

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

Oslo, 4. september 2019

Deres ref

Avgrensning i innløsningsretten ved store innløsningskrav i verdipapirfond

For å kunne møte et stort innløsningskrav i et verdipapirfond vil forvalteren normalt måtte selge en forholdsmessig stor andel av verdipapirbeholdningen fra fondets portefølje. Fondet må selge til kjøpskurs i markedet, det vil si den høyeste prisen en kjøper er villig til å betale for verdipapiret, der og da. Dersom det ikke er tilstrekkelig likviditet i markedet til å absorbere forvalterens salgsordre, kan konsekvensen av et stort innløsningskrav bli et markert fall i fondets netto andelsverdi (NAV). Fondets kurs kan imidlertid raskt komme tilbake igjen, kanskje allerede ved neste kursfastsettelse i fondet.

Institusjonelle investorer som innløser store engangsbeløp, og som på denne måten forårsaker et eventuelt fall i andelsverdien til fondet, vil selv bære kostnaden ved sin investoradferd. Et markert fall i fondets netto andelsverdi vil imidlertid også ramme andre andelseiere som tilfeldigvis innløser andeler på samme dag.

Etter verdipapirfondloven (vpfl) § 4-12 (3) kan forvaltningsselskapet ved særskilt avtale med større andelseiere avgrense det antall andeler som disse kan kreve innløst innen fastsatte tidsrom. Bestemmelsen tar sikte på å motvirke at institusjonelle investorer skaper uheldig uro ved store innløsningskrav, jf. Ot. prp. nr. 68 (1980-1981).

Denne måten å avgrense innløsningsretten på forutsetter at det inngås avtale med den enkelte «større andelseier», noe som ikke nødvendigvis vil være gjennomførbart, enten av praktiske eller forretningsmessige årsaker. Økende bruk av nominee-strukturer medfører dessuten at forvaltningsselskapene i mindre grad enn tidligere har kontroll på hvem sluttkunden er. Med mindre det inngås en eksplisitt avtale med kunden har et fondsforvaltningsselskap i dag ingen mulighet til å begrense store innløsninger, og dermed heller ingen mulighet til å begrense et potensielt negativt kursutslag som også vil ramme fondets øvrige andelseiere.

Et alternativ eller supplement til dagens adgang til en særskilt avtalefestet avgrensning i innløsningsretten for større andelseiere kunne være en adgang for fondsselskapet til å porsjonere ut store innløsninger over en viss tid. Så vidt vi forstår åpner ikke verdipapirfondloven for en slik avgrensning av innløsningsretten. Lovens utgangspunkt er at innløsningen skal skje til andelens verdi ved første beregning av innløsningskursen etter at innløsningskravet er mottatt, med fradrag for

innløsningskostnader, jf. vpfl § 4-12 (4). Vi kan ikke se at det er gitt mulighet til å fravike dette kravet, bortsett fra adgangen til å inngå særskilt avtale med «større andelseiere» etter tredje ledd.

Etter vår forståelse er ikke UCITS-direktivet til hinder for at innløsningsretten i nærmere angitte tilfeller kan avgrenses, dersom dette er berettiget av hensyn til andre andelseiere som tilfeldigvis innløser på samme dag som store institusjonelle investorer innløser store beløp og skaper uheldig markedsuro.

En avgrensning i innløsningsretten kan eksempelvis praktiseres ved at innløsninger som på en handelsdag, enkeltvis eller samlet, representerer mer enn en gitt prosentandel av fondets NAV (eksempelvis 10 prosent) kan skaleres ned på pro rata basis, slik at ikke mer enn den gitte terskelverdien av fondets NAV kan innløses på samme handelsdag. Innløsningskrav som eventuelt forskyves til påfølgende handelsdag vil beholde sin prioritet i forhold til senere innkomne innløsningskrav. En slik samlet terskelverdi kan også kombineres med en terskelverdi pr. innløsningskrav, slik at kun krav som enkeltvis overstiger en viss terskelverdi vil inngå i pro rata fordelingen og bli nedskalert. En eventuell terskelverdi på det enkelte innløsningskrav bør imidlertid settes til et nivå som gjør at innløsningskrav fra mindre andelseiere normalt ikke vil bli berørt av ordningen, selv på dager der den samlede terskelverdien blir overskredet.

Foreningen er kjent med flere eksempler fra Luxembourgregistrerte UCITS-fond der det er fastsatt avgrensninger i innløsningsretten etter prosedyrer som i hovedsak tilsvarer det som er beskrevet ovenfor.

Vi vil på denne bakgrunn anmode Finansdepartementet om å vurdere endringer i verdipapirfondloven slik at det åpnes for at innløsningsretten, for eksempel etter modellen som er beskrevet over, kan avgrenses utover den adgangen som loven i dag åpner opp for (særskilt avtale med større andelseiere). Vi mener en mulighet til å kunne porsjonere ut store innløsninger over en viss tid vil kunne avdempe eventuell uheldig uro forårsaket av store innløsninger og gi bedre forutberegnelighet for både små og store andelseiere i norskregistrerte verdipapirfond.

Med vennlig hilsen
Verdipapirfondenes forening - næringspolitikk



Bernt S. Zakariassen
adm. direktør