

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 oslo

Oslo, 23. januar 2017

Behov for endring i forskrift til verdipapirfondloven om teknikker for effektiv porteføljevaltning

Finansdepartementet fastsatte 28. juni 2016 endringer i forskrift til verdipapirfondloven om teknikker for effektiv porteføljevaltning (EPF-teknikker) med ikrafttredelse 1. juli 2016. De endringene som ble innført var basert på et høringsnotat fra Finanstilsynet, datert 2. september 2013.

Finansdepartementet hadde i brev 22. februar 2012 bedt Finanstilsynet om å vurdere behovet for endringer bl.a. i reglene for utlån av verdipapirfondets midler. Verdipapirfondenes forening deltok i Finanstilsynets arbeidsgruppe i forbindelse med utformingen av det ovennevnte høringsnotatet.

Hovedbegrunnelsen for forskriftsendringene er at de tidligere reglene om utlån av finansielle instrumenter ikke var i tråd med hvordan lånemarkedet fungerer i praksis. For det første kunne ikke verdipapirfond inngå avtaler med utlån med verdipapirforetak som låner instrumentene for egen regning. For det andre var det alt for liten andel av fondets midler som kunne lånes ut gjennom ett og samme verdipapirforetak. Disse begrensningene ble henholdsvis opphevet og lempet på.

Generelt er vi tilfreds med at det nye regelverket for EPF-teknikker nå er tilpasset EUs bestemmelser om EPF-teknikker, slik at norske verdipapirfond kan låne ut verdipapirer på lik linje med fond fra andre land.

I regelverket videreføres bestemmelsen om at forvaltningsselskapet ikke kan låne ut mer enn 50 prosent av fondets eiendeler og bestemmelsen er dessuten utvidet til å gjelde også ved bruk av andre EPF-teknikker (i første rekke gjenkjøpsavtaler). Formålet med dette brevet er å gjøre departementet oppmerksom på at dette har gitt uheldige konsekvenser for enkelte spesialfond, ettersom bestemmelsen gjelder alle verdipapirfond (både UCITS-fond og spesialfond). Vi oppfatter det slik at forskriftsendringene som ble gjennomført på ingen måte var motivert ut fra ønsket om å begrense investeringsmulighetene for norske spesialfond. Vi vil derfor anmode departementet om å justere forskriftsbestemmelsen slik at den ikke gir utilsiktede negative konsekvenser for bruk av gjenkjøpsavtaler i spesialfond.

Endring av forskriften til verdipapirfondloven

Før forskriftsendringen var EPF-teknikker og utlån av verdipapirer regulert i verdipapirfondforskriften (vpff.) henholdsvis §§ 6-8 og 6-18. Vpff. § 6-8 om EPF-teknikker inneholdt ikke noen begrensning på hvor stor andel av fondets eiendeler som kunne benyttes ved bruk av slike teknikker. Derimot inneholdt vpff. § 6-18 om utlån av finansielle instrumenter en slik begrensning. I femte ledd het det:

"(5) Forvaltningsselskapet kan ikke låne ut mer enn 50 prosent av fondets eiendeler".

Denne bestemmelsen regulerte imidlertid kun verdipapirutlån (ikke andre EPF-teknikker, herunder gjenkjøpsavtaler).

I høringsnotatet om EPF-teknikker la Finanstilsynet til grunn at bruken av utlån og gjenkjøpsavtaler langt på vei har samme formål. Finanstilsynet foreslo derfor å lage en felles bestemmelse i vpff. § 6-8 som skulle regulere bruk av alle former for EPF-teknikker. Den gamle § 6-18 ble foreslått opphevet. 50 prosentbegrensningen ble videreført i den nye vpff. § 6-8. I tiende ledd heter det:

"(10) Forvaltningsselskapet kan ikke benytte mer enn 50 prosent av fondets eiendeler ved bruk av teknikkene."

Begrensningen er dermed gjort generell, slik at den nå omfatter alle EPF-teknikker, ikke bare verdipapirutlån. Denne nye begrensningen på EPF-teknikker (annet enn utlån) ble fra bransjens side ikke oppfattet å være noe problem for vanlige UCITS-fond, fordi det neppe ville innebære noen stor praktisk begrensning. Under Finanstilsynets arbeid med høringsnotatet, ble det imidlertid fra bransjens side påpekt at dette kunne stille seg annerledes for spesialfond og at det derfor burde være adgang til å kunne gjøre unntak fra denne bestemmelsen for spesialfond. Dette ble imidlertid ikke fulgt opp av Finanstilsynet i det endelige høringsnotatet og problemstillingen ble heller ikke drøftet. Under den påfølgende høringen gikk dette derfor under radaren og ble ikke tatt opp av oss.

I høringsnotatet punkt 3.4.4 annet avsnitt (s. 13) er bakgrunnen for den opprinnelige 50 prosentbegrensningen på utlån av verdipapirer: *"antatt å ha sammenheng med de krav som stilles til at fondet skal være tilstrekkelig likvid"*. Begrunnelsen for å videreføre 50 prosentbegrensningen generelt for alle type EPF-teknikker følger av høringsnotatet pkt. 6.3.3 annet avsnitt (s. 30 (vår understrekning)):

Etter gjeldene regler kan forvaltningsselskapet ikke låne ut mer enn 50 prosent av fondets eiendeler. Finanstilsynet har mottatt signaler fra næringen om at det neppe vil være aktuelt å låne ut halvparten av fondets eiendeler. Selv om det ikke anses som et stort behov å videreføre bestemmelsen, foreslås likevel i § 6-8 at den gjelder som en yttergrense for bruk av EPF-teknikker.

Det synes derfor rimelig å anta at det i første rekke har vært utlån av eiendeler man har hatt i tankene, og i liten grad har skjelt hen til hvilke andre formål gjenkjøpsavtaler har i spesialfond.

Bruk av gjenkjøpsavtaler i fond

Gjenkjøpsavtaler er den mest brukte formen for EPF-teknikker, utover utlån av verdipapirer. I det følgende vil vi beskrive nærmere hvordan gjenkjøpsavtaler benyttes for å effektivisere forvaltningen av et obligasjonsfond:

- For å øke rentedurasjonen i et fullinvestert obligasjonsfond, kan fondet selge obligasjoner det eier og samtidig kjøpe obligasjoner med lengre durasjon. Alternativt kan det kjøpe obligasjoner med lengre durasjon og finansiere disse (eller andre obligasjoner det eier) med en gjenkjøpsavtale. Kostnaden med en gjenkjøpsavtale blir mindre enn ved å finansiere kjøpet med å selge en obligasjon for så å kjøpe den tilbake når durasjonene skal reduseres igjen.
- For å minske durasjonen kan fondet selge obligasjoner det eier mot at det kjøper obligasjoner med kortere durasjon for å oppfylle kontantbegrensinger. Alternativt kan det låne obligasjoner i en gjenkjøpsavtale og selge disse (eller andre obligasjoner det eier) i markedet. På samme måte som for en long posisjon, blir transaksjonskostnaden med gjenkjøpsavtalen mindre enn ved å investere kontantene med å kjøpe en obligasjon for så å selge den når durasjonen skal økes igjen.
- Uten bruk av gjenkjøpsavtale innebærer dessuten en long posisjon at man nødvendigvis må selge en obligasjon med kortere durasjon. Dermed får fondet minsket rentefølsomheten mot den delen av rentekurven slik at man samtidig får en posisjon for en flatere kurve. Gjenkjøpsavtaler gjør at man kan skille de to posisjonene fra hverandre og dermed effektivt isolere den risikofaktoren man ønsker å ha en eksponering mot.

Forholdet til øvrige begrensninger i bruk av derivater

Vpff. § 6-10 begrenser bruk av derivater i verdipapirfond til verdien av fondets netto porteføljeværdi, jfr. første ledd. Uttrykt i rene short og long posisjoner betyr det at fond kan være mellom 100 prosent short og 200 prosent long som andel av fondets netto porteføljeværdi etter en forpliktelsesmodell. Spesialfond er unntatt fra begrensningene i § 6-10 (1)-(5), jfr. § 7-2 (1).

§ 6-8 (10) innebærer en ytterligere begrensning i verdipapirfonds eksponering i forbindelse med bruk av gjenkjøpsavtaler. I henhold til forpliktelsesmodellen innebærer denne bestemmelsen at fondets eksponering gjennom gjenkjøpsavtaler kan være mellom 50 prosent short og 200 prosent long. For UCITS-fond og nasjonale fond, unntatt spesialfond, så innebærer § 6-8 (10) bare en ekstra begrensning på short siden ved bruk av EPF-teknikker. Helt annerledes stiller det seg for spesialfond, som er unntatt fra § 6-10 (1)-(5), men som nå har blitt underlagt § 6-8 (10).

Hele formålet med spesialfond er at plasseringsbegrensningene som følger av UCITS-direktivet i hovedsak ikke skal gjøres gjeldene. Spesialfond er rettet mot profesjonelle investorer som ønsker en annen risiko enn det som er mulig i de andre fondstypene. Spesielt rammes strategier innen relativ verdi av forskriftsendringen ettersom slike strategier ofte krever større posisjoner for å oppnå tilstrekkelig risiko.

Utsiktede konsekvenser

Som følge av de nye forskriftsbestemmelsene måtte et av våre medlemsselskaper redusere bruken av gjenkjøpsavtaler i et spesialfond det forvaltet. Forut for forskriftsendringen utgjorde gjenkjøpsavtalene over 60 prosent av fondets eiendeler, og fondet ble derfor tvunget til å redusere denne instrumentbruken i tråd med 50 prosentbegrensningen i vpff. § 6-8 (10). Selskapet har selv anslått at denne omrokkingen alene påfører andelseierne et forventet tap av inntekter på 0,35 prosent årlig slik fondet var posisjonert da. I tillegg kommer tap av potensielle inntekter som følge av

at fondet framover må begrense bruken av gjenkjøpsavtaler til maks 50 prosent av fondets eiendeler slik at det blir vanskeligere for fondet nå sitt mål for aktiv risiko.


Som omtalt over ble ikke forskriftsendringen gjennomført fordi man ønsket å begrense investeringsmulighetene for norske spesialfond, og vi mener derfor dette er et klart eksempel på en utilsiktet effekt.

Avslutning

Vi vil på denne bakgrunn anmode departementet om å endre verdipapirfondforskriftens bestemmelser slik at 50 prosentbegrensningen som omtalt overfor kun gjøres gjeldende for spesialfond i forbindelse med utlån av verdipapirer og ikke i forbindelse med øvrige EPF-teknikker. Forskriftens § 7-2 (1) kan for eksempel endres til å lyde:

"Spesialfond, som nevnt i verdipapirfondloven § 1-2 første ledd nr. 6, og forvaltning av spesialfond er unntatt fra bestemmelsene i denne forskriften § 6-3 til § 6-6, § 6-8 sjuende ledd, § 6-9 tredje, fjerde og femte ledd, § 6-10 første til femte ledd, § 6-11 første ledd, § 6-13, § 6-14, § 6-15 første til tredje ledd, § 6-17 og § 8-1 første ledd nr. 2 bokstav l femte punktum. For spesialfond gjelder § 6-8 tiende ledd kun ved utlån av finansielle instrumenter."

Med vennlig hilsen
Verdipapirfondenes forening – næringspolitikk



Bernt S. Zakariassen
Administrerende direktør