert verdipapirfond det forvalter blant annet rapportere eventuelle overskridelser av vedtektsfestede og/eller lovpålagte plasseringsbegrensninger. For å sikre en ensartet rapportering fra forvaltningsselskapenes side legges det til grunn at det kun er overskridelser på kursfastsettingstidspunktet som skal rapporteres.

Overskridelser som skjer forut for kursfastsettingen, for eksempel som følge av kursbevegelser, men hvor dette møtes med at forvaltningsselskapet gjennomfører nødvendige verdipapirhandler slik at investeringene på kursfastsettingstidspunktet igjen er brakt innenfor plasseringsgrensene, er dermed ikke å anse som rapporteringspliktige brudd.

#### **5. Anbefalt praksis**

I tilknytning til praktiseringen av investeringsbegrensningene som gjelder for verdipapirfond – enten disse følger av verdipapirfondloven § 6-6 eller andre investeringsgrenser som følger av vedtektene – anbefales medlemmene i Verdipapirfondenes forening å legge til grunn følgende praksis:

- Investeringer helt opp mot de plasseringsgrenser som er fastsatt for fondet forutsetter at forvaltningsselskapet har rutiner og kontroll som innebærer at det holdes god oversikt over markedsutviklingen i porteføljen samt nettotegningen som skjer i fondet.
- Investeringsgrensene kan overskrides dersom dette skyldes forhold som forvaltningsselskapet ikke har herredømme over. Dersom dette inntreffer skal det i normaltilfellene umiddelbart og senest virkedagen etter gjennomføres nedsalg som bringer plasseringen innenfor den fastsatte grensen.
- Dersom det i særlige tilfeller vurderes slik at det ikke vil være i andelseiernes interesse å gjennomføre nedsalget umiddelbart, i første rekke som følge av at likviditeten i det angjeldende papiret er så svekket at nedsalget ikke kan skje uten at markedsprisingen påvirkes i for stor grad, kan nedsalget utsettes så lenge situasjonen tilsier det. Ved slikt "utsatt" nedsalg må forvaltningsselskapet løpende og skriftlig dokumentere de begrunnelser som ligger til grunn for denne beslutningen. Dokumentasjonen bør oppbevares slik at den lett kan stilles tilgjengelig dersom Finanstilsynet skulle anmode om dette.

- Ved rapportering til Finanstilsynet er det kun overskridelser av plasseringsgrensene på kursfastsettingstidspunktet som skal rapporteres.