Utlån av finansielle instrumenter fra verdipapirfond – Bruk av teknikker for å oppnå en effektiv porteføljeforvaltning

Høringsnotat

Finanstilsynet
02.09.2013

UTLÅN AV FINANSIELLE INSTRUMENTER FRA VERDIPAPIRFOND – BRUK AV TEKNIKKER FOR Å OPPNÅ EN EFFEKTIV PORTEFØLJE-FORVALTNING

HØRINGSNOTAT FRA FINANSTILSYNET

Innholdsfortegnelse

1. INNLEDNING 3
   1.1 Oppdrag fra Finansdepartementet 3
   1.2 Hovedpunkter i forslaget 3
2. UTLÅN AV FINANSIELLE INSTRUMENTER OG GJENKJØPSAVTALER 4
   2.1 Utlån i verdipapirmarkedet 4
   2.2 Gjenkjøpsavtaler 5
3. GJELDENDE RETT 7
   3.1 Innledning 7
   3.2 Verdipapirfondloven § 6-11 8
   3.3 Verdipapirfondloven § 6-10 9
   3.4 Nærmere regler i forskrift 9
      3.4.1 Teknikker for effektiv porteføljeforvaltning og risikostyring 9
      3.4.2 Fondets totale eksponering 10
      3.4.3 Motpartsrisiko og sikkerhetsstillelse ved utlån 11
      3.4.4 Øvrige bestemmelser om utlån 13
4. EØS-RETT 13
   4.1 Innledning 13
   4.2 Risikoeksponering mot én og samme motpart 14
   4.3 Krever EØS-retten at det stilles sikkerhet overfor verdipapirfondet ved EPF-teknikker 15
   4.4 Enkelte andre problemstillinger 15
   4.5 ESMA-retningslinjene 16
   4.6 Høring fra EU-Kommisjonen 17
5. GJELDENDE PRAKSIS VED UTLÅN 18
   5.1 Utlån fra norske verdipapirfond 18
   5.2 Generelt om utlån 18
      5.2.1 Beskrivelse av lånemarkedet 18
      5.2.2 Avtaleverket for lån av finansielle instrumenter 20
      5.2.3 Prinsipalmodellen og agentmodellen 21
6. BEHOV FOR ENDRING 21

6.1 Innledning 21
6.2 Lovendring 23
6.2.1 Verdipapirfondloven § 6-11 23
6.2.2 Verdipapirfondloven § 6-10 23
6.3 Forskriftsendringer 24
6.3.1 Teknikker for effektiv porteføljeforvaltning 24
6.3.2 Hvem kan være motpart 25
6.3.3 Grenser for motpartsrisiko 27
6.3.4 Reduksjon av motpartsrisiko gjennom sikkerhetsstillelse 28
6.3.5 Nærmere om mottatt sikkerhet og reinvestering 30
6.3.6 Enkelte andre endringer 30
7. FORSLAG TIL ENDRINGER I VERDIPAPIRFONDLOVEN 32
8. FORSLAG TIL ENDRINGER I VERDIPAPIRFONDFORSKRIFTEN 32

1. INNLEDNING

1.1 Oppdrag fra Finansdepartementet

Finansdepartementet har i brev av 22. februar 2012 bedt Finanstilsynet vurdere endringer i reglene om verdipapirfonds utlån av finansielle instrumenter.

Ved vedtakelsen av den nye verdipapirfondloven og tilhørende forskrift, som trådte i kraft 1. januar 2012, ble reglene om utlån fra verdipapirfond i hovedsak videreført. Grensen for utlån av et verdipapirfonds eiendeler gjennom samme verdipapirforetak ble imidlertid økt fra 5 til 10 prosent av verdipapirfondets eiendeler. Finansdepartementet ber Finanstilsynet vurdere mulige endringer i reglene om verdipapirfonds utlån på bakgrunn av synspunkter som fremkom i høringsrunden til den nye verdipapirfondloven og verdipapirfondforskriften. I høringsrunden, gjennomført fra høsten 2010 til mars 2011, var det flere høringsinstanser som hadde kommentarer og forslag til regler om verdipapirfonds utlån av finansielle instrumenter. Et hovedsynspunkt som ble fremhevet var at reglene for utlån ikke er innrettet i samsvar med lånemarkedet for finansielle instrumenter slik det fungerer i praksis.

I ovennevnte brev viser departementet til utgangspunktet om at verdipapirfond skal ha en hensiktsmessig spredning av risikoen for tap, samtidig som det skal være mulig å låne ut fondets midler på en kostnadseffektiv måte. Disse hensynene har vært retningsgivende for regelverket som nå foreslås. I utformingen av forslaget har Finanstilsynet lagt særlig vekt på at reglene innrettes slik at hensynet til andelseiernes interesser ivaretas på en betryggende måte.

Under utarbeidingen av dette notatet har Finanstilsynet hatt et samarbeid med og mottatt innspill fra representanter fra Verdipapirfondenes forening og Finans Norge (FNO).

1.2 Hovedpunkter i forslaget

Gjeldende regler for utlån gjelder både UCITS-fond og nasjonale fond, herunder spesialfond. Finanstilsynet har under arbeidet med gjennomgangen av utlånsregelverket sett hen til EØS-reglene som gjelder for UCITS-fond. Dette regelverket er nærmere beskrevet under punkt 4 i notatet. EØS regelverket har ingen særskilte regler om utlån, men omhandler utlån som en teknikk for effektiv porteføljeforvaltning (heretter: EPF-teknikk). Som Finanstilsynet skal komme nærmere inn på under punkt 6, anses det lite hensiktsmessig å opprettholde særskilte regler om utlån i norsk rett. Finanstilsynet foreslår i stedet å erstatte de norske utlånsbestemmelsene med nye regler for EPF-teknikker. Dette vil, etter Finanstilsynets oppfatning, være i tråd med utviklingen i EU/EØS. Det er allerede i dag en forskriftsbestemmelse som omhandler EPF-teknikker i verdipapirfondforskriften, og Finanstilsynet foreslår å bygge videre på denne bestemmelsen.

Bruk av gjenkjøpsavtaler er en annen EPF-teknikk og vil følgelig omfattes av reglene som foreslås for disse teknikkene. Finanstilsynet har tatt dette i betraktning ved utformingen av de nye reglene, og mener at det foreslåtte regelverket også passer for gjenkjøpsavtaler. Det er så mange likhetstrekk mellom utlån og gjenkjøpsavtaler at dette i størst mulig grad bør behandles likt. Det finnes i dag ingen særregel om gjenkjøpsavtaler, så i praksis innebærer forslaget at gjenkjøpsavtaler blir underlagt mer detaljert regulering.

Utgangspunktet for Finanstilsynets arbeid har vært å foreta en vurdering av og foreslå endringer i reglene for utlån. Finanstilsynet har derfor ved gjennomgang av gjeldende rett og praksis i markedet, hatt hovedfokus på utlån. Det er avdekket et behov for å endre regelverket for utlån. I punkt 2 i notatet gis det en kort beskrivelse av utlån av finansielle instrumenter og gjenkjøpsavtaler. Gjeldende rett omtales under punkt 3 i notatet, og praksis ved utlån blir omtalt under punkt 5. Gjenkjøpsavtaler blir omtalt der dette anses aktuelt.

Et hovedsynspunkt som har vært fremhevet under arbeidet er at en for liten andel av verdipapirfondets midler kan lånes ut til ett og samme verdipapirforetak, og at utlån dermed blir lite regningssvarende. Finanstilsynet foreslår at det fortsatt skal gjelde grenser for hvor stor eksponering fondet kan ha overfor én og samme motpart, men at slik motpartsrisiko kan reduseres gjennom sikkerhetsstillelse. I praksis betyr forslaget at verdipapirfondet vil kunne låne ut mer til én og samme motpart enn det som er mulig i dag forutsatt at det er stilt betryggende sikkerhet.

Både i norsk rett og i EØS-regelverket er det bestemmelser om verdipapirfonds plasseringer i unoterte derivater (OTC). Utlånsavtaler og gjenkjøpsavtaler gir motpartsrisiko på linje med slike OTC-kontrakter. Finanstilsynet har derfor sett hen til regelverket for OTC, særlig når det gjelder utformingen av forslaget til bestemmelse om motpartsrisiko for EPF-teknikkene. Det forslås at grensene for motpartsrisiko skal gjelde for den samlede motpartsrisiko pådratt gjennom bruk av EPF-teknikker og plassering i OTC-derivater.

Finanstilsynet foreslår bestemmelser om hvem som kan være motpart ved utlån- og gjenkjøpsavtaler. Det foreslås at banker og forsikringsselskap kan være motpart i tillegg til verdipapirforetak og oppgjørssentraler.

Bransjerepresentanter har påpekt at det er et stort behov for å endre forbudet mot å inngå avtaler om utlån med verdipapirforetak som låner instrumentene for egen regning. Kravet innebærer at det ikke kan inngås låneavtaler slik vanlig praksis er innrettet i lånemarkedet i dag og innebærer en reell begrensning for utlån fra verdipapirfond. Finanstilsynet foreslår å oppheve forbudet mot at forvaltningsselskap kan inngå avtaler om utlån med verdipapirforetak som låner instrumentene for egen regning.

Behovet for endringer i dagens regelverk omtales nærmere under punkt 6 i notatet. Forslag til endringer i lov og forskrift er inntatt i punkt 7 og 8.

2. UTLÅN AV FINANSIELLE INSTRUMENTER OG GJENKJØPSAVTALER

2.1 Utlån i verdipapirmarkedet

Utlån av finansielle instrumenter innebærer at eieren (utlåner) av instrumentene låner ut disse med en rett til å få tilsvarende instrumenter tilbakelevert på et senere tidspunkt. Det er særlig aksjer som er aktuelle for utlån, men utlån kan også omfatte obligasjoner og andre instrumenter.

Formålet med utlån av finansielle instrumenter er å gi eieren en ekstra avkastning. Låntaker på sin side kan ha behov for å dekke en fremtidig leveringsforpliktelse, for eksempel ved short-salg og

market making. Videre kan en låntaker benytte instrumentene som sikkerhet overfor andre motparter, sentralbanker og lignende. Banker kan benytte lån av finansielle instrumenter i sin likviditetsstyring.

Utlånsavtaler inngås ofte i henhold til standardiserte avtaler. Utlån i verdipapirmarkedet har enkelte karakteristika som avviker fra det som tradisjonelt forbindes med utlån. I motsetning til hva man rent språklig forbinder med et utlån, innebærer en avtale om lån av finansielle instrumenter at utlåner, ved inngåelse av låneavtalen, overfører eiendomsretten til instrumentene til låntaker. Bakgrunnen for dette er at låntaker som regel skal bruke instrumentene på en måte som krever at låntaker har eiendomsretten til disse (for eksempel for salg, videre utlån eller sikkerhetsstillelse).

Låntaker har, hvis ikke annet er avtalt, en kontraktuell forpliktelse til å levere tilsvarende finansielle instrumenter tilbake til utlåner på det tidspunkt utlåner krever det, innen vanlig oppgjørsfrist i markedet der de finansielle instrumentene omsettes. Gjennom låntakers rett og plikt til å levere instrumentene tilbake beholder utlåner kursrisikoen knyttet til de finansielle instrumentene. I tillegg skal all avkastning knyttet til instrumentene under låneperioden i henhold til avtalen overføres fra låntaker til utlåner.

Det er vanlig at låntaker stiller sikkerhet direkte overfor utlåner for oppfyllelse av tilbakeleveringsplikten i form av aksjer, obligasjoner eller kontanter. Det er dessuten vanlig at utlåner stiller nærmere krav til hvilke sikkerheter som godtas. Låntaker betaler en avgift for lånet over låneperioden, basert på en avtalt rentesats tilpasset tilbud og etterspørsel i markedet for det aktuelle finansielle instrumentet eller porteføljen av finansielle instrumenter. Avgiften blir gjerne betalt ved tilbakeleveringen av de finansielle instrumentene. Ved utlån til oppgjørssentral stiller ikke oppgjørssentralen sikkerhet direkte til utlåner. Det er den part oppgjørssentralen låner ut til (sluttlåner) som stiller sikkerheten overfor oppgjørssentralen.

Standardavtalene om utlån og praksis i lånemarkedet blir nærmere omtalt under 5.2.2.

Formålet med utlån av finansielle instrumenter fra verdipapirfond vil være å gi fondet meravkastning utover den ordinære avkastningen på fondets eiendeler. Risikoen verdipapirfondet løper ved å låne ut de finansielle instrumentene, er primært risikoen for at låntaker misligholder lånet og at tilsvarende instrumenter ikke leveres tilbake i henhold til låneavtalen. Dette omtales gjerne som motpartsrisiko. Motpartsrisikoen kan som nevnt reduseres gjennom sikkerhetsstillelse.

2.2 Gjenkjøpsavtaler

Såkalte gjenkjøpsavtaler (kalles også repo-avtaler) har likhetstrekk med utlån av finansielle instrumenter. En gjenkjøpsavtale går ut på at selger overdrar de finansielle instrumentene til kjøper til en avtalt kjøpspris på tidspunktet for inngåelse av avtalen. Kjøper betaler kjøpesummen når kontrakten inngås og ikke bare en avgift som ved utlån. Samtidig avtales det at kjøper på et senere tidspunkt skal selge tilsvarende finansielle instrumenter tilbake til selger til en avtalt tilbakekjøpspris. De to transaksjonene anses som én avtale mellom partene. På samme måte som ved utlån har altså kjøper en leveringsplikt av finansielle instrumenter, og det er selger som beholder kursrisikoen i avtaleperioden. Dersom det stilles sikkerhet i form av kontanter ved et utlån av finansielle instrumenter, vil utlån være svært likt en gjenkjøpsavtale.

Utlån av finansielle instrumenter er vanligvis en transaksjon som er drevet av en låntakers behov for de aktuelle instrumentene. En gjenkjøpsavtale kan være drevet av det samme behovet, f.eks. behov for å få tilgang til instrumenter for å dekke en leveringsforpliktelse. Den mest alminnelige bruken av gjenkjøpsavtaler i markedet er knyttet til et ønske om likvide midler (kontanter) hos en eier av finansielle instrumenter. Formålet med transaksjonen vil være bestemmende for om kursen ved tilbakekjøpet av instrumentene er høyere eller lavere enn salgskursen. Hvis formålet er å gjøre finansielle instrumenter tilgjengelig for å dekke en etterspørsel, vil tilbakekjøpsprisen være lavere enn salgsprisen, og motsatt hvis formålet er å få tilgang til likvide midler i en periode. Under en gjenkjøpsavtale vil det kunne variere fra avtale til avtale om det stilles sikkerhet for eventuelle kurssvingninger (såkalt marginering) i løpet av avtaleperioden.

En omvendt gjenkjøpsavtale tar utgangspunkt i hva den andre parten i en gjenkjøpsavtale gjør. En omvendt gjenkjøpsavtale vil, for et verdipapirfond, innebære at verdipapirfondet kjøper et finansielt instrument mot betaling av en kjøpesum, men slik at instrumentet skal selges tilbake senere. Her vil formålet enten være å få tilgang til finansielle instrumenter som fondet har behov for til eget bruk i en periode, eller å plassere likvide midler mot sikkerhet i en periode. Det førstnevnte formålet vil kunne være aktuelt for spesialfond som ledd i det å gjennomføre dekkede shorthandler i finansielle instrumenter. Det andre formålet vil kunne være aktuelt for flere typer fond som et alternativ til å plassere likvide midler i bank.

Tilsvarende som ved utlån vil det overordnede formålet med en gjenkjøpsavtale være at verdipapirfondet kan oppnå en meravkastning på fondets eiendeler.

I notatet omfatter begrepet "gjenkjøpsavtaler" også "omvendte gjenkjøpsavtaler" dersom ikke annet fremgår av sammenhengen.

For et verdipapirfond vil risikoen ved en gjenkjøpsavtale primært være risikoen for at motparten ikke kan levere instrumenter slik som forutsatt i avtalen om tilbakekjøp, eller eventuelt at verdipapirfondet ikke får tilbake kontanter i en omvendt gjenkjøpsavtale. Kjøpesummen i en gjenkjøpsavtale eller de finansielle instrumentene i en omvendt gjenkjøpsavtale vil kunne realiseres slik at verdipapirfondet kan gjenopprette eksponeringen i finansielle instrumenter eller likvide midler.

En annen type avtale som har samme økonomiske funksjon som gjenkjøpsavtaler, er såkalte "sell/buy-back"-avtaler. Til forskjell fra gjenkjøpsavtaler består sell/buy-back av to separate transaksjoner, der de finansielle instrumentene selges med vanlig oppgjørstid ("spot-handel"), samtidig som det inngås en avtale om å kjøpe instrumentene tilbake på termin. Mens de finansielle instrumentene forblir på selgers balanse i en gjenkjøpsavtale, er det vanlig at instrumentene går ut av selgers balanse ved en sell/buy-back.

Finanstilsynet har ikke tatt stilling til på generelt grunnlag om en sell/buy-back-avtale er en gjenkjøpsavtale eller om den pga. tilbakekjøpet på termin må klassifiseres som et derivat. Det antas at vurderingen vil være avhengig av den konkrete avtalen som regulerer transaksjonene. Som det fremgår av punkt 6.3 under, vil Finanstilsynet foreslå at regler for motpartsrisiko ved EPF-teknikker utformes tilsvarende som for OTC-derivater, og den rettslige klassifiseringen av sell/buy-back i denne sammenheng er dermed ikke avgjørende. Slike avtaler vil enten fanges opp av reglene om EPF-teknikker eller av reglene om OTC-derivater.

Utlån av finansielle instrumenter og gjenkjøpsavtaler har i internasjonal sammenheng, herunder i EU og i Financial Stability Board (FSB), blitt drøftet som en del av risikoen i "shadow banking" systemet (kredittformidling utenfor det ordinære banksystemet). I all hovedsak er de tiltak som diskuteres for å redusere systemrisikoen i denne sammenheng ivaretatt gjennom de regler som foreslås. Det legges for øvrig til grunn at kredittformidling utenfor det ordinære banksystemet ikke utgjør en vesentlig risiko for det finansielle systemet i Norge.

3. GJELDENDE RETT

3.1 Innledning

Verdipapirfondloven (vpfl.) og verdipapirfondforskriften (vpff.) inneholder flere bestemmelser som omhandler eller får betydning for EPF-teknikker. Som nevnt innledningsvis, vil Finanstilsynet ved gjennomgangen av gjeldende rett ha hovedfokus på utlån.

Utlån av et verdipapirfonds finansielle instrumenter er regulert i vpfl. § 6-11 som åpner for at forvaltningsselskapet på vegne av et verdipapirfond kan låne ut finansielle instrumenter.

De særskilte reglene om utlån i forskrift følger av vpff. § 6-18. Bestemmelsen stiller krav om at utlånsavtalen må inngås med verdipapirforetak eller oppgjørssentral som motpart. Reglene forutsetter at verdipapirforetaket opptrer som megler med oppgjørsansvar i tråd med det som er vanlig i aksjemarkedet, og at verdipapirforetaket låner instrumentene ut til en sluttlåner.
En begrunnelse for bruk av verdipapirforetak som mellommann er at det dermed også blir stilt et krav til sikkerhet. Reglene om lån av finansielle instrumenter i verdipapirhandellovens § 10-5 vil derfor også bli omtalt. Som Finanstilsynet kommer tilbake til, er det ikke vanlig at verdipapirforetak har rollen som mellommann i markedet for verdipapirlån.

Vpff. § 6-8 åpner for at forvaltningsselskapet kan benytte teknikker for å effektivisere forvaltningen. Vpff. § 6-10 fjerde ledd om beregning av total eksponering knyttet til derivater får betydning for bruk av disse teknikkene. I tillegg er kravene i verdipapirfondforskriften kapittel IV om organisering av risikostyring relevante.

Vpff. § 8-1 angir hvilke opplysninger som skal fremgå av verdipapirfondets prospekt, og Finanstilsynet legger til grunn at det her skal opplyses om de teknikker og instrumenter som kan benyttes i forvaltningen.

Etter verdipapirfondloven § 6-10 første ledd kan et forvaltningsselskap ikke stille verdipapirfondets midler som sikkerhet. Finanstilsynet mener at det kan være aktuelt for et verdipapirfond å stille sikkerhet i forbindelse med EPF-teknikker. Bestemmelsen vil derfor bli omtalt.

Bestemmelsene om utlån i vpfl. § 6-11 og vpff. § 6-18 gjelder for både UCITS-fond og nasjonale fond. Det samme gjelder vpff. §§ 6-8 og 6-10 fjerde ledd samt ovennevnte bestemmelse i vpff. § 8-1 om opplysninger i prospekt. Hverken lov eller forskrift åpner for at nasjonale fond kan fravike de nevnte reglene. Gjennomgangen av gjeldende rett gir dermed en oversikt over hvilke regler som gjelder for både UCITS-fond og nasjonale fond, herunder spesialfond. Spesialfond er imidlertid unntatt fra vpfl. § 6-10 og vpff. § 6-10 første til femte ledd.

3.2 Verdipapirfondloven § 6-11

Etter vpfl § 6-11 kan et forvaltningsselskap på vegne av verdipapirfond låne ut verdipapirfonds finansielle instrumenter. Utlån av finansielle instrumenter kan bare skje gjennom medvirkning av verdipapirforetak eller oppgjørssentral.

Adgangen til utlån av et verdipapirfonds finansielle instrumenter ble innført i forbindelse med lovrevisjon i 2001. Departementet la ved utformingen av bestemmelsen om utlån vekt på et endringsforslag til UCITS- direktivet (Rådsdirektiv 85/611/EØF som senere ble erstattet av Europaparlaments- og rådsdirektiv 2009/65/EF). Det vises til Ot.prp. nr. 98 (2000-2001) side 35, hvor departementet uttaler:

> *Departementet kan ikke se at fondenes adgang til å låne ut finansielle instrumenter er uttrykkelig regulert i EØS-reglene som svarer til UCITS-direktivet. I foreliggende endringsforslag til UCITS-direktivet (COM 2000/329 final) foreslås det imidlertid at fond kan delta i verdipapirlångivningstransaksjoner hvor det opptrer som långiver, forutsatt at en anerkjent oppgjørssentral eller visse andre institusjoner (f.eks. verdipapirforetak) benyttes som mellommann samt at det stilles betryggende sikkerhet til dekning av risikoen for låntakers mislighold. Verdien av sikkerheten skal i hele kontraktsperioden minst være lik den samlede verdien av de utlånte finansielle instrumentene".*

Departementet konkluderte med at utlån bare skulle kunne foretas gjennom mellommenn. Det fremgår følgende av Ot. prp.nr. 98 (2000-2001) side 38:

> *Et krav om verdipapirforetak eller oppgjørssentral som mellommann samsvarer med det som følger av endringsdirektivet til UCITS, der det kreves at forvaltningsselskapet enten benytter en oppgjørssentral eller visse andre mellommenn samt at det ikke kreves at sikkerheten stilles direkte overfor verdipapirfondet.*

Departementet foreslo etter dette en bestemmelse i dagjeldende lovs § 4-12 (som tilsvarer gjeldende lovs § 6-11) om at utlån av finansielle instrumenter "kan bare skje gjennom medvirkning av verdipapirforetak eller oppgjørssentral".

Departementet var videre av den oppfatning at det var nødvendig med sikkerhetsstillelse, men at slik sikkerhet ikke måtte stilles direkte overfor verdipapirfondet.

Direktivhenvisningen i Ot.prp. nr.98 (2000-2001) gjaldt et forslag som ikke ble inntatt i det endelige endringsdirektivet. UCITS-direktivet inneholder i dag ingen regler som krever at utlån av finansielle instrumenter fra verdipapirfond må skje gjennom mellommenn. Det vises til omtale av EØS-retten under punkt 4.

Vpfl. § 6-11 er i stor grad en videreføring av bestemmelsen i verdipapirfondloven av 1981. Det er imidlertid kommet inn en presisering om at forvaltningsselskap har adgang til utlån av finansielle instrumenter på vegne av et verdipapirfond uten at dette har noen innvirkning på innholdet i bestemmelsen. Utlånet skal som tidligere skje etter nærmere regler.

3.3 Verdipapirfondloven § 6-10

Etter vpfl. § 6-10 første ledd kan forvaltningsselskapet ikke stille verdipapirfondets midler som sikkerhet. Dette har sammenheng med at forvaltningsselskapet ikke kan oppta lån på vegne av et verdipapirfond. I annet ledd gjøres enkelte unntak fra forbudet mot låneopptak og sikkerhetsstillelse. Mindre, kortsiktige lån er tillatt, og forvaltningsselskapet kan på vegne av et verdipapirfond stille fondets eiendeler som sikkerhet for oppfyllelse av derivatkontrakter. Adgangen til å stille sikkerhet ved derivatkontrakter, er en naturlig følge av at et verdipapirfond har adgang til å handle i derivater. En oppgjørssentral vil kreve sikkerhet for de avtaler oppgjørssentralen trer inn i som part eller garanterer for oppfyllelse av, jf. verdipapirhandelloven § 13-4. Videre vil motparten i OTC-kontrakter, for eksempel en bank eller et verdipapirforetak, ofte kreve at det stilles sikkerhet.

Etter verdipapirhandelloven § 10-6 skal verdipapirforetak påse at det har betryggende sikkerhet for oppfyllelsen av sine forpliktelser. Fordi det i praksis ofte vil kreves sikkerhetsstillelse ved derivatkontrakter, er det nødvendig at det er unntak fra forbudet om sikkerhetsstillelse. Det er uttalt i Prop. 149L (lov om verdipapirfond, 2010-2011) at adgangen til å stille fondets midler som sikkerhet, vil kunne omfatte både pantsettelse og overdragelse av eiendomsrett til finansiell sikkerhet etter lov av 26. mars 2004 nr. 17 om finansiell sikkerhetsstillelse. Det presiseres at det er viktig at verdipapirfondet ikke utsettes for unødig risiko for tap som følge av at det er stillet sikkerhet for derivatkontrakter. Under henvisning til den særlige adgangen til å avtale motregning etter lov om finansiell sikkerhetsstillelse, har departementet lagt til grunn at forvaltningsselskapet på vegne av et verdipapirfond bør kunne inngå avtale om finansiell sikkerhetsstillelse i form av både pantsettelse og overdragelse av eiendomsrett.

Etter ordlyden i § 6-10 annet ledd er det ikke adgang til å stille fondets midler som sikkerhet i andre tilfeller enn som sikkerhet for oppfyllelse av derivatkontrakter. Finanstilsynet legger til grunn at det vil kunne være aktuelt for et verdipapirfond å stille sikkerhet i forbindelse med bruk av EPF-teknikker.

3.4 Nærmere regler i forskrift

3.4.1 Teknikker for effektiv porteføljeforvaltning og risikostyring

Vpff. § 6-8 fastsetter at det i forvaltningen av verdipapirfond kan benyttes visse teknikker og instrumenter for å oppnå effektiv porteføljeforvaltning.

Både utlån og gjenkjøpsavtaler anses som teknikker som omfattes av § 6-8. Dette følger bl.a. av henvisningen i vpff. § 6-10 fjerde ledd. Finanstilsynet legger til grunn at det er disse to teknikkene som er aktuelle å benytte. Bruk av instrumenter for å oppnå en effektiv porteføljeforvaltning, vil typisk kunne være å inngå derivatkontrakter.

Etter § 6-8 første ledd nr. 1 skal bruk av teknikkene være økonomisk hensiktsmessig for fondet og benyttes på en kostnadseffektiv måte. Når det gjelder utlån innebærer dette at fondet må forventes å få et netto positivt resultat av aktiviteten, og at forvaltningsselskapet må bestrebe seg på å inngå avtaler om utlån som ikke pådrar fondet høye kostnader. Størrelsen på de løpende inntektene må vurderes opp mot risikoen forbundet med utlånet slik at lånetransaksjonene vil gi fondet en meravkastning.

Teknikker for å oppnå en effektiv porteføljeforvaltning kan etter vpff. § 6-8 kun benyttes dersom det oppfyller nærmere bestemte formål. Det antas at det er formålet angitt i § 6-8 første ledd nr. 2 bokstav c som kan komme til anvendelse. Formålet med teknikkene må være å frembringe tilleggskapital eller inntekter til fondet med et risikonivå som er i overensstemmelse med risikoprofilen til fondet og plasseringsbegrensningene etter verdipapirfondloven. Ved utlån antas at formålet normalt vil være å oppnå ekstra inntekter for verdipapirfondet gjennom den avgiften låntaker betaler. I tillegg kan et utlån gi inntekter ved at fondet mottar sikkerhet i form av kontante midler som forrentes. Som det fremgår nedenfor, bygger ikke gjeldende regelverk på at låntaker (verdipapirforetaket eller oppgjørssentralen) plikter å stille sikkerhet overfor verdipapirfondet. Det kan imidlertid ikke være noe til hinder for at verdipapirfondet mottar sikkerhet ved utlån. For gjenkjøpsavtaler vil formålet både kunne være å frembringe tilleggskapital og ekstra inntekter. Kontante midler som fondet mottar i henhold til en gjenkjøpsavtale vil kunne benyttes til reinvestering. Videre legger Finanstilsynet til grunn at gjenkjøpsavtaler vil kunne gi inntekter til fondet basert på de avtalte kjøps- og salgskurser.

Vpff. § 6-8 nr. 3 stiller krav til at risikoen forbundet med bruk av teknikkene og instrumentene må bli hensiktsmessig fanget opp av risikostyringssystemet i forvaltningsselskapet. Bestemmelsen må sees i sammenheng med de alminnelige kravene til risikostyring i verdipapirfondforskriften kapittel IV. Det nevnes at forvaltningsselskapet i henhold til vpff. § 2-13 skal ha retningslinjer som identifiserer den risiko som verdipapirfondene kan bli eksponert for og som inneholder ordninger, prosesser og teknikker for å kunne måle og styre risiko etter § 2-15. Kravene i vpff. § 2-13 og § 2-15 om at forvaltningsselskapet i praksis skal ha tilstrekkelige og effektive ordninger, prosesser og teknikker for å måle og styre den risiko som verdipapirfondet kan bli eksponert for, omfatter også risiko som oppstår som følge av utlån av finansielle instrumenter. På samme måte må risikostyringen ta høyde for risiko som følge av gjenkjøpsavtaler.

Finanstilsynet legger til grunn at henvisningen til verdipapirfondets mål i § 6-8 første ledd nr. 4 knytter seg til fondets investeringsmål slik det skal fremkomme av fondets prospekt, jf. vpff. § 8-1 (1) nr. 2 bokstav k).

Vpff. § 6-8 gjennomfører EØS-forpliktelser hva gjelder UCITS-fond, som svarer til direktiv 2007/16/EF (definisjonsdirektivet) artikkel 11. I tolkningen av vpff. § 6-8 bør derfor EØS-retten tas i betraktning. Det vises til omtale av EØS-retten under punkt 4. Bestemmelsen gjelder også for nasjonale fond, herunder spesialfond.

3.4.2 Fondets totale eksponering

I følge vpff. § 6-10 kan et verdipapirfonds totale eksponering knyttet til derivater ikke overstige verdien av fondets netto portefølje. Formålet med bestemmelsen om beregning av total eksponering, er å fange opp eksponering overfor markedsrisiko "utenfor balansen", og behandle slik risiko likt. Denne type eksponering kan medføre "gearing" av porteføljen og oppstår først og fremst gjennom bruk av derivater. Slik risiko vil også kunne oppstå ved verdipapirutlån og bruk av gjenkjøpsavtaler hvis fondet benytter sikkerheter mottatt for utlånet eller gjenkjøpsavtalen som grunnlag for å foreta nye investeringer. I henhold til fjerde ledd i bestemmelsen skal utlån av finansielle instrumenter og gjenkjøpsavtaler som har til formål å frembringe tilleggskapital eller eksponering mot markedsrisiko tas med ved beregning av fondets totale eksponering knyttet til derivater.

Vpff. § 6-10 fjerde ledd gjennomfører EØS-forpliktelser hva gjelder UCITS-fond, som svarer til Kommisjonsdirektiv 2010/43/EU artikkel 41 (4). Bestemmelsen er gjort gjeldende også for nasjonale fond, men spesialfond er unntatt. Finanstilsynet foreslår ingen endringer i § 6-10 fjerde ledd, og kommer ikke noe nærmere inn på bestemmelsen i dette notatet.

3.4.3 Motpartsrisiko og sikkerhetsstillelse ved utlån

Vpff. § 6-18 er som nevnt en særregel om utlån. Etter vpff. § 6-18 annet ledd kan forvaltningsselskap bare inngå avtaler om utlån av finansielle instrumenter med verdipapirforetak og oppgjørssentraler. Etter bestemmelsens fjerde ledd kan forvaltningsselskapet inngå avtaler om utlån av finansielle instrumenter med tilsvarende utenlandske foretak etter tillatelse fra Finanstilsynet.

Det følger av vpff. § 6-18 annet ledd nr. 1 at når et *verdipapirforetak* opptrer som motpart (mellommann) i en utlånsavtale, skal verdipapirforetaket ha tillatelse til å yte investeringstjenester som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 2, "utførelse av ordre på vegne av kunde". Videre følger det av § 6-18 tredje ledd annet punktum at forvaltningsselskapet ikke kan godkjenne den annen part i transaksjonen etter verdipapirhandelloven § 12-1 tredje punktum. Dette innebærer at verdipapirforetaket skal ha oppgjørsansvaret overfor fondet. Det er verdipapirforetaket som skal være ansvarlig motpart overfor fondet. I dette ligger et ansvar for tilbakelevering av type og antall finansielle instrumenter tilsvarende de utlånte papirer, at tilbakelevering skjer til rett tid samt ansvar for alle betalinger som følge av utlånet. Verdipapirforetaket er ansvarlig for oppfyllelse av ordre det har utført, jf. verdipapirhandelloven § 12-1, herunder for mulig mislighold hos den kunde som verdipapirforetaket har lånt ut instrumentene til. Det forhold at verdipapirforetaket vil være oppgjørsansvarlig for utlånet, innebærer at verdipapirfondet ikke får direkte risiko mot endelig låntaker, men mot verdipapirforetaket som formidler av utlånet.

Forvaltningsselskapet kan ikke inngå avtaler med verdipapirforetak som "låner ut instrumentene for egen regning", jf. § 6-18 tredje ledd første punktum. Bestemmelsen viderefører tidligere forskrift om utlån av finansielle instrumenter. Tilsvarende bestemmelse i tidligere forskrift var formulert slik: "Forvaltningsselskapet kan ikke inngå avtaler med verdipapirforetak som låner instrumentene for egen regning." (*Finanstilsynets understrekning*) I verdipapirfondforskriften er dette endret til verdipapirforetak som låner *ut* instrumentene for egen regning. Finanstilsynet legger til grunn at det ikke har vært meningen å gjøre noen realitetsendring ved endringen i ordlyden, og at bestemmelsen skal forstås slik at det ikke kan inngås avtaler med verdipapirforetak som låner instrumentene for egen regning. I dette ligger en forutsetning om at verdipapirforetaket i forbindelse med innlån fra verdipapirfond ikke skal opptre som motpart ved egenhandel. Verdipapirforetaket må altså være den formelle motpart i avtalen om utlån med verdipapirfondet, og videre ha en formidlerrolle/opptre som mellommann ved utlån.

Verdipapirforetak som formidler et verdipapirlån, må påse at den part verdipapirforetaket låner ut til, stiller betryggende sikkerhet for lånet. Dette reguleres av verdipapirhandelloven § 10-5 første ledd. Sikkerheten skal minst tilsvare instrumentenes markedsverdi til enhver tid, med tillegg av en marginsikkerhet etter nærmere regler fastsatt av departementet. Departementet har fastsatt slike regler i den såkalte marginforskriften (forskrift 14.10.1996 nr. 984).

Det er verdipapirforetaket, som formidler av utlånet, som godkjenner den endelige låntaker og som påser at det stilles betryggende sikkerhet fra endelig låntaker i samsvar med vphl. § 10-5. Dette ansvaret påhviler ikke forvaltningsselskapet ved utlån på vegne av verdipapirfondet.

Verdipapirforetakets plikt til å påse at det stilles betryggende sikkerhet, bidrar til å redusere den risiko som verdipapirforetak har for eventuelt mislighold fra endelig låntaker. Etter gjeldende regler er det imidlertid ikke slik at sikkerheten verdipapirforetaket mottar skal stilles til fordel for fondet, eller at verdipapirforetaket skal stille annen sikkerhet overfor verdipapirfondet. Dersom verdipapirforetaket går konkurs, vil fondet, slik utlån er innrettet, ikke ha noen separatistrett til de utlånte instrumenter eller rett til dekning i sikkerheten som endelig låntaker har stilt overfor verdipapirforetaket. Fondet vil kun ha et dividendekrav i boet for de utlånte verdipapirene. Størrelsen på fondets eksponering mot verdipapirforetaket som følge av utlån av finansielle instrumenter reduseres dermed ikke ved at verdipapirforetaket innhenter sikkerhet fra endelig låntaker. Sikkerhetsstillelsen overfor verdipapirforetaket påvirker kun sannsynligheten for at verdipapirforetaket vil få økonomiske problemer som følge av formidlingen av utlån av finansielle instrumenter.

Da det ble åpnet for utlån i verdipapirfondloven, ble det vurdert å være en betryggende ordning at verdipapirfond inngår avtaler om utlån med verdipapirforetak eller oppgjørssentral. Departementet mente det var vanskelig å sette krav om sikkerhetsstillelse overfor verdipapirfondet tilsvarende det som gjelder overfor verdipapirforetak. Denne vurderingen ble gjort blant annet under henvisning til at verdipapirfond utsettes for motpartsrisiko mot verdipapirforetak også i andre sammenhenger uten krav om sikkerhet. Det vises til Ot.prp. nr. 98 (2000-2001) s. 38. Vurderingen må også ses i sammenheng med begrensningen på hvor mye av fondets midler som kan lånes ut til samme verdipapirforetak. I tidligere forskrift var begrensningen satt til 5 prosent av fondets eiendeler. Etter gjeldende bestemmelse kan forvaltningsselskapet ikke låne ut mer enn 10 prosent av fondets eiendeler gjennom samme verdipapirforetak, jf. vpff. § 6-18 syvende ledd. De fastsatte grensene for eksponering mot samme verdipapirforetak kan ikke reduseres gjennom sikkerhetsstillelse overfor fondet.

Etter Finanstilsynets vurdering er det relevant å se hen til vpff. § 6-14 som regulerer motpartsrisiko ved unoterte derivater. Når et verdipapirfond inngår OTC-kontrakter kan risikoeksponeringen mot samme motpart ikke overstige 10 prosent av fondets eiendeler når motparten er en kredittinstitusjon og 5 prosent mot andre motparter. Det er ikke et krav at motparten i en OTC- kontrakt stiller sikkerhet overfor fondet. Det følger imidlertid av tredje ledd at motpartseksponeringen kan reduseres gjennom sikkerhetsstillelse.

Etter gjeldende regler skal et utlån tas med ved beregningen av total eksponering knyttet til derivater, jf. vpff. § 6-10 fjerde ledd, men ikke ved beregningen av motpartsrisiko ved OTC-derivater etter § 6-14 annet ledd.

Når *oppgjørssentral* opptrer som motpart ved utlån skal oppgjørssentralen ha tillatelse etter verdipapirhandelloven § 13-1, jf. vpff. § 6-18 annet ledd nr. 2. Oppgjørssentral driver virksomhet som består i å tre inn som part eller på annen måte garantere for oppfyllelse av avtaler som gjelder handel med finansielle instrumenter og forpliktelser vedrørende lån av finansielle instrumenter, jf. verdipapirhandelloven § 2-6.

På samme måte som verdipapirforetaket etter gjeldende regler er ansvarlig motpart overfor fondet ved utlån, vil en oppgjørssentral være fondets ansvarlige motpart og oppgjørsansvarlig, jf. vphl. § 2-6.

Etter verdipapirhandelloven § 13-4 første ledd skal oppgjørssentral påse at sentralen har tilstrekkelig sikkerhet for oppfyllelse av avtaler sentralen trer inn i som part eller på annen måte garanterer for oppfyllelse av. Oppgjørssentral skal løpende beregne og kreve slik sikkerhet.

Bestemmelsen om at kun 10 prosent av fondets eiendeler kan lånes ut gjennom samme verdipapirforetak, gjelder ikke for utlån gjennom oppgjørssentral.

3.4.4 Øvrige bestemmelser om utlån

Det følger av vpff. § 6-18 første ledd at utlån av finansielle instrumenter skal ha som formål å gi andelseierne høyere risikojustert avkastning. Videre skal alle inntekter fra utlånet tilfalle fondet. Finanstilsynet er av den oppfatning at bestemmelsen om at alle inntekter skal tilfalle fondet, må forstås slik at nødvendige kostnader i forbindelse med en utlånsavtale, kan komme til fradrag som en operasjonell kostnad. Finanstilsynet legger til grunn at operasjonelle kostnader ved utlån, vil anses som transaksjonskostnader etter vpfl. § 4-6 første ledd nr. 1 og således kan dekkes av fondet.

Etter vpff. § 6-18 femte ledd kan forvaltningsselskapet ikke låne ut mer enn 50 prosent av fondets eiendeler. Bestemmelsen antas å ha sammenheng med de krav som stilles til at fondet skal være tilstrekkelig likvid.

Etter vpff. § 6-18 sjette ledd første punktum skal oppsigelsesfristen for utlån ikke overstige ordinær oppgjørssyklus i det aktuelle verdipapirregisteret. Inntil 10 prosent av fondets eiendeler kan likevel lånes ut med oppsigelsesfrist på inntil 30 dager. Bestemmelsen har til hensikt å begrense fondets likviditetsrisiko, dvs. risikoen for ikke å ha tilstrekkelig likviditet til å møte innløsningskrav.

Etter vpff. § 6-18 åttende ledd kan forvaltningsselskapet bare låne ut finansielle instrumenter som omsettes på regulert marked. Dette kravet bidrar til større likviditet i de utlånte instrumentene slik at de vil være lettere tilgjengelig for låntaker når instrumentene skal leveres tilbake til fondet. Det er viktig at de utlånte instrumentene er likvide slik at et utlån ikke vanskeliggjør oppfyllelsen av forvaltningsselskapets plikt til å sørge for at andelseierne får innløst andeler.

Etter vpff. § 6-18 niende ledd kan et verdipapirfond bare låne ut finansielle instrumenter dersom dette fremgår av fondets vedtekter.

4. EØS-RETT

4.1 Innledning

Europaparlaments- og rådsdirektiv 2009/65/EF (UCITS-direktivet) inneholder ingen særskilte bestemmelser om utlån fra verdipapirfond. Heller ikke gjenkjøpsavtaler er eksplisitt regulert i direktivet. Det følger imidlertid av UCITS-direktivet art. 51 (2) at det i forvaltningen av et UCITS-fond kan benyttes teknikker og instrumenter med sikte på å effektivisere forvaltningen. Bestemmelsen er en videreføring av art. 21 (2) i direktiv 85/611/EØF og er gjennomført i vpff. § 6-

8. Det følger av Kommisjonsdirektiv 2010/43/EU art. 41 (4) at utlån og gjenkjøpsavtaler er eksempler på teknikker for effektiv porteføljeforvaltning. Som Finanstilsynet kommer tilbake til under punkt 4.6, har EU-Kommisjonen gjennomført en høring som blant annet tar sikte på å få klarlagt hvilke transaksjoner som i dag anses å være EPF-teknikker.

Kommisjonsdirektiv 2007/16/EF (omtales som "definisjonsdirektivet" og regulerer UCITS-fond nærmere) gir utfyllende regler for EPF teknikkene, blant annet om hvilke formål EPF-teknikkene kan ha.

Det anses ikke hensiktsmessig å foreta en generell gjennomgang av EØS-regelverket knyttet til EPF-teknikker i dette notatet, men noen problemstillinger blir belyst. Det er særlig to spørsmål som er av interesse ved vurdering av nye regler for EPF-teknikker, herunder utlån og gjenkjøpsavtaler. Det første spørsmålet er om EØS-retten oppstiller begrensninger med hensyn til hvor stor risikoeksponering et verdipapirfond kan ha mot én og samme motpart ved bruk av EPF-teknikker. Det andre spørsmålet er om EØS-retten stiller krav om sikkerhetsstillelse ved bruk av teknikker som utlån og gjenkjøpsavtaler, og/eller om det er krav til sikkerheten som eventuelt stilles.

European Securities and Markets Authority (ESMA) har utarbeidet retningslinjer om ETF'er og andre UCITS temaer (ESMA/2012/832EN) som omhandler EPF-teknikkene (heretter: ESMA-retningslinjene). ESMA-retningslinjene omhandler en rekke punkter som er relevante ved utformingen av reglene som vil bli foreslått for EPF-teknikkene. ESMA-retningslinjene anses sentrale og vil bli omhandlet særskilt under punkt 4.5 nedenfor.

4.2 Risikoeksponering mot én og samme motpart

Det følger av UCITS-direktivet art. 51 (2) andre ledd at når teknikker og instrumenter innebærer bruk av derivater, skal vilkår og eksponeringsgrenser være i overensstemmelse med direktivets bestemmelser. Et verdipapirlån eller en gjenkjøpsavtale er ikke et derivat, og bestemmelsen tilsier derfor isolert sett at plasseringsbegrensninger for derivater i direktivet ikke skal komme til anvendelse på disse teknikkene for effektiv porteføljeforvaltning.

I Kommisjonsdirektiv 2007/16/EF art. 11 er det med eksplisitt henvisning til UCITS-direktivet art. 51 (2) (tidligere art. 21 (2)) gitt utfyllende regler om de teknikker som kan benyttes. Det kreves at de ulike teknikkene må kunne benyttes på en kostnadseffektiv måte, og at risikoen forbundet med teknikkene blir hensiktsmessig fanget opp av risikostyringssystemet for verdipapirfondet, jf. art. 11 (1) (a) og (c). Videre skal bruk av den aktuelle teknikken ha ett av følgende formål, jf. art. 11 (1) (b):

(i) Reduksjon av risiko
(ii) Reduksjon av kostnader
(iii) Frembringelse av tilleggskapital eller inntekter til verdipapirfondet med et risikonivå som er i overensstemmelse med risikoprofilen til verdipapirfondet og risikospredningsreglene fastsatt i artikkel 52 i UCITS-direktivet (tidl. Art. 22).

Bestemmelsen er gjennomført i vpff. § 6-8, jf. punkt 3.4.1 I ovennevnte punkt (iii) henvises det til artikkel 52 i UCITS-direktivet. Artikkel 52 oppstiller begrensninger for et verdipapirfonds motpartsrisiko i OTC-derivater. Motpartsrisikoen skal etter art. 52 (1) annet ledd være begrenset til 10 prosent eller 5 prosent av fondets eiendeler, avhengig av om motparten er en kredittinstitusjon eller ikke. Finanstilsynet oppfatter ikke henvisningen til art. 52 slik at det skal gjelde tilsvarende

grenser for motpartsrisiko ved bruk av teknikkene som ved OTC-derivater. Finanstilsynet kan med andre ord ikke se at UCITS-direktivet fastsetter særskilte spredningsregler for EPF-teknikker.

Basert på direktivets ordlyd synes problemstillingen heller å være hvorvidt motpartsrisikoen ved bruk av disse teknikkene skal tas med i beregningen av motpartsrisiko ved OTC-derivater.

I ESMA-retningslinjene omhandles bl.a. teknikker for effektiv porteføljeforvaltning og sikkerhetsstillelse i sammenheng med teknikkene. Ifølge punkt 41 i disse retningslinjene skal motpartsrisiko som følge av bruk av teknikker for å oppnå en effektiv porteføljeforvaltning kombineres med motpartsrisiko knyttet til OTC-derivater når motpartsrisiko etter art. 52 beregnes. Retningslinjene blir nærmere omtalt i punkt 4.5.

De nevnte direktivbestemmelsene gir etter sin ordlyd ikke et klart svar på om motpartsrisikoen ved utlån eller andre teknikker for effektiv porteføljeforvaltning skal tas med i beregningen av tillatt motpartsrisiko for OTC-derivater. Finanstilsynet mener imidlertid at UCITS-direktivet art. 52 bør forstås i samsvar med det ESMAs retningslinjer gir uttrykk for, nemlig at motpartsrisikoen ved bruk av teknikkene skal kombineres med motpartsrisikoen knyttet til OTC-derivater. En slik regel bidrar til at det skal gjøres en forsvarlighetsvurdering basert på en samlet vurdering av eksponering mot motparter, hensyntatt sikkerheter.

I den grad fondet mottar sikkerhet ved bruk av EPF-teknikker, er spørsmålet om motpartsrisikoen ved slike teknikker skal tas med i beregningen av motpartsrisiko ved OTC-derivater av mindre betydning. Av Kommisjonsdirektivet art. 43 (3) følger det at medlemsstater kan tillate forvaltningsselskapet å redusere fondets motpartsrisiko ved OTC-handlede derivater dersom fondet mottar sikkerhet. Dersom fondet mottar full sikkerhet, vil motpartsrisikoen derfor ikke komme over de grensene som er fastsatt for OTC-derivater. Direktivbestemmelsen er gjennomført i vpff. § 6-14 tredje ledd som gir adgang til å hensynta sikkerhetstillelse ved beregning av netto motpartseksponering dersom sikkerheten er tilstrekkelig likvid. Videre legger også ESMAs retningslinjer opp til at åpen motpartsrisiko kan reduseres ved bruk av sikkerhetsstillelse.

4.3 Krever EØS-retten at det stilles sikkerhet overfor verdipapirfondet ved EPF-teknikker

Finanstilsynet kan ikke se at UCITS-direktivet eller utfyllende rettsakter stiller krav til sikkerhetsstillelse ved bruk av EPF-teknikker. Flere bestemmelser forutsetter at sikkerhetsstillelse er aktuelt ved bruk av teknikkene. Det følger forutsetningsvis av Kommisjonsdirektiv 2010/43/EU art. 41 (4) at sikkerhetsstillelse kan benyttes for å frembringe tilleggskapital eller eksponering mot markedsrisiko. Videre fremgår av ESMAs retningslinjer at motpartsrisiko som oppstår ved bruk av teknikker for effektiv porteføljeforvaltning, inkludert utlån av finansielle instrumenter og gjenkjøpsavtaler, kan reduseres ved bruk av sikkerheter som oppfyller nærmere vilkår, jf. kap. XII i ESMA-retningslinjene.

4.4 Enkelte andre problemstillinger

EØS-retten inneholder ikke eksplisitte regler om hvor stor del av et verdipapirfonds eiendeler som kan lånes ut. Finanstilsynet oppfatter EØS-retten slik at nasjonale regler vil kunne stille opp grenser for hvor stor del av fondets portefølje som totalt kan lånes ut. Retningslinjene fra ESMA inneholder særlige regler som skal sikre andelseiernes interesser og som kommer til anvendelse dersom fondet,

som følge av omfattende bruk av EPF-teknikker eller OTC-derivathandel, har mottatt sikkerheter tilsvarende 30 prosent eller mer av fondets verdi.

EØS-retten begrenser ikke kretsen for hvem som kan være motpart til UCITS-fond ved verdipapirutlån eller i en gjenkjøpsavtale. UCITS-direktivet inneholder heller ikke regler om hva som skal gjelde med hensyn til oppsigelse av slike avtaler. Direktivet forutsetter at andelseiere skal få innløst sine andeler. Kravene til fondets risikostyring omfatter også styring av motpartsrisiko og likviditetsrisiko ved verdipapirutlån og gjenkjøpsavtaler.

4.5 ESMA-retningslinjene

ESMA-retningslinjene omhandler teknikker for effektiv porteføljeforvaltning og sikkerhetsstillelse i sammenheng med teknikkene. Retningslinjene skal bidra til å harmonisere praktiseringen av regelverket for UCITS-fond. Retningslinjene er publisert på Finanstilsynets nettsted, samtidig som det er opplyst at Finanstilsynet gjennom den risikobaserte tilsynspraksisen vil følge opp etterlevelse av retningslinjene.

I avsnitt X i retningslinjene omhandles bruk av teknikker for å oppnå en effektiv porteføljeforvaltning. Det fremgår av punkt 25 og 28 at det skal opplyses i prospektet om et verdipapirfond skal benytte EPF-teknikker og instrumenter. Blant annet skal det opplyses om risiko og kostnader forbundet med dette. Etter punkt 29 skal alle nettoinntekter fra EPF-teknikker tilføres fondet, dvs. etter fradrag for operasjonelle kostnader. Det fremgår av punkt 30 at forvaltningsselskapet skal forsikre seg om at det, når det inngår utlånsavtaler, til enhver tid kan tilbakekalle ethvert finansielt instrument eller avslutte enhver utlånsavtale. Videre følger av punkt 31 og 32 at forvaltningsselskapet til enhver tid må kunne tilbakekalle kontanter og finansielle instrumenter under en gjenkjøpsavtale og en omvendt gjenkjøpsavtale eller kunne avslutte en slik avtale, dog slik at en gjenkjøpsavtale med fast løpetid på opp til sju dager oppfyller dette vilkåret.

Avsnitt XII i ESMA-retningslinjene omhandler håndtering av sikkerheter som fond mottar som følge av inngåelse av OTC-derivater og ved bruk av teknikker for effektivisering av porteføljeforvaltningen. Det følger av punkt 42 i disse retningslinjene at alle aktiva som et UCITS-fond mottar i forbindelse med teknikker for effektiv porteføljeforvaltning, skal anses for å være sikkerhet når det gjelder retningslinjene. Videre skal sikkerhet som benyttes for å redusere motpartsrisiko oppfylle visse kriterier. Retningslinjene fastsetter kriterier knyttet til sikkerhetens likviditet, hvor ofte sikkerheten må verdsettes, bruk av instrumenter med høy prisvolatilitet som sikkerhet, kredittkvalitet på utsteder av sikkerhetene, uavhengighet (samvariasjon) mellom utsteder av sikkerheten og motparten og diversifisering av samlet sikkerhetsmasse.

Retningslinjene stiller videre krav om at risiko knyttet til håndtering av sikkerheten, som operasjonell og juridisk risiko, må søkes identifisert, håndtert og redusert gjennom forvaltningsselskapets risikostyringsprosess. Det er begrensinger med hensyn til hvordan sikkerheten oppbevares og med hensyn til mulig reinvestering av sikkerheten. Retningslinjene omhandler også fondets disposisjonsrett til sikkerheten, krav til stresstesting i forhold til likviditetsrisiko, krav til retningslinjer for hvilken verdi ulike typer sikkerheter skal tillegges ("haircut policy"). Det fremgår videre av retningslinjene at fondets prospekt skal inneholde klar informasjon om fondets retningslinjer for sikkerhetsstillelse, herunder hvilke typer sikkerheter som aksepteres og om eventuell reinvestering av kontanter skal tillates. Det er gitt en nærmere beskrivelse av ESMAs retningslinjer i Boks 1.

Boks 1

Kapittel XII i retningslinjene stiller nærmere krav til håndtering av sikkerheter som fond mottar som følge av inngåelse av OTC-derivater og teknikker for effektivisering av porteføljeforvaltningen. Kravene omfatter:

- Begrensning av motpartsrisiko: Udekket motpartsrisiko knyttet til denne type derivater og teknikker skal legges sammen ved måling av eksponering overfor OTC-derivatmotparter. I henhold til art. 52 (1) er det en begrensing på slik motpartsrisiko på 10 prosent av fondets midler hvis motparten er en kredittinstitusjon og 5 prosent i andre tilfeller.

- Vilkår som må oppfylles for at sikkerheter kan anses å redusere motpartsrisiko. Disse omfatter sikkerhetenes likviditet, hyppighet på verdsettelse, reduksjon av sikkerhetenes verdi når denne viser høy prisvolatilitet, kredittkvalitet på utsteder av sikkerhetene, samvariasjon mellom sikkerhetenes verdi og motparten i transaksjonen, diversifisering av samlet sikkerhetsmassen.

- Risikostyring: Risikoene knyttet til forvaltning av sikkerhetsmassen, slik som operasjonell og juridisk risiko, skal være identifisert, styrt og begrenset gjennom fondsselskapets risikostyringsprosess.

- Oppbevaring av sikkerheter: Sikkerheter overført til eie skal oppbevares av depotbanken på vegne av fondet. For andre typer sikkerheter kan disse oppbevares av en annen bank underlagt tilsyn, uten relasjon til motparter som stiller sikkerheter.

- Disposisjonsrett: Sikkerheter skal til enhver tid kunne benyttes av fondet ved manglende oppgjør uten at det først må gis melding til eller innhentes godkjenning fra motparten.

- Reinvestering av ikke-kontant sikkerhet: UCITS-fond skal ikke selge, reinvestere eller pantsette slike sikkerheter.

- Begrensning på reinvestering av sikkerhet i form av kontante midler. Slike sikkerheter kan kun reinvesteres på følgende måte:
  - Innskudd i banker som fondet ellers har anledning til å benytte
  - Statsobligasjoner med høy kredittkvalitet
  - Inngåelse av omvendte gjenkjøpsavtaler forutsatt at motparten er en regulert kredittinstitusjon og at fondet kan tilbakekalle de kontante midlene til enhver tid til påløpt verdi ("accrued basis")
  - Innskudd i pengemarkedsfond omfattet av CEBS' retningslinjer for definisjon av pengemarkedsfond i Europa

  Reinvesterte sikkerheter skal videre være diversifisert i tråd med reglene for diversifisering av ikke-kontant sikkerhet.

- Stresstesting i forhold til likviditetsrisiko: UCITS-fond som mottar sikkerheter tilsvarende 30 % eller mer av fondets eiendeler plikter å gjennomføre stresstesting av likviditetsrisiko i henhold til nærmere definerte krav.

- Sikkerhetsverdi: Forvaltningsselskaper plikter å ha klare retningslinjer for hvilken verdi ulike typer sikkerheter skal tillegges ("haircut policy"), hvor denne skal baseres på aktivaklassens risikoegenskaper, slik som kredittverdighet, prisvolatilitet, og likviditetsrisiko.

- Prospektet skal inneholde klar informasjon om fondets retningslinjer for sikkerhetsstillelse, inkludert hvilke former for sikkerhet som benyttes, relativ størrelse på sikkerheter i forhold til eksponering, sikkerhetsverdier som legges til grunn og, når det er relevant, retningslinjer for reinvestering av kontant sikkerhetsstillelse.

4.6 Høring fra EU-Kommisjonen

EU-Kommisjonen har gjennomført en høring som ble avsluttet i midten av oktober 2012 om en fremtidig regulering for UCITS-fond (IP/12/853). Ett av temaene i denne høringen har vært UCITS-fonds bruk av teknikker for effektivisering av porteføljeforvaltningen. Kommisjonen har uttalt at høringen bygger på og supplerer ESMAs retningslinjer om ETF'er og andre UCITS temaer. Høringen tar sikte på å klarlegge en del generelle problemstillinger ved bruk av teknikkene herunder hva som er gjeldende markedspraksis med hensyn til motparter, volumer og om det er alminnelig praksis å fastsette grenser for hvor stor andel av fondets eiendeler som kan benyttes for teknikkene. Videre legger høringen opp til å klarlegge hva som er gjeldende markedspraksis og hvorvidt man ser behov for å fastsette nærmere vilkår vedrørende sikkerhetsstillelse i sammenheng med teknikkene.

Det er foreløpig ikke noe endelig forslag fra Kommisjonen om endring i reguleringen for UCITS-fond.

5. GJELDENDE PRAKSIS VED UTLÅN

5.1 Utlån fra norske verdipapirfond

Flere norske fondsforvaltningsselskaper forvalter verdipapirfond som etter sine vedtekter har anledning til å låne ut finansielle instrumenter. Det er imidlertid kun et fåtall forvaltningsselskaper som i tilknytning til forvaltningen av fondene benytter seg av denne adgangen. I de få tilfellene der utlån av finansielle instrumenter fra verdipapirfond forekommer, gjelder dette utlån av norske aksjer. Utlånsvirksomheten i disse fondene har dessuten vært meget beskjeden. Verdipapirfondenes forening kjenner ikke til at det er noen av foreningens medlemmer som låner ut utenlandske verdipapirer fra verdipapirfondsporteføljene. Foreningen legger til grunn at årsaken til at dette ikke er utbredt er at bestemmelsene om utlån av finansielle instrumenter i verdipapirfondloven og forskriften er til hinder for at norske fond kan benytte de standardiserte internasjonale avtalene om verdipapirutlån.

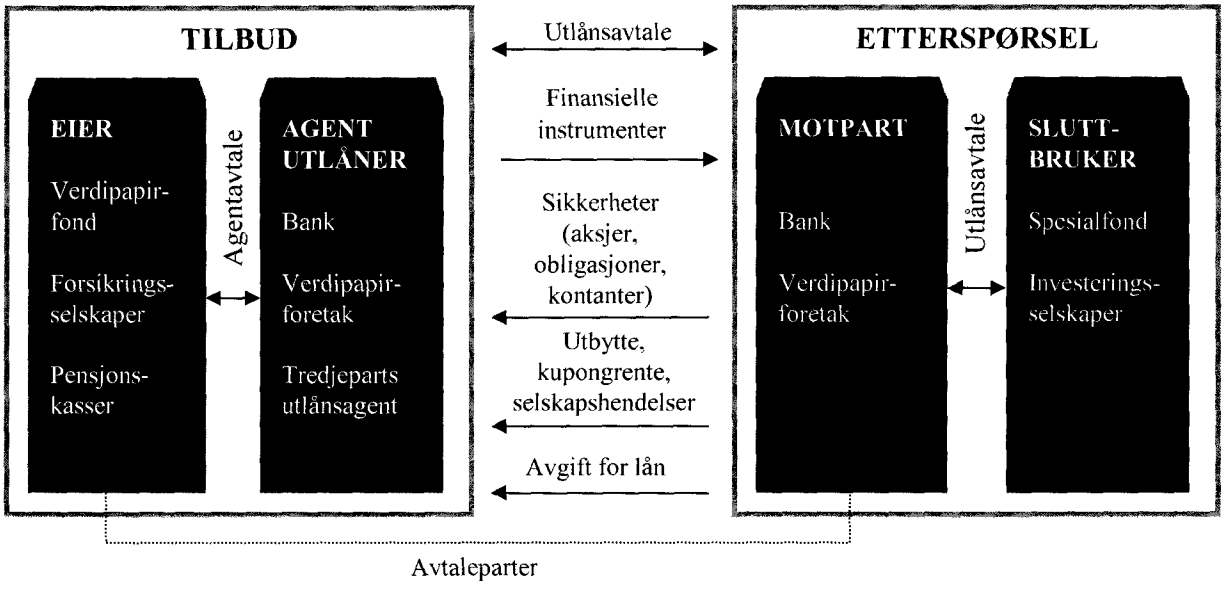
Representanter for næringen viser til at den svært beskjedne utlånsvirksomheten er et uttrykk for at den eksisterende reguleringen ikke gjør det regningssvarende for forvaltningsselskapene å låne ut finansielle instrumenter fra de verdipapirfond som forvaltes.

5.2 Generelt om utlån

5.2.1 Beskrivelse av lånemarkedet

Det norske og internasjonale lånemarkedet består av aktører med ulike roller. På den ene siden står eierne av finansielle instrumenter som ønsker å låne ut sine instrumenter. Dette er typisk verdipapirfond, pensjonskasser og forsikringsselskaper. Disse kan låne ut egne finansielle instrumenter selv, men benytter ofte, av markedsmessige, kostnadsmessige og risikomessige hensyn, agenter som tilbyr operasjonelle tjenester knyttet til utlån av finansielle instrumenter. Agentene har gjerne et kontaktnett mot låntakersiden. Agentene vil primært være banker som yter tjenester knyttet til oppbevaring av finansielle instrumenter (depotbanker), verdipapirforetak, eller spesialiserte tredjeparts låneagenter som ikke er bank eller verdipapirforetak.

På låntakersiden kommer etterspørselen dels fra banker og verdipapirforetak, som har behov for å låne inn for å dekke egne behov knyttet til sin investeringstjenestevirksomhet, inkludert market making og egenhandel, eller som låner inn på vegne av en sluttbruker. Sluttbruker vil gjerne være andre aktører i finansmarkedet med et lånebehov, f.eks. spesialfond, investeringsselskaper eller andre selskaper som handler aktivt i verdipapirmarkedet. Tilbuds- og etterspørselssiden kan illustreres slik:



Etterspørselen etter lån av finansielle instrumenter knytter seg til enkeltutstedere og varierer gjennom året. Fond med bredt sammensatte verdipapirporteføljer, slik som indeksfond, vil ofte ha verdipapirer som er etterspurt. Slike fond vil derfor ha større mulighet til å få lånt ut en vesentlig del av sin portefølje over tid, enn eiere av smalere porteføljer. Eiere av smalere porteføljer vil kunne være aktuelle utlånere av enkeltinstrumenter hvor det er særlig stor låneetterspørsel. For sistnevnte vil prisene som kan tas for utlån være høyere, noe som vil kunne gjøre utlån regningsvarende også for slike porteføljer til tross for færre utlånstilfeller.

Det kan ikke gis noe eksakt estimat på hva utlånere av finansielle instrumenter kan tjene på utlån av verdipapirer. I henhold til opplysninger i "Securities Lending - A guide for Policymakers" fra International Securities Lending Association fra 2012 betaler låntakere i størrelsesorden 0,1 prosent pa. for verdipapirer som det er god tilgang på, og opp til 5 prosent pa. for verdipapirer som er vanskelig å få lånt. Det er viktig å merke seg at prisingen av verdipapirutlån er basert på at motparten stiller sikkerhet overfor utlåner slik at risikoen for utlåner er lav.

Statens pensjonsfond utland (SPU) deltar i det internasjonale markedet med brede verdipapir-porteføljer. SPU har i årsrapporten for 2009 opplyst at det i perioden 1998-2009 hadde en gjennomsnittlig nettoinntekt fra utlån på 0,05 prosent av porteføljens verdi. Fra bransjehold er det lagt til grunn at tilsvarende netto inntekter vil være mulig å oppnå for større norske fond med en bredt sammensatt portefølje av internasjonale aksjer.

Det er fremhevet at det er særlig for indeksfond at det er viktig å kunne oppnå slike tilleggsinntekter. En tilleggsinntekt på 0,05 prosentpoeng utgjør inntil halvparten av forvaltningshonorarene som belastes i indeksfond rettet mot storkundemarkedet. Slike inntekter bidrar til at indeksfond internasjonalt kan komme vesentlig nærmere sitt mål om å gi andelseierne samme avkastning som indeksen.

I utlånsmarkedet internasjonalt er det ikke vanlig å låne ut til oppgjørssentraler, eller å benytte oppgjørssentraler for å garantere tilbakelevering av de utlånte finansielle instrumentene. I flere land er det imidlertid nasjonale ordninger, slik som i Norge, hvor en oppgjørssentral har etablert automatiske låneordninger hvor hovedformålet er å dekke inn manglende levering av verdipapirer i det sentraliserte verdipapiroppgjøret. Ved bruk av oppgjørssentraler må motparten stille sikkerhet overfor oppgjørssentralen for tilbakeleveringen av instrumentene. Oppgjørssentralene har ingen tradisjon for å stille sikkerheter overfor sine kontraktsmotparter, hvilket innebærer at utlåner får åpen motpartsrisiko på oppgjørssentralen for den fulle verdien av de utlånte finansielle instrumentene. Oslo Clearing ASA har etablert en automatisk låneordning for å bedre effektiviteten i verdipapiroppgjøret. Oslo Clearing ASA trer inn som sentral motpart mot långivere og låntakere. Lånepoolen hjelper oppgjørsdeltakerne med å oppfylle sine leveringsforpliktelser. I tillegg tilbyr foretaket clearing av bilaterale lån. Dette skjer i dag ved at de garanterer for avtalepartenes forpliktelser.

5.2.2 Avtaleverket for lån av finansielle instrumenter

Avtaleverket for lån av finansielle instrumenter som brukes av norske og internasjonale aktører, er i stor grad basert på standardavtaler. Partene inngår som regel en rammeavtale som inneholder generelle bestemmelser om blant annet levering, oppgjør, sikkerhetsstillelse, hvilke typer verdipapirer som kan lånes, mislighold, sluttavregning, ansvar. Rammeavtalen skal gjelde for alle lånetransaksjoner partene inngår. Deretter reguleres de spesielle vilkårene for den enkelte lånetransaksjon, slik som hvilke verdipapirer som lånes, pris, start- og eventuell sluttdato, i en egen bekreftelse som viser til rammeavtalen. Rammeavtalen med vedlegg og bekreftelser utgjør én avtale.

Et eksempel på en slik rammeavtale er Global Master Securities Lending Agreement ("GMSLA") utarbeidet av organisasjonen International Securities Lending Association ("ISLA"). Siste versjon av GMSLA er fra 2010 ("GMSLA 2010"). Et verdipapirlån inngått under GMSLA 2010 gjennomføres ved at utlåner overfører verdipapirene til låntaker til eie ved avtaleperiodens start. Samtidig inntrer en plikt for låntaker til å levere tilsvarende verdipapirer tilbake til utlåner ved avtaleperiodens slutt. Utlåner har altså kun et obligatorisk krav på å få tilsvarende verdipapirer tilbake ved låneperiodens slutt. Avtaleperiodens slutt kan være avtalt på forhånd, men partene har uansett rett til å avslutte lånet på et tidligere tidspunkt, og det vanligste er derfor at det ikke avtales sluttdato på forhånd.

Det er avtalens normalordning at det stilles sikkerhet for oppfyllelse av låntakers tilbakeleveringsplikt. Denne sikkerheten kan bestå av kontante midler eller finansielle instrumenter, etter nærmere avtale mellom partene. Utgangspunktet er at låntaker stiller full sikkerhet tilsvarende verdipapirenes markedsverdi, med tillegg av en marginsikkerhet for å hensynta mulige verdisvingninger i de utlånte verdipapirene, og i eventuell verdisvingninger i de finansielle instrumenter som stilles som sikkerhet. GMSLA er underlagt engelsk rett. Avtalen er å anse som en avtale om finansiell sikkerhetsstillelse etter lov om finansiell sikkerhetsstillelse.

Dersom en av partene misligholder avtalen, vil den andre parten kunne motregne alle forpliktelser under avtalen ved såkalt sluttavregning, og tiltre, selge eller på annen måte realisere sikkerheten.

Risikoen en utlåner løper er som utgangspunkt dermed begrenset til risikoen for at sikkerheten likevel ikke dekker verdien av de utlånte verdipapirene.

Låntaker betaler en avgift for lånet til utlåner. Dersom låntaker stiller sikkerhet i form av finansielle instrumenter, skal utlåner kompensere låntaker for avkastningen på instrumentene, tilsvarende det som gjelder for instrumentene som lånes ut. (Under enkelte rammeavtaler benyttes pant i stedet for eiendomsoverdragelse som sikkerheten fra låntaker. Da vil avkastningen knyttet til sikkerhet i form av de finansielle instrumentene, automatisk tilfalle låntaker.) Dersom låntaker stiller sikkerhet i form av kontanter, avtales en rente på sikkerheten som utlåner skal betale til låntaker. Denne renten kan være høyere enn renten utlåner selv får ved å plassere sikkerheten på konto i en kredittinstitusjon. Dette kan medføre at utlåner må reinvestere sikkerheten i noe som forventes å gi høyere avkastning for å dekke renten som skal betales for sikkerheten til låntaker. Det antas at dette er bakgrunnen for at ESMAs guidelines har særlige anbefalinger for hvordan sikkerhet i form av kontanter kan reinvesteres, jf. punkt 43 j).

5.2.3 Prinsipalmodellen og agentmodellen

Utlån gjennom en bank eller verdipapirforetak kan skje enten ved at banken eller verdipapirforetaket opptrer som prinsipal i transaksjonen eller som agent. Dersom banken eller verdipapirforetaket opptrer som prinsipal i transaksjonen, er ordningen i avtaleverket som brukes av norske aktører og internasjonalt, at banken eller verdipapirforetaket låner i eget navn og for egen regning. Dersom banken eller verdipapirforetaket opptrer som agent i transaksjonen, vil dens rolle være å inngå rammeavtaler med aktuelle låntakere på vegne av utlåner. Det er da de underliggende låntakerne som er prinsipaler i lånetransaksjonen med utlåner. Videre vil agenten administrere inngåelsen av de enkelte lånetransaksjoner og sikkerhetsstillelsen på vegne av utlåner. I et slikt tilfelle opptrer banken eller verdipapirforetaket i annens navn og for annens regning, i tråd med det som er vanlig for agenter.

Verdipapirfondforskriften forutsetter at utlån fra fond skal skje gjennom et verdipapirforetak som opptrer som megler, eller en oppgjørssentral. Verdipapirforetaket forutsettes å skulle utføre ordre på vegne av verdipapirfondet, jf. verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 2 og ha oppgjørsansvaret overfor fondet, jf. verdipapirhandelloven § 12-1. En slik rolle er ikke vanlig i det ordinære lånemarkedet for finansielle instrumenter, og avtaleverket tar derfor ikke høyde for en slik ordning. I den grad verdipapirfond benytter adgangen til utlån i dag, antas det at dette skjer ved prinsipaltransaksjoner enten med verdipapirforetak eller med oppgjørssentraler.

6. BEHOV FOR ENDRING

6.1 Innledning

Under punkt 5 er det vist til at utlånsvirksomheten fra norske verdipapirfond er liten. Ifølge representanter fra næringen skyldes dette at gjeldende regler for utlån på noen sentrale områder ikke er tilpasset gjeldende praksis i utlånsmarkedene, og det som følger av standardiserte utlånsavtaler. Disse forskjellene skaper konkurransemessige ulemper for den norske fondsforvaltningsnæringen. Under henvisning til den svært begrensede utlånsvirksomheten og hensynet til den norske fondsbransjens konkurransekraft, mener Finanstilsynet det er behov for å vurdere endringer i reglene slik at utlån i praksis kan innebære en effektivisering av porteføljeforvaltningen i tråd med

formålet for slike teknikker. Utlån av finansiell instrumenter vil kunne være positivt sett fra andelseiernes side fordi det kan bidra til å øke avkastningen. Utlån kan derfor være i andelseiernes interesser, forutsatt at utlånet organiseres på en betryggende måte og er i samsvar med fondets risikoprofil.

Representanter fra næringen har fremholdt at et verdipapirfond med en bredt sammensatt portefølje med stabile investeringer, f.eks. indeksfond som investerer internasjonalt, vil kunne oppnå en netto tilleggsinntekt på 0,05 prosentpoeng, ved deltagelse i et utlånsprogram hvor 20 % av porteføljen gjøres tilgjengelig for utlån. For indeksfond, som har som mål å gi andelseierne en tilsvarende avkastning som markedsindeksen etter at forvaltningshonoraret er trukket fra, er utlån ett av svært få virkemidler som kan bidra til at avkastningsmålet oppnås. En tilleggsinntekt på 0,05 prosentpoeng utgjør inntil halvparten av forvaltningshonorarene som belastes i institusjonelle aksjeindeksfond. Det fremholdes fra bransjerepresentanter at det er spesielt viktig for konkurransekraften til institusjonelle indeksfond etablert i Norge at regelverket blir tilpasset praksis i de internasjonale markedene. Det er sterk konkurranse fra internasjonale aktører i dette markedssegmentet, og selv små forskjeller i avkastning vil kunne være utslagsgivende i konkurransen om å kunne tilby attraktive verdipapirfond.

I det foreliggende forslaget til endringer i utlånsreglene, har Finanstilsynet sett hen til synspunkter som ble fremhevet i høringsrunden til ny verdipapirfondlov og verdipapirfondforskrift og innspill fra bransjerepresentanter som Finanstilsynet har hatt kontakt med i arbeidet med denne saken. Næringen viser til at utfordringen med gjeldende regelverk er kravet om at motparten ved utlån av finansielle instrumenter skal være et verdipapirforetak som skal ha oppgjørsansvar for utlånet uten mulighet for å benytte verdipapirene for egen regning. I tillegg fremheves fra aktørene at regelverket for utlån bygger på at det er en for liten andel av verdipapirfondets midler som kan lånes ut til ett og samme verdipapirforetak, og at utlån dermed ikke blir regningssvarende. De synspunkter og innspill som er fremholdt av bransjerepresentantene under utarbeidingen av endringsforslaget, er i hovedsak samsvarende med de synspunkter som ble påberopt i høringsrunden.

Det foreliggende forslag til endring av reglene for utlån, er ment å ivareta behovet for at norske verdipapirfond skal kunne låne ut finansielle instrumenter i samsvar med vanlig utlånspraksis. Finanstilsynet finner videre behov for å foreta tilpasninger i regelverket for å sikre at reglene for utlån er i samsvar med kravene i UCITS-regelverket, slik disse fortolkes av ESMA. Etter Finanstilsynets oppfatning gir ESMAs retningslinjer uttrykk for en hensiktsmessig risikobasert regulering av utlån av finansielle instrumenter fra verdipapirfond. Et grunnleggende premiss for utarbeidelsen av forslaget er at nye regler ivaretar andelseiernes interesser på en god måte.

Gjeldende regelverk for utlån består av generelle bestemmelser for bruk av teknikker for effektiv porteføljeforvaltning i vpff. § 6-8, samt en særskilt bestemmelse for utlån i vpfl. § 6-11 og vpff. § 6-18. Finanstilsynet mener dette gir en noe uoversiktlig regulering. Finanstilsynet mener regelverket for utlån bør forankres i den generelle bestemmelsen om bruk av teknikker i § 6-8. Denne bestemmelsen bør reflektere at utlån og bruk av gjenkjøpsavtaler anses som teknikker for effektivisering av porteføljeforvaltning. Finanstilsynet mener det er hensiktsmessig at det i størst mulig grad gjelder like regler for utlån og gjenkjøpsavtaler, i likhet med EØS-regelverket. Etter det Finanstilsynet forstår har bruken av utlån og gjenkjøpsavtaler langt på vei samme formål og

risikobilde. Finanstilsynet kan ikke se at det er hensyn som taler for en ulik regulering. Derfor foreslås at nye regler for bruk av teknikker også skal komme til anvendelse for gjenkjøpsavtaler.

Finanstilsynet har kommet til at de nye regler for utlån bør gjelde for både UCITS-fond og nasjonale fond, herunder spesialfond.

6.2 Lovendring

6.2.1 Verdipapirfondloven § 6-11

Finanstilsynet har vurdert hvorvidt det er behov for å opprettholde gjeldende bestemmelse om utlån i vpfl. § 6-11.

Da bestemmelsen om utlån i sin tid kom inn i verdipapirfondloven uttalte departementet at verdipapirfondloven tidligere var blitt ansett så vidt positivrettslig med hensyn til hvordan et fond forvaltes, at den ble tolket uttømmende. Dersom det skulle åpnes for utlån var det derfor nødvendig med en bestemmelse om det i loven.

Som nevnt ovenfor, mener Finanstilsynet at det i dag er en noe uoversiktlig situasjon når det gjelder reguleringen av utlån. Det er en generell bestemmelse i forskrifts form om EPF-teknikker og bestemmelser i både loven og i forskriften om utlån. Finanstilsynet vil som nevnt foreslå felles regulering av EPF-teknikker og mener det er tilstrekkelig at det reguleres i verdipapirfondforskriften. Finanstilsynet foreslår derfor å fjerne lovbestemmelsen om utlån i vpfl. § 6-11.

Finanstilsynet har vurdert om § 6-11 i verdipapirfondloven bør erstattes med en generell lovbestemmelse om EPF-teknikker, men har kommet til at dette ikke er nødvendig.
Etter Finanstilsynets vurdering inngår bruk av de nevnte teknikkene som del av den kollektive porteføljeforvaltningen som faller inn under definisjonen av verdipapirfondsforvaltning i vpfl. § 1-2 tredje ledd. Det legges til grunn at departementets hjemmel i vpfl. § 1-5 annet ledd til å gi "nærmere regler om virksomhet som er undergitt denne lov" kan benyttes til å fastsette forskriftsbestemmelser om teknikker for effektiv porteføljeforvaltning, herunder utlån, i forskrift.

6.2.2 Verdipapirfondloven § 6-10

Vpfl. § 6-10 åpner ikke for at fondets midler kan stilles som sikkerhet i forbindelse med EPF-teknikker. Det kan imidlertid stilles sikkerhet i forbindelse med derivatkontrakter. Finanstilsynet mener at det kan være aktuelt for et verdipapirfond å stille sikkerhet ved inngåelse av gjenkjøpsavtaler, herunder omvendte gjenkjøpsavtaler, men at dette ikke vil være like aktuelt ved utlån.

En gjenkjøpsavtale (repo-avtale) innebærer som nevnt at verdipapirfondet overdrar finansielle instrumenter til en kjøper til en avtalt pris. Kjøpesummen betales når kontrakten inngås. Samtidig avtales det at kjøper på et senere tidspunkt skal selge tilsvarende finansielle instrumenter tilbake til verdipapirfondet til en avtalt tilbakekjøpspris. Forvaltningsselskapet vil således på vegne av verdipapirfondet, ha plikt til å kjøpe instrumentene tilbake til den tilbakekjøpspris som er avtalt. Markedskursen på de finansielle instrumentene vil kunne være forskjellig fra den tilbakekjøpspris

som avtales, og kjøperen av de finansielle instrumentene vil kunne ha et ønske om å sikre seg mot eventuelle kurssvingninger gjennom sikkerhetsstillelse (marginering). Det vil variere fra avtale til avtale om fondets motpart faktisk vil kreve at verdipapirfondet stiller slik sikkerhet. Dette kan bl.a avhenge av løpetid på kontrakten og hvilke finansielle instrumenter det inngås en gjenkjøpsavtale om. Finanstilsynet antar at det i praksis vil kunne være aktuelt å kreve sikkerhetsstillelse fra verdipapirfondet.

I en omvendt gjenkjøpsavtale mottar verdipapirfondet finansielle instrumenter som skal leveres tilbake til en avtalt tilbakekjøpspris. Etter ESMA-retningslinjene skal alle aktiva som et verdipapirfond mottar i forbindelse med EPF-teknikker, anses som sikkerhet. Videre følger det av retningslinjene at finansielle instrumenter som mottas som sikkerhet, ikke kan reinvesteres. Verdipapirfondet vil i henhold til ESMA-retningslinjene ikke kunne reinvestere finansielle instrumenter som er mottatt som sikkerhet. Finanstilsynet antar at verdipapirfondets motpart allikevel vil kunne be om at verdipapirfondet stiller sikkerhet. Markedskursen på de finansielle instrumentene vil kunne være forskjellig fra den tilbakekjøpsprisen som avtales, og selgeren av de finansielle instrumentene vil kunne ha et ønske om å sikre seg mot eventuelle kurssvingninger gjennom sikkerhetsstillelse (marginering).

Ved inngåelse av derivatkontrakter vil det, på samme måte som ved gjenkjøpsavtaler, være aktuelt at motparten krever at verdipapirfondet stiller sikkerhet for kurssvingninger i avtaleperioden. Sikkerhetsstillelse ved gjenkjøpsavtaler vil således ha likhetstrekk med sikkerhetsstillelse ved derivatkontrakter. Finanstilsynet foreslår nye bestemmelser for EPF-teknikker i verdipapirfondforskriften, herunder foreslås at sikkerhet som verdipapirfondet stiller skal tas med i beregningen av motpartsrisiko og at motregningsavtale kan gjøres gjeldende. Verdipapirfondet vil dermed ikke utsettes for unødig tap som følge av at det er stillet sikkerhet i forbindelse med EPF-teknikker.

Finanstilsynet foreslår derfor at det gjøres unntak fra forbudet mot sikkerhetsstillelse i vpfl. § 6-10 for kontrakter som inngås for å oppnå en effektiv porteføljeforvaltning.

6.3 Forskriftsendringer

6.3.1 Teknikker for effektiv porteføljeforvaltning

Vpff. § 6-8 regulerer adgangen til å benytte teknikker for å oppnå en effektiv porteføljeforvaltning. Det følger ikke direkte av denne bestemmelsen hvilke teknikker det er adgang til å benytte. Finanstilsynet anser det som hensiktsmessig å ta med en presisering i vpff. § 6-8 om at utlån og gjenkjøpsavtaler anses for å være teknikker for effektiv porteføljeforvaltning. Finanstilsynet er ikke kjent med at det er andre teknikker som er aktuelle under § 6-8. Finanstilsynet kan heller ikke se at EØS-regelverket pr. i dag uttrykkelig omhandler andre teknikker. Presiseringen av at utlån og gjenkjøpsavtaler anses for å være EPF-teknikker, utelukker imidlertid ikke at andre teknikker kan benyttes dersom det blir aktuelt.

Finanstilsynet vil ikke foreslå endringer i vpff. § 6-10 fjerde ledd om beregning av fondets totale eksponering. Bestemmelsen tar allerede høyde for relevant markedsrisiko ved bruk av teknikker og instrumenter for effektivisering av porteføljeforvaltningen.

6.3.2 Hvem kan være motpart

Finanstilsynet mener at det bør reguleres hvem/hvilke institusjoner som kan være fondets motpart i en utlånsavtale eller gjenkjøpsavtale.

Gjennomgangen av praksis i lånemarkedet viser at både verdipapirforetak og banker opptrer som låntakere. Både i det norske og internasjonale lånemarkedet er det vanlig at banker opptrer som låntakere. Videre fremgår det ovenfor at banker, på samme måte som verdipapirforetak, som hovedregel opptrer som låntakere i forbindelse med ytelse av investeringstjenester. Norske banker som ønsker å tilby investeringstjenester må ha tillatelse til å yte investeringstjenester etter verdipapirhandelloven § 9-8 og regnes dermed som et verdipapirforetak. Utenlandske banker vil imidlertid etter bankdirektivet (2006/48/EF) kunne yte investeringstjenester i kraft av sin tillatelse som bank. Tilsvarende vil det være aktuelt for et fond å inngå gjenkjøpsavtale med en bank. En utvidet adgang for verdipapirfond til å inngå utlånsavtaler og gjenkjøpsavtaler med banker, vil samsvare med det som gjelder for hvem som kan være motpart ved OTC-kontrakter, jf. vpff. § 6-14 første ledd. Det er naturlig å se hen til denne bestemmelsen fordi risikobetraktninger med hensyn til hvem som kan være motpart i stor grad er sammenfallende for de to tilfellene. Det følger av § 6-14 første ledd at motparten ved OTC-kontrakter må minst ha rating "investment grade" fra et anerkjent ratingbyrå. Innen EU er det gjort ulike initiativ som tar sikte på å redusere vektleggingen av eksterne kredittvurderinger. I Europaparlaments- og rådsdirektiv 2013/14/EU er det vedtatt endringer i både UCITS-direktivet og AIFM-direktivet som har til formål å redusere risikoen for at forvaltere av UCITS-fond og alternative investeringsfond, stoler for mye på eksterne kredittvurderinger når de foretar investeringsbeslutninger på vegne av fondene. Finanstilsynet går derfor ikke inn for at forskriften skal inneholde krav om at motparten i en utlånsavtale må ha en bestemt rating.

Det er ikke påpekt et behov for at verdipapirfond skal kunne inngå utlånsavtaler med forsikringsselskap. Det har tidligere vært reist spørsmål ved om forsikringsselskapers innlån av verdipapirer er forenlig med låneforbudet som er utledet av virksomhetsbegrensningsregelen i forsikringsvirksomhetslovens § 6-1. Departementet har lagt til grunn at en forutsetning for at forsikringsselskap kan inngå gjenkjøpsavtaler, er at eiendomsretten må overdras fullstendig (jf. parallellen til låneopptak). Finanstilsynet legger derfor til grunn at forsikringsselskapene kan være motparter i de tilfelle hvor EPF-teknikkene baserer seg på gjenkjøpsavtaler hvor eiendomsretten til verdipapirene overdras til selskapet. Tilsvarende må gjelde for lån av finansielle instrumenter. Det er en forutsetning at transaksjonen ligger innenfor de krav som settes til en forsvarlig kapitalforvaltning i forsikringsvirksomhetsloven med forskrift. Det vises også til at verdipapirfondforskriften tillater at verdipapirfond inngår avtaler om unoterte derivater med forsikringsselskap. På denne bakgrunn foreslås at også forsikringsselskaper kan være motpart i avtaler om EPF-teknikker.

Det fremgår av gjennomgangen av praksis i lånemarkedet at sluttbrukere i låneavtaler kan være spesialfond og ulike investeringsselskaper. Det er ikke vanlig at disse sluttbrukerne inngår låneavtaler direkte med et verdipapirfond. De benytter banker og verdipapirforetak som motparter. Finanstilsynet ser derfor ikke grunn til å utvide kretsen til andre enn verdipapirforetak, banker og forsikringsselskaper.

Fra næringens side er det påpekt at det er behov for å kunne inngå utlånsavtaler med tilsvarende utenlandske institusjoner, ikke bare innenfor EØS-området, men også utenfor EØS-området. Dette

har sammenheng med at potensielle låntakere ofte befinner seg i de markeder hvor de finansielle instrumentene er kjøpt. Det er bl.a. vist til at det er aktuelt å inngå avtaler med institusjoner i USA, Canada og Japan. Etter gjeldende bestemmelser er utlån til utenlandske foretak ikke begrenset til institusjoner innenfor EØS-området, men det forutsettes en tillatelse fra Finanstilsynet dersom det skal inngås utlånsavtale med utenlandsk foretak. Finanstilsynet mener det bør kunne lånes ut til banker, verdipapirforetak og forsikringsselskaper også utenfor EØS-området. Dersom institusjonene har tillatelse fra EØS-stat, kan ikke Finanstilsynet se at det er nødvendig å videreføre kravet om at utlånet forutsetter tillatelse fra Finanstilsynet. Det samme gjelder i prinsippet for tilsvarende institusjoner utenfor EØS-området forutsatt at institusjonen er underlagt tilsyn og regulering i hjemlandet.

Adgangen til å låne ut til oppgjørssentral videreføres i § 6-8 trettende ledd. Det presiseres at det skal kunne lånes ut til oppgjørssentral med tillatelse fra annen EØS-stat eller oppgjørssentral som er anerkjent innenfor EØS.

Finanstilsynet har ikke gjort særskilte undersøkelser om hvilke institusjoner som det særlig er aktuelt at verdipapirfond inngår gjenkjøpsavtaler med. Finanstilsynet antar at det i hovedsak er verdipapirforetak, banker og forsikringsselskaper som er aktuelle, og at det i praksis ikke inngås slike avtaler med en oppgjørssentral. Bestemmelsen i § 6-8 trettende ledd om at oppgjørssentral kan tre inn som part i avtale om EPF-teknikker, er likevel foreslått å gjelde for EPF- teknikker generelt.

Etter gjeldende vpff. § 6-18 kan det inngås avtale om utlån med verdipapirforetak som har tillatelse til å yte investeringstjenester som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 2. Etter tredje ledd kan forvaltningsselskapet ikke godkjenne den annen part i transaksjonen, jf. vphl. § 12-1. Dette innebærer som nevnt at verdipapirforetaket skal være oppgjørsansvarlig overfor verdipapirfondet. Finanstilsynet foreslår at gjeldende bestemmelse om at forvaltningsselskapet ikke kan godkjenne den annen part i transaksjonen ikke videreføres. Dersom det fastsettes uttrykkelig i forskriften hvem som kan være fondets motparter, anses det ikke for å være behov for å videreføre bestemmelsen. Det som har særlig betydning for verdipapirfondet, er hvem som er motpart og at det er grenser for motpartsrisikoen. Finanstilsynet ser heller ikke behov for å videreføre kravet om at verdipapirforetak må ha tillatelse til å yte investeringstjenesten nevnt i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 2. Som det fremkommer nedenfor, mener Finanstilsynet at verdipapirfond må kunne inngå utlånsavtale med verdipapirforetak som låner finansielle instrumenter for egen regning. Finanstilsynet ser det ikke som nødvendig at verdipapirfondforskriften skal regulere hvilke investeringstjenester verdipapirforetaket må ha tillatelse til etter verdipapirhandelloven. Dette vil bero på de rammer verdipapirhandelloven stiller opp for verdipapirforetaks virksomhet.

Etter gjeldende rett kan forvaltningsselskap ikke inngå avtaler med verdipapirforetak som låner instrumentene for egen regning. Gjennomgangen av praksis i lånemarkedet viser at utlånsavtalene som benyttes bygger på at verdipapirforetak og banker opptrer som prinsipal eller agent. Dersom verdipapirforetaket opptrer som prinsipal, gjøres lånet i eget navn og for egen regning. Dersom verdipapirforetaket opptrer som agent, er agentens rolle å inngå rammeavtaler med aktuelle låntakere på vegne av utlåner. Det er da de underliggende låntakerne som er prinsipaler i lånetransaksjonen med utlåner. Agenten opptrer i en annens navn og for annens regning og vil ikke være fondets motpart. I høringsrunden ble det vist til at det i nordiske land er utbredt at det er banker og verdipapirforetak som opptrer som låntakere, og at de låner instrumentene i eget navn og for egen regning. Dette er også utbredt i internasjonale finansforetak og banker. Finanstilsynet ser

det ikke som betenkelig at verdipapirforetak og banker, også i avtale med et verdipapirfond, bør kunne låne i eget navn og for egen regning. Finanstilsynet foreslår etter dette at gjeldende bestemmelse § 6-18 annet ledd oppheves.

Forvaltningsselskapet må anses å kunne administrere de nødvendige oppgaver ved utlån selv, herunder å ha ansvaret for å påse at det løpende stilles nødvendig sikkerhet overfor fondet. Som det er vist til under gjennomgangen av praksis i utlånsmarkedet, er det imidlertid vanlig at agenter tilbyr operasjonelle tjenester knyttet til utlån av finansielle instrumenter. Agenter har dessuten et kontaktnett mot låntakersiden. Agenter vil primært være banker, verdipapirforetak eventuelt andre utlånsagenter. Agenters rolle vil være å inngå rammeavtaler med aktuelle låntakere på vegne av utlåner, administrere inngåelsen av de enkelte lånetransaksjoner og sikkerhetsstillelsen på vegne av utlåner. Agenten opptrer i utlåners navn og for utlåners regning. Finanstilsynet legger til grunn at dersom forvaltningsselskap velger å benytte agenter ved utlån, vil det kunne være snakk om utkontraktering av oppgaver. Videre må det antas at en agent etter omstendighetene vil utøve virksomhet som anses som investeringstjenesten "formidling av ordre". Dette vil kunne være tilfellet dersom f.eks. agenten bistår med å koble utlåner og låntaker slik at det kan inngås en utlånsavtale. Finanstilsynet mener at det er adgang til å benytte agenter slik det er beskrevet i dette notatet, men anser det ikke nødvendig å regulere dette nærmere.

6.3.3 Grenser for motpartsrisiko

I høringsrunden til ny verdipapirfondlov og verdipapirfondforskrift ble det fra flere instanser påpekt at grensen for utlån gjennom samme verdipapirforetak burde kunne heves, alternativt at det burde innføres krav om at et verdipapirfond skal motta sikkerhetsstillelse for å redusere motpartsrisiko ved utlån. Høringsuttalelsene fremhever at hovedhensynet bak reguleringen av verdipapirfonds utlån av finansielle instrumenter, bør være at utlån er organisert på en sikker måte.

Det er vesentlig at nye regler for motpartsrisiko innrettes slik at bruk av EPF-teknikker blir betryggende. Formålet bak gjeldende bestemmelse i vpff. § 6-18 syvende ledd om at ikke mer enn 10 prosent av fondets eiendeler kan lånes ut gjennom samme verdipapirforetak, er å begrense fondets motpartsrisiko overfor ett og samme verdipapirforetak. Finanstilsynet mener at det bør være grenser for hvor stor åpen risikoeksponering et verdipapirfond kan ha mot samme motpart ved transaksjoner som innebærer bruk av EPF- teknikker. Etter vpff. § 6-14 annet ledd, som gjelder plassering i unoterte derivater, skal risikoeksponeringen mot samme motpart, ikke overstige 10 prosent av fondets eiendeler når motparten er en kredittinstitusjon og 5 prosent mot andre motparter. Disse eksponeringsgrensene skal begrense risikoeksponeringen mot samme motpart ved OTC-kontrakter. Som det fremgår under punkt 6.3.4 foreslår Finanstilsynet, i tråd med ESMAs retningslinjer, at det innføres en bestemmelse om at det i beregningen av motpartsrisiko ved bruk av EPF-teknikker og plassering i unoterte derivater tas hensyn til samlet motpartsrisiko mot samme motpart. Det følger av dette at det er naturlig å fastsette tilsvarende grenser for tillatt motpartsrisiko ved bruk av EPF-teknikker som ved plassering i unoterte derivater. Det vises til forslag til ny bestemmelse i § 6-8 tredje ledd. Finanstilsynet foreslår at gjeldende § 6-18 syvende ledd om at forvaltningsselskapet ikke kan låne ut mer enn 10 prosent av fondets eiendeler gjennom samme verdipapirforetak oppheves.

I § 6-8 fjerde ledd foreslås en bestemmelse om at beregning av risikoeksponeringen skal baseres på markedsverdien av de finansielle instrumentene eller kontante midlene som er overført til motparten. Mulige motregningsavtaler kan tas med i beregningen. Risikoeksponeringen kan

reduseres gjennom sikkerhetsstillelse. Det vises til omtale under punkt 6.3.4. Videre foreslås i sjette ledd, at sikkerhet som forvaltningsselskapet stiller på vegne av verdipapirfondet, skal tas med i beregningen av risikoeksponeringen. Også her er det adgang til å ta eventuell motregningsavtale med i beregningen. Forslagets § 6-8 fjerde til sjette ledd om beregning av risikoeksponeringen mot samme motpart, bygger på gjeldende bestemmelser om beregning av risikoeksponering ved OTC kontrakter i vpff. § 6-14 tredje ledd.

Etter gjeldende regler er det ingen begrensning for hvor mye som kan lånes ut til en oppgjørssentral, bortsett fra at forvaltningsselskapet ikke samlet kan låne ut mer enn 50 prosent av fondets eiendeler. Finanstilsynet ser ikke behov for at grensene for risikoeksponering skal omfatte utlån til en oppgjørssentral. Dette foreslås presisert i § 6-8 trettende ledd.

Nasjonale fond som ikke er spesialfond kan i dag få samtykke til å fravike bl.a. vpff. § 6-14 annet og tredje ledd, dvs. grensene for og beregning av risikoeksponering mot samme motpart ved OTC kontrakter. Spesialfond er unntatt fra disse bestemmelsene. Finanstilsynet kan ikke se at det er avdekket et særlig behov for at nasjonale fond, herunder spesialfond, skal kunne fravike de foreslåtte grensene for motpartsrisiko når det gjelder EPF-teknikkene. De vises her til forslaget om verdipapirfond kan låne ut mer dersom det stilles sikkerhet overfor fondet, jf. pkt. 6.3.4 nedenfor.

6.3.4 Reduksjon av motpartsrisiko gjennom sikkerhetsstillelse

For å begrense utlåners risiko for tap ved at låntaker misligholder et lån, og at tilsvarende instrumenter ikke leveres tilbake, er det som nevnt vanlig i lånemarkedet at låntaker stiller sikkerhet overfor utlåner for oppfyllelsen av tilbakeleveringsplikten. Låntaker kan stille sikkerhet i form av enten kontanter eller finansielle instrumenter. Dersom låntaker har stilt sikkerhet, vil utlåner i henhold til låneavtalen kunne realisere sikkerheten og eventuelt kjøpe tilsvarende instrumenter i markedet for å holdes skadesløs.

Det følger av vpff. § 6-14 tredje ledd at motpartseksponeringen ved OTC derivater kan reduseres gjennom sikkerhetsstillelse. Som det er redegjort for over, er det i ESMAs retningslinjer lagt til grunn at motpartsrisikoen både ved OTC-derivater og ved EPF-teknikker skal kunne reduseres ved at verdipapirfondet mottar sikkerhet. Finanstilsynet mener en slik regel også bør gjennomføres i norsk rett.

Etter gjeldende ordning er det et element av sikkerhetsstillelse ved utlån ved at verdipapirforetak som mellommann plikter å innhente sikkerhet. Denne sikkerheten reduserer imidlertid ikke fondets motpartsrisiko mot verdipapirforetaket som låntaker. Finanstilsynet har ikke funnet det hensiktsmessig å foreslå en plikt til å innhente sikkerhet i ethvert tilfelle. Finanstilsynet mener at motpartsrisikoen blir tilstrekkelig ivaretatt gjennom den foreslåtte bestemmelsen som fastsetter grenser for tillatt åpen motpartsrisiko, og gjennom krav til hvem som kan være motparter. Dersom det stilles sikkerhet, vil fondet i praksis kunne låne ut mer enn henholdsvis 5 og 10 prosent så lenge den åpne eksponeringen mot én og samme motpart ikke overstiger disse grensene. Effekten av bruk av sikkerhet vil dermed være at fondet vil kunne låne ut en større andel av porteføljen til samme motpart slik at det kan bli mer regningssvarende med utlån.

Finanstilsynet mener at låntaker må stille sikkerhet direkte overfor fondet for at sikkerhetsstillelse skal kunne redusere motpartsrisikoen. Et krav om sikkerhetstillelse direkte overfor fondet er også i overensstemmelse med praksis i lånemarkedet, og de internasjonale standardiserte låneavtalene

inneholder detaljerte vilkår knyttet til slik sikkerhetsstillelse. Det er vanlig at det stilles sikkerhet tilsvarende markedsverdien til de utlånte instrumentene, med tillegg av en marginsikkerhet, som skal ta hensyn til at både de utlånte instrumentene og sikkerhetene kan variere i verdi. Helt eliminert er imidlertid ikke motpartsrisikoen selv der låntaker stiller sikkerhet. Det vil være en restrisiko som kan medføre at utlåner lider et tap ved mislighold av låneavtalen for det tilfelle at sikkerheten ved realisasjon ikke gir midler tilsvarende verdien av de utlånte instrumentene. Årsaken til at det vil kunne oppstå tap, kan være knyttet til likviditetsrisiko, markedsrisiko, utstederrisiko, korrelasjonsrisiko, operasjonell risiko eller juridisk risiko.

ESMAs retningslinjer kapittel XII beskriver hvordan foretakene skal innrette seg for å redusere de nevnte risikoer. Det vises til den nærmere beskrivelsen av disse retningslinjene i punkt 4.5 ovenfor.

Sett i lys av dette foreslår Finanstilsynet at risikoeksponeringen mot samme motpart kan reduseres, ved at det stilles betryggende sikkerhet overfor fondet. Finanstilsynet mener at restrisikoen ved sikkerhetsstillelse vil bli tilstrekkelig ivaretatt dersom utlåner her følger ESMAs retningslinjer kapittel XII. "Betryggende sikkerhet" er en skjønnsmessig standard og kravet til sikkerhetsstillelse må avgjøres i det konkrete tilfelle basert på den relevante risikoen og fondets karakteristika. Videre vises det til at verdipapirfondloven og forskriften har detaljerte regler om risikostyring, som også vil være av betydning for fondets plikt til å sikre seg mot risiko ved utlån.

I verdipapirhandelloven § 10-5, som omhandler utlån fra verdipapirforetak, stilles det et krav om "betryggende sikkerhet". Etter § 10-5 skal sikkerheten minst tilsvare instrumentenes markedsverdi med tillegg av en marginsikkerhet. Det er med hjemmel i verdipapirhandelloven fastsatt mer detaljerte regler for sikkerheten i den såkalte marginforskriften (F.14.10.1996 nr 984). Det anses naturlig å se hen til de bestemmelsene som er fastsatt her ved utformingen av reglene for utlån fra verdipapirfond. Etter forslaget legges det opp til at det fortsatt skal kunne være mulig å ha en åpen motpartsrisiko mot låntaker innenfor de tidligere nevnte grenser på 5 og 10 prosent av fondets eiendeler. Med en slik adgang til usikret motpartseksponering, følger det at sikkerheten ikke trenger å tilsvare de utlånte instrumentenes markedsverdi. Finanstilsynet vil derfor ikke foreslå en tilsvarende bestemmelse som i verdipapirhandelloven § 10-5 om at sikkerheten må minst tilsvare instrumentenes markedsverdi med tillegg av en marginsikkerhet.

Også en gjenkjøpsavtale innebærer som nevnt innledningsvis at fondet i utgangspunktet vil ha en risiko for tap ved at de solgte instrumentene ikke blir tilbakelevert slik som forutsatt gjennom et tilbakekjøp. Kjøpesummen som verdipapirfondet mottar, vil imidlertid redusere motpartsrisikoen. Etter ESMAs retningslinjer skal alle aktiva som fondet mottar i forbindelse med teknikkene for effektivisering av porteføljen, anses som sikkerhet. Som ved utlån, kan sikkerhet benyttes til å redusere motpartsrisikoen ved en gjenkjøpsavtale.

Etter ESMAs retningslinjer punkt 41 skal motpartsrisiko som følge av bruk av EPF-teknikker sammenstilles med motpartsrisiko knyttet til OTC-derivater. Finanstilsynet mener det er et fornuftig prinsipp at motpartsrisiko overfor samme motpart sees under ett, slik ESMAs retningslinjer gir uttrykk for. Finanstilsynet foreslår en bestemmelse om at de ulike motpartsrisikoene skal kombineres ved beregning av risikoeksponering både når det gjelder unoterte derivater og ved bruk av EPF teknikker. Det vises til forslag til nye bestemmelser i § 6-8 syvende ledd og § 6-14 tredje ledd. Som konsekvens av at motpartsrisiko ved bruk av EPF-teknikker skal tas med i beregningen av grensene for motpartsrisiko ved OTC-derivater, vil bruken av EPF-teknikker også få betydning

for bestemmelsen i vpfl. § 6-7 første ledd. Dersom et verdipapirfond benytter seg av adgangen til å plassere inntil 20 prosent av fondets eiendeler overfor samme utsteder gjennom de der nevnte plasseringsalternativ, medfører forslaget at samlet motpartsrisiko fra OTC-derivater og EPF-teknikker, hensyntatt sikkerhetsstillelse, skal tas med i beregningen.

Nasjonale fond som ikke er spesialfond kan i dag få samtykke til å fravike bl.a. vpff. § 6-14 annet og tredje ledd. Spesialfond er unntatt fra § 6-14. Som en konsekvens av at nasjonale fond, herunder spesialfond har mulighet for å fravike grensene for motpartsrisiko ved OTC-derivater, foreslår Finanstilsynet at det i vpff. § 7-1 første ledd og § 7-2 første ledd legges opp til at det skal være adgang til å fravike de foreslåtte bestemmelsene om at risikoeksponeringen mot samme motpart knyttet til EPF-teknikker og OTC-derivater skal kombineres.

6.3.5 Nærmere om mottatt sikkerhet og reinvestering

Slik det fremgår i pkt. 5.2.2 må utlåner som mottar sikkerhet *til eie* kompensere låntaker for den løpende avkastningen på sikkerheten i den perioden den er hos utlåner. Ved sikkerheter i form av finansielle instrumenter skjer dette ved tilbakeføring av eventuelle mottatte aksjeutbytter, rentekuponger eller andre verdier eller rettigheter som utlåner har mottatt i perioden. Låntaker får dermed tilbakeført den fulle verdien av sikkerhetene, og blir stilt som om disse har vært i låntakers eie i hele perioden. Det følger av ESMA-retningslinjene at mottatt sikkerhet i form av finansielle instrumenter ikke kan reinvesteres. For kontanter som stilles som sikkerhet finnes det ingen løpende avkastning knyttet til instrumentet. Det avtales i stedet en rente som midlene skal forrentes med i perioden, slik at låntaker får en alternativ avkastning på de kontante midlene. Den avtalte renten vil reflektere markedsrenten og låntakers risiko på långiver. Utlåner har de kontante midlene i sin eie og kan plassere disse videre på konto i bank eller kjøpe finansielle instrumenter for å skape inntekter som kan dekke renten som skal betales til låntaker for den kontante sikkerheten ved låneperiodens utløp.

Finanstilsynet mener forvaltningsselskapet bør ha adgang til å reinvestere kontant sikkerhet på vegne av verdipapirfondet. ESMA guidelines inneholder restriksjoner på reinvestering av kontant sikkerhet, og retningslinjene vil ivareta håndtering av risiko i denne sammenheng.

6.3.6 Enkelte andre endringer

Finanstilsynet ser ikke behov for å videreføre gjeldende formålsbestemmelse for utlån i § 6-18 første ledd første punktum. Finanstilsynet mener det er tilstrekkelig at formålet ved bruk av EPF-teknikker reguleres gjennom § 6-8 første ledd. Gjeldende bestemmelse i § 6-18 første ledd annet punktum om at alle inntekter ved utlånet skal tilfalle fondet, foreslås videreført i en ny bestemmelse i § 6-8 som gjøres gjeldende for teknikker generelt, men med en presisering om at det er nettoinntekter som skal tilfalle fondet. Dette innebærer at operasjonelle kostnader kan komme til fradrag.

Etter gjeldende 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 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.

Etter gjeldende regler er det bare finansielle instrumenter som omsettes på regulert marked som kan lånes ut. Det er særlig aksjer som er aktuelle for utlån. Finanstilsynet er gjort oppmerksom på at det kan være hensiktsmessig at også enkelte unoterte instrumenter kan lånes ut.

Vpfl. § 6-5 annet ledd åpner for plassering i unoterte pengemarkedsinstrumenter med visse kvalifiserte utstedere. For UCITS-fond som inngår derivatkontrakter, skal underliggende i form av omsettelige verdipapirer være noterte instrumenter, og underliggende i form av unoterte pengemarkedsinstrumenter skal oppfylle likviditetskravene i vpfl. § 6-5 annet ledd for pengemarkedsinstrumenter med kvalifiserte utstedere, jf. vpff. § 6-9 tredje ledd. Finanstilsynet mener at tilsvarende likviditetskrav bør gjelde når verdipapirfond benytter EPF-teknikker. Finanstilsynet mener at også unoterte pengemarkedsinstrumenter bør kunne lånes ut eller inngå i gjenkjøpsavtaler for både UCITS-fond og nasjonale fond. Det vises til forslaget i vpff. § 6-8 ellevte ledd.

Finanstilsynet foreslår etter dette at gjeldende bestemmelse om hvilke finansielle instrumenter som kan lånes ut i § 6-18 fjerde ledd erstattes av en ny bestemmelse i § 6-8 ellevte ledd som skal gjelde både for utlån og gjenkjøpsavtaler. Finanstilsynet mener det ikke er behov for å foreslå at nasjonale fond skal kunne benytte andre typer finansielle instrumenter i forbindelse med EPF-teknikker.

Etter gjeldende regler kan 10 prosent av fondets eiendeler lånes ut med oppsigelsesfrist på inntil 30 dager. Etter det Finanstilsynet forstår, er det i praksis ikke behov for å inngå utlånsavtaler med oppsigelsesfrist på inntil 30 dager. Finanstilsynet foreslår derfor å ta denne bestemmelsen ut av § 6-18. Som nevnt ovenfor, vil Finanstilsynet foreslå at verdipapirfond gis adgang til å låne ut visse unoterte instrumenter i tillegg til instrumenter som omsettes på regulert marked. Gjeldende bestemmelse om oppsigelsesfrist knyttet til oppgjørssyklus "i det aktuelle verdipapirregister", vil ikke alltid passe for de instrumenter som foreslås tillatt for EPF-teknikker. Finanstilsynet foreslår heller en bestemmelse om at forvaltningsselskapet skal påse at det til enhver tid kan tilbakekalle ethvert finansielt instrument eller avslutte enhver låneavtale som har blitt inngått. Dette er på linje med ESMAs retningslinjer. Som nevnt under gjennomgangen av ESMAs retningslinjer, vil en gjenkjøpsavtale med fast løpetid på inntil syv dager, oppfylle kravet om at avtalen skal kunne tilbakekalles eller avsluttes til enhver tid.

Finanstilsynet foreslår at gjeldende bestemmelse om oppsigelsesfrist i § 6-18 sjette ledd erstattes av en ny bestemmelse i § 6-8 som gjøres gjeldende for bruk av teknikker generelt.

Det følger av gjeldende § 6-18 niende ledd at dersom et verdipapirfond skal kunne låne ut finansielle instrumenter, skal dette fremgå av verdipapirfondets vedtekter. Bestemmelsen bør gjelde generelt for EPF-teknikker, og det er inntatt forslag til slik bestemmelse i § 6-8 tolvte ledd. Finanstilsynet mener at det i vedtektene skal fremgå at EPF-teknikker kan benyttes, og at det i prospektet skal fremgå nærmere hvilke teknikker som vil bli benyttet. Finanstilsynet ser at det vil være behov for en overgangsordning dersom det fastsettes en ny bestemmelse om at EPF-teknikker bare kan benyttes dersom det følger av verdipapirfondets vedtekter.

Ifølge vpff. § 8-1 første ledd nr. 2 bokstav k) skal det inntas opplysninger i verdipapirfondets prospekt om "metoder og hjelpemidler som kan benyttes i forvaltningen av fondet". Finanstilsynet mener det vil være klargjørende å endre uttrykket "metoder og hjelpemidler" til "teknikker og instrumenter".

Punkt 47 i ESMA's retningslinjer forutsetter at skal det inntas opplysninger i prospektet om verdipapirfondets retningslinjer for sikkerhetsstillelse, herunder skal det opplyses om hvilke typer sikkerhet som fondet tillater og hva som tillates med hensyn til reinvestering av sikkerhet. Finanstilsynet mener det vil være en fordel at det inntas opplysninger i prospektet om sikkerhetsstillelse og foreslår en slik presisering i § 8-1 første ledd nr. 2 bokstav k).

7. FORSLAG TIL ENDRINGER I VERDIPAPIRFONDLOVEN

I lov 25. november 2011 nr. 44 om verdipapirfond gjøres følgende endringer:

§ 6-10. Opptak av lån
Annet ledd skal lyde:

Bestemmelsen i første ledd er ikke til hinder for at forvaltningsselskapet på vegne av verdipapirfondet opptar kortsiktige lån for inntil ti prosent av fondets eiendeler og stiller fondets midler som sikkerhet for oppfyllelse av derivatkontrakter *og kontrakter som inngås for å oppnå en effektiv porteføljeforvaltning.*

§ 6-11. Utlån av finansielle instrumenter

Oppheves.

8. FORSLAG TIL ENDRINGER I VERDIPAPIRFONDFORSKRIFTEN

Forskrift om endring av forskrift 21. desember 2011 nr. 1467 til verdipapirfondloven. Fastsatt av Finansdepartementet ..... med hjemmel i lov 25. november 2011 nr. 44 om verdipapirfond § 1-5 annet ledd.

I forskrift 21. desember 2011 nr. 1467 til verdipapirfondloven gjøres følgende endringer:

§ 6-8 skal lyde:

§ 6-8. Teknikker og instrumenter for å oppnå en effektiv porteføljeforvaltning
(1) Av hensyn til en effektiv porteføljeforvaltning, kan det i forvaltningen av verdipapirfond benyttes visse teknikker og instrumenter som relaterer seg til omsettelige verdipapirer og pengemarkedsinstrumenter, *herunder utlån av finansielle instrumenter og gjenkjøpsavtaler,* dersom de teknikker og instrumenter som benyttes oppfyller følgende kriterier:

1. de er økonomisk hensiktsmessige og de benyttes på en kostnadseffektiv måte,
2. de benyttes for å
   a) redusere risiko
   b) redusere kostnader eller
   c) frembringe tilleggskapital eller inntekter til verdipapirfondet med et risikonivå som er i overensstemmelse med risikoprofilen til verdipapirfondet og plasseringsbegrensingene etter verdipapirfondloven,

3. risikoen forbundet med teknikkene og instrumentene blir hensiktsmessig fanget opp av risikostyringssystemet i forvaltningsselskapet, og
4. teknikkene og instrumentene er i samsvar med verdipapirfondets mål.

(2) I avtale om teknikker etter første ledd må verdipapirfondets motpart være kredittinstitusjon, forsikringsselskap eller verdipapirforetak med tillatelse fra en EØS-stat eller tilsvarende institusjon utenfor EØS-området dersom institusjonen er underlagt betryggende tilsyn og regulering i hjemlandet.

(3) Ved bruk av teknikker, skal risikoeksponeringen mot samme motpart ikke overstige:

1. 10 prosent av fondets eiendeler når motparten er en kredittinstitusjon.

2. 5 prosent av fondets eiendeler mot andre motparter enn kredittinstitusjoner.

(4) Risikoeksponeringen etter tredje ledd beregnes basert på markedsverdien (mark-to-market) av de finansielle instrumentene eller kontante midlene som er overført til motparten i forbindelse med teknikkene, hensyntatt eventuell sikkerhetsstillelse som nevnt i femte og sjette ledd. I beregningen er det adgang til å motregne kontrakter med samme motpart forutsatt at motregningsavtale kan gjøres gjeldende.

(5) Risikoeksponeringen mot samme motpart kan reduseres gjennom betryggende sikkerhetsstillelse, stillet overfor fondet.

(6) Sikkerhet som forvaltningsselskapet stiller på vegne av verdipapirfondet, skal tas med i beregningen av motpartsrisiko etter tredje ledd. Sikkerhet som stilles kan tas med i beregningen etter en nettoberegning, etter fratrekk av fondets forpliktelse overfor motparten, forutsatt at motregningsavtale kan gjøres gjeldende.

(7) Risikoeksponeringen mot samme motpart knyttet til teknikkene og unoterte derivater skal kombineres ved beregning av grensene fastsatt i tredje ledd.

(8) Alle nettoinntekter som oppstår som følge av bruk av teknikkene skal tilfalle fondet.

(9) Forvaltningsselskapet skal påse at det til enhver tid kan tilbakekalle ethvert finansielt instrument eller kontanter, eller avslutte enhver avtale inngått i forbindelse med bruk av teknikkene.

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

(11) Forvaltningsselskapet kan i forbindelse med bruk av teknikkene bare benytte finansielle instrumenter som omsettes på et regulert marked og pengemarkedsinstrumenter som angitt i verdipapirfondloven § 6-5 annet ledd.

(12) Dersom et verdipapirfond skal kunne benytte teknikkene som nevnt i første ledd, skal det fremgå av verdipapirfondets vedtekter, jf. verdipapirfondloven § 4-4 første ledd nr. 2.

(13) Annet og tredje ledd begrenser ikke adgangen til oppgjørssentral med tillatelse etter verdipapirhandelloven § 13-1 eller tilsvarende institusjon fra annen EØS-stat eller som er anerkjent innenfor EØS-området til å tre inn som part i avtale om teknikker som nevnt i første ledd.

§ 6-18. Utlån av finansielle instrumenter

Oppheves

§ 6-14. Unoterte derivater – motpartsrisiko

Nytt tredje ledd skal lyde:

(3) Risikoeksponeringen mot samme motpart knyttet til unoterte derivater og teknikker som nevnt i § 6-8 skal kombineres ved beregning av grensene fastsatt i annet ledd og i verdipapirfondloven § 6-7 første ledd.

Gjeldende tredje ledd blir nytt fjerde ledd.

Gjeldende fjerde ledd blir nytt femte ledd.

§ 7-1. Nasjonale fond som ikke er spesialfond

I § 7-1 første ledd gjøres følgende tilføyelser om hvilke bestemmelser Finanstilsynet kan gi samtykke til å fravike:
(1) *§ 6-8 syvende ledd,* § 6-14 annet, *tredje og fjerde ledd*

§ 7-2. Spesialfond

I § 7-2 første ledd gjøres følgende tilføyelser:
(1*) § 6-8 syvende ledd.*

§ 8-1. Opplysninger i prospekt

§ 8-1 første ledd nr. 2 bokstav k) skal lyde:
k) Beskrivelse av fondets investeringsmål, herunder finansielle mål, av investeringspolitikken, herunder spesialisering innen bestemte geografiske områder eller næringssektorer, samt opplysninger om *teknikker og instrumenter som nevnt i § 6-8 og retningslinjer for sikkerhetsstillelse* eller lånefullmakter som kan benyttes i forvaltningen av fondet og en angivelse av hvilke kategorier aktiva fondets midler kan plasseres i.

***