

REGLER OM SHORTSALG I VERDIPAPIRFOND FOR VISSE DERIVATER FORSLAG TIL ENDRING AV FORSKRIFT OM VERDIPAPIRFONDS HANDEL MED DERIVATER

1 INNLEDNING

Finansdepartementet ba i brev av 25. september 2003 Kredittilsynet vurdere behovet for og eventuelt utarbeide utkast til forskrift om dekket shortsalg som del av et mer omfattende utredningsarbeid om hvorvidt og på hvilke betingelser norske verdipapirfond skal tillates å tilby hedgefond / spesialfond.

I dag er det et forbud mot salg av finansielle instrumenter et verdipapirfond ikke eier. Forbudet følger av lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond (vpfl.) § 4-11 første ledd annet punktum:

Forvaltningsselskapet kan ikke selge finansielle instrumenter fondet ikke eier med mindre departementet i forskrift har gitt nærmere regler om dette.

Det er altså denne forskriften departementet nå har bedt Kredittilsynet å vurdere en utarbeiding av.

Dagens forbud har to formål:

1. sikre leveringsplikten
2. beskytte andelseierne mot markedsrisiko

Det framgår av lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (vphl.) § 8-7 at et verdipapirforetak bare kan formidle salg av finansielle instrumenter kunden ikke eier dersom kunden har tilgang til de finansielle instrumentene og foretaket er sikret rettidig levering på avtaletidspunktet. Bestemmelsen tar sikte på å eliminere den oppgjørsrisiko som ligger i å formidle et salg der kunden ikke har sikker tilgang til de finansielle instrumentene. Selv om det skulle bli fritt fram for at forvaltningsselskap skal kunne selge finansielle instrumenter fond ikke eier, vil altså salg gjennom et verdipapirforetak måtte følge vphl. § 8-7. Etter vphl. § 11-1 er verdipapirforetaket ansvarlig overfor oppdragsgiveren og den det slutter avtale med for oppfyllelse av ordre det har utført. Dersom fondet ikke kan levere det solgte instrumentet, vil verdipapirforetaket uansett være ansvarlig overfor motparten for leveringen.

Kredittilsynet legger i denne omgang fram et forslag om UCITS-fonds adgang til dekket shortsalg for visse derivater. Forslaget er en implementering av UCITS-direktivet. Forslaget er også i samsvar med EU-kommisjonens anbefaling om UCITS-fonds bruk av derivater datert 27. april 2004, bortsett fra at forslaget går lenger enn anbefalingen når det gjelder å akseptere dekning med motgående derivatposisjon, jf. punkt 4.1.3. I punkt 4.1.1.1 foreslås at dekning anses å foreligge ved utlånte finansielle instrumenter med tilbakelevering før oppgjørsfrist for shortsalg. Selv om dekning i denne form ikke framgår direkte av anbefalingen, mener Kredittilsynet at dette er innenfor UCITS-direktivet artikkel 42 og anbefalingens fortale punkt 9.

Kredittilsynet har i sin praksis tolket forbudet i vphl. § 4-11 slik at det både gjelder salg med ordinær oppgjørsfrist og derivathandel, også derivater med finansielt oppgjør. Det har videre vært lagt til grunn at kravet om dekning innebærer at fondet må eie det underliggende og ikke kan oppfylles ved verdipapirinnlån.

Forslaget gjelder kun dekning ved salg på termin (og tilsvarende posisjon i bytteavtale) og salg av kjøpsopsjon. Som det framgår av punkt 3.2 og 4.1.1, leser Kredittilsynet direktivet og EU-kommisjonens anbefaling slik, at det bare er ved derivathandel i visse tilfeller fondene kan ha annen dekning enn eie av underliggende. Shortsalg ved handel med ordinær oppgjørsfrist vil fortsatt ikke være tillatt. Forslaget framlegges derfor som en endring av forskrift 8. juli 2002 nr. 800 om verdipapirfonds handel med derivater (derivatforskriften) og ikke i en egen forskrift om dekket shortsalg.

Hvorvidt nasjonale fond skal kunne ha avvikende regler om shortsalg, vil bli vurdert som en del av et pågående utredningsarbeid om spesialfond i Kredittilsynet. Bakgrunnen er at Finansdepartementet i brev datert 25. september 2003 ba Kredittilsynet vurdere om norske forvaltnings-selskap på generelt grunnlag fortsatt bør være avskåret fra å tilby fond som kan innebære høy risiko. I utredningen vil det bli vurdert et skille mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer, særskilte informasjonskrav og markedsføring i Norge av utenlandske spesialfond.

2 GEVINST OG TAP VED SHORTSALG

Shortsalg er en investeringsteknikk som gjør at man kan tjene penger på kursfall. Shortsalg innebærer at selger på avtaletidspunktet ikke eier det finansielle instrumentet som selges. Salget kan ha ordinær oppgjørsfrist, eller det kan være et terminsalg (og tilsvarende posisjon i bytteavtale) eller et salg av kjøpsopsjon med oppgjør fram i tid. Dersom kursen faller fra avtaletidspunkt til oppgjørstidspunkt får den som har solgt short en gevinst. Dersom kursen stiger, gir et shortsalg tap. Fordi det finansielle instrumentet i prinsippet kan få en nærmest ubegrenset kursstigning, innebærer shortsalg at det potensielle tapet ikke er begrenset oppad.

2.1 Handel med ordinær oppgjørsfrist

Ordinær oppgjørsfrist for handel i finansielle instrumenter er fire børsdager (T+3)¹ i Norge. For sertifikater er oppgjørsfristen T+2. Oppgjøret har fysisk levering. Et shortsalg må derfor dekkes inn før oppgjørsfristen gjennom kjøp eller lån av det solgte instrumentet.

Maksimal gevinst ved shortsalg er salgsprisen. Det skjer dersom kursen på det finansielle instrumentet blir null. Tapspotensialet er ubegrenset fordi det i prinsippet ikke er en øvre grense for hvor høyt en kurs kan stige.

2.2 Derivathandel

Dersom et derivat har fysisk oppgjør må selgeren besørge levering av underliggende på oppgjørsdag. Selger kan kjøpe underliggende eller levere et lånt finansielt instrument. Et derivat kan også ha finansielt oppgjør, det vil si at man kun avregner tap/gevinst for betaling.

2.2.1 Solgt termin, inkludert bytteavtale

I en termin har både kjøper og selger plikt til å innfri avtalen på en forhåndsavtalt framtidig dato. En termin vil derfor alltid bli oppgjort på oppgjørstidspunktet dersom den ikke allerede er stengt.

De framtidige forpliktelser og rettigheter mellom partene i bytteavtaler kan betraktes som en serie forwardkontrakter (terminer), der to parter avtaler å bytte kontantstrømmer flere ganger i løpet av

¹ T = trading day (handelsdag)

avtaletiden. Den som innehar forpliktelsen til levering fram i tid i bytteavtalen har samme forpliktelse som ved en solgt termin. Når solgt termin omtales i nærværende notat, omfatter dette også den som har forpliktelse til levering fram i tid i en bytteavtale.

Maksimal gevinst for selger av en termin er innløsningsprisen. Det skjer dersom kursen på det finansielle instrumentet blir null. Tapspotensialet for en solgt termin er i prinsippet ubegrenset.

2.2.2 Solgt kjøpsopsjon

Kjøperen av en kjøpsopsjon har en rett, men ikke plikt til å kjøpe underliggende. Selgeren har en plikt til å selge underliggende på kjøpers forlangende. Kjøperen av en kjøpsopsjon vil innløse opsjonen dersom markedskursen er høyere enn den på forhånd avtalte innløsningskursen.

Gevinsten på en solgt kjøpsopsjon er begrenset til premien. Tapspotensialet er i prinsippet ubegrenset som for en solgt termin.

3 FORBUDET MOT SHORTSALG OG DEKNING MED VERDIPAPIRLÅN

3.1 Forarbeidene til verdipapirfondloven

Verdipapirfondloven hadde tidligere ikke noe uttrykkelig forbud mot å selge verdipapirer fondet ikke innehar på avtaletidspunktet. Det var imidlertid uansett vanskelig for et forvaltningsselskap å gjennomføre et salg av verdipapirer fondet ikke hadde, fordi det ble lagt til grunn at det ville være i strid med god meglerskikk dersom et meglerforetak medvirket til et slikt salg, jf. Ot.prp. nr. 15 (1993–94) Om lov om endringer i lov om aksjefond mv. og visse andre lover punkt 4.7.1.

Forbudet mot salg av finansielle instrumenter fondet ikke eier ble tatt inn i verdipapirfondloven i forbindelse med tilpasningen til Rådskonferensdirektiv 85/611 EØF (UCITS-direktivet). Endringene ble tatt inn ved endringslov av 20. desember 1993 nr. 140.

Det følger av Ot.prp. nr. 15 (1993–94) punkt 4.7.1 at vpfl. § 4-11 første ledd annet punktum er en implementering av UCITS-direktivets artikkel 42 som lyder:

Neither:

- an investment company, nor
 - a management company or depositary acting on behalf of a unit trust
- may carry out uncovered sales of transferable securities or of other financial instruments mentioned in Article 19 (1) (e), (g) and (h).

Det framgår av høringsuttalelsene sitert i proposisjonen punkt 4.7.1 at høringsinstansene mente det var uklart hva som lå i begrepet «uncovered sales». Norges Bank uttalte:

Det synes ikke opplagt at "covered" kan oversettes med eiet. Vi er derfor i tvil om EF-direktivet faktisk nedsetter et forbud mot salg av lånte verdipapirer.

Norges Fondsmeglerforbund uttalte:

En naturlig sproglig forståelse av begrepet dekning er at dette må omfatte eierposisjon og eventuell annen disposisjonsrett f.eks. ved lån. Etter norsk rett er det klart at short salg, som den foreslåtte bestemmelse tar sikte på å regulere, innebærer salg av verdipapirer man ikke *disponerer*.

Departementet konkluderte med at direktivets forbud mot salg uten dekning måtte forstås slik at forvaltningsselskapet plikter å påse at leveringsplikten overfor kjøper er sikret, for eksempel ved å etablere en avtale om lån av de aktuelle verdipapirene. Departementet uttalte imidlertid at ved salg

av lånte verdipapirer vil forvaltningsselskapet på vegne av fondet få en leveringsforpliktelse overfor långiveren. Den økonomiske risiko tilbakeleveringsplikten innebærer, vil kunne tilsvare den økonomiske risiko ved salg av verdipapirer fondet ikke eier. Departementet gikk derfor inn for et forbud mot at forvaltningsselskap kan selge verdipapirer fondet ikke har dekning for og verdipapirer fondet har lånt. Departementet foreslo en presisering i ordlyden i forhold til høringsutkastet slik at «selge verdipapirer uten dekning» ble endret til «selge verdipapirer som fondet ikke eier». Departementet la til grunn at dette utgjorde et strengere krav enn det som fulgte av UCITS-direktivet.

I forbindelse med at vpfl. § 4-11 første ledd annen setning ble endret slik at departementet fikk hjemmel til å gi forskrift om verdipapirfonds salg av finansielle instrumenter fondet ikke eier uttalte Kredittilsynet i punkt 15.2.2 i Ot.prp. nr. 68 (2002-2003) Om lov om endringer i lov om verdipapirfond mv., at udekket shortsalg er direktivstridig og at det derfor bare er dekket shortsalg det eventuelt bør åpnes for. Departementet uttalte i punkt 15.2.4 at UCITS-direktivet kun åpner for dekket shortsalg, og at en form for dekning består i en låneavtale som gir fondet tilgang til underliggende på tidspunktet for levering til kjøper. Departementet uttalte at når det sluttet seg til forslaget om å åpne for dekket shortsalg, måtte dette sees i lys av den aktuelle bruken av shortsalg. Departementet viste til at selv om shortsalg i seg selv innebærer en betydelig risikoeksponering, så kan det bidra til en effektivisering av fondets samlede portefølje og viste til at regler om samlet risikoeksponering allerede finnes i gjeldende derivatforskrift. Departementet forutsatte at begrensninger knyttet til at det skal være dekket shortsalg ville framgå av forskriften.

Etter Kredittilsynets oppfatning må det imidlertid legges til grunn at salg av finansielle instrumenter som dekkes opp i form av innlånte verdipapirer vil være «uncovered sales» og i strid med forbudet i UCITS-direktivet artikkel 42, se punktene 3.2 og 4.1.1.

3.2 Begrepet «uncovered sales» i UCITS-direktivet artikkel 42

Som det framgår under punkt 3.1, er forbudet mot salg av finansielle instrumenter fondet ikke eier i vpfl. § 4-11 første ledd annet punktum en implementering av UCITS-direktivet artikkel 42. Artikkel 42 er derfor av stor betydning for forståelsen av vpfl. § 4-11 første ledd annet punktum.

Forbudet mot «uncovered sales» er ikke kommentert i direktivets fortale. Dette har ført til at det har hersket usikkerhet om forbudets rekkevidde, nærmere bestemt hva som skal til for at et salg skal regnes som «covered». En anbefaling fra Kommisjonen, Commission Recommendation (2004/383/EF), datert 27. april 2004 om «The use of financial derivative instruments for undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)», på dansk «Om brug af finansielle derivatinstrumenter i institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter)», kaster lys over problemstillingen fordi den drøfter dekning med derivater i forhold til artikkel 42. Anbefalingen bygger på vurderinger i UCITS Contact Committee og en arbeidsgruppe nedsatt av komiteen.

For ordens skyld presiseres at finansielle derivatinstrumenter omfatter både derivater med fysisk levering og finansielt oppgjør.

Hensikten med anbefalingen er å etablere en felles regelforståelse for hvordan fond kan plassere i derivater. Anbefalingen skal også føre til felles standarder for risk-management. Standardene tar sikte på investorbeskyttelse ved å sikre at et fond til enhver tid vil være i stand til å oppfylle forpliktelser som skriver seg fra derivathandel. Dette skal blant annet sikres ved at verdien av derivatposisjoner skal beregnes etter eksponeringsmetoden.

I punkt 9 i fortalen til anbefalingen uttaler Kommisjonen følgende om «udækkede salg»:

Udækkede salg omfatter alle transaksjoner, hvor investeringsinstituttet udsættes for den risiko, at det skal købe verdipapirer til en høyere kurs, end verdipapirene leveres til, og risikoen for, at det ikke kan levere det underliggende finansielle instrument, når transaksjonen skal avsluttes. Disse risici er alltid relevante for transaksjoner, hvor investeringsinstituttet tvinges til at købe verdipapirer på markedet for at kunne oppfylde sine forpliktelse. I sådanne tilfælde udsættes investeringsinstituttet for den risiko, at det ikke eller kun delvist kan oppfylde sine forpliktelse i henhold til betingelserne for en finansiell derivattransaksjon. I artikkel 42 i direktiv 85/611/EØF forbydes udækkede salg således generelt med henblik på at undgå, at investeringsinstitutter lider svære tab. I en transaksjon, hvori der inngår finansielle derivatinstrumenter med samme profil som et udækket salg, har de risici, der typisk forbindes med udækkede salg, imidlertid ikke alltid samme relevans. Det er derfor hensigtsmessig at skabe klarhet om udækkede salg i forbindelse med finansielle derivatinstrumenter og anbefale kriterier, der skal gælde for dækning af derivattransaksjoner med henblik på at lette overholdelsen af artikkel 42.

Det framgår av det siterte at i UCITS-direktivet artikkel 42 «forbydes udækkede salg således generelt med henblik på at undgå, at investeringsinstitutter lider svære tab».

Kommisjonen legger altså til grunn at det foreligger et «udækket salg» ved:

1. alle transaksjoner hvor fondet er utsatt for risiko for å måtte kjøpe finansielle instrumenter til en høyere pris enn de skal leveres til og derved lide et tap (markedsrisiko), og
2. alle transaksjoner hvor fondet er utsatt for risiko for ikke å kunne levere underliggende på oppgjørstidspunktet (leveringsrisiko).

Kommisjonen uttaler altså at disse risikoer alltid er relevante i de tilfelle forvaltningsselskapet må kjøpe verdipapirer i markedet for å kunne oppfylle fondets forpliktelse.

Kredittilsynet leser dette slik at kravet om dekning i UCITS-direktivet artikkel 42 for handler med ordinær oppgjørsfrist ikke kan oppfylles ved at det underliggende lånes inn. Dersom det selges finansielle instrumenter fondet har tilgang til gjennom en låneavtale, vil fondet, når de finansielle instrumentene skal tilbakeleveres til utlåner, være utsatt for risiko for å måtte kjøpe de tilsvarende finansielle instrumentene til en høyere pris enn de ble solgt for og dermed for risikoen for at fondet helt eller delvis ikke kan oppfylle sine forpliktelse. Salget er ikke dekket, fordi verdipapirlånet ikke dekker salget helt ut. Kredittilsynet legger derfor ikke fram et forslag om shortsalg for handel med ordinær oppgjørsfrist fordi Kredittilsynet mener dette er direktivstridig.

Forbudet i artikkel 42 gjelder også handel i derivater. Det er kun fordi visse derivathandler ikke innehar den samme risikoen som handler med ordinær oppgjørsfrist at Kommisjonen i en egen anbefaling presiserer hva som kan godkjennes som dekning ved handel i derivater. Under punkt 4.1.1 framkommer en mer utfyllende drøfting og begrunnelse av blant annet dekning med verdipapirinnlån.

4 VURDERING AV FORMER FOR DEKNING VED DERIVATHANDEL

Kommisjonens anbefaling har i punkt 7 tre punkter om hva som skal regnes som «covered». Reglene er konkrete og angir hva som er relevante dekningsregler for handel med finansielle derivater, både noterte og unoterte. Reglene angis i sin helhet nedenfor.

4.1 Oppgjør med fysisk levering

4.1.1 Dekning med eie av underliggende, men ikke med lån

Kommisjonen anbefaler:

7.1. Passende dekning uden kontantafregning

Når det er fastsat - enten automatisk eller etter modpartens valg - at det underliggende finansielle instrument ved utløb eller udøvelse skal leveres fysisk, og såfremt fysisk levering er en normal foreteelse i forbindelse med det pågældende instrument, henstilles det, at medlemsstatene kræver, at investeringsinstitutterne har dette underliggende finansielle instrument som dækning i deres investeringsporteføljer.

Som det framgår av punkt 3.2, legger Kredittilsynet til grunn at også salg av finansielle instrumenter som dekkes opp i form av innlånte verdipapirer vil være «uncovered sales» og i strid med forbudet i UCITS-direktivet artikkel 42. Kredittilsynet mener at punkt 7.1 i anbefalingen om «hold»/«har dette underliggende finansielle instrument som dækning» og fortalen i anbefalingen støtter denne forståelsen.

Også tilsynsmyndigheten i Irland har denne oppfatning. Kredittilsynet har forelagt spørsmålet om et UCITS-fond etter irsk rett kan låne inn finansielle instrumenter som dekning av leveringsforpliktelser og herunder vist til Kommisjonens anbefaling datert 27. april 2004 punkt 7.1 om «... hold ... as cover...». Tilsynsmyndigheten i Irland har i e-post 6. august 2004 uttalt følgende:

In relation to the question set out in the above mentioned email, the UCITS must own the financial instrument and it is not sufficient that the UCITS borrow the financial instrument as cover.

Article 36 of Council Directive 2001/107/EC provides that a UCITS may borrow up to 10% of Net Assets for temporary purposes only.

The Authority requires that where a UCITS has engaged in a financial derivative instrument which requires physical delivery of the underlying instrument, the UCITS must physically own this instrument to cover its exposure.

Paragraph 5 of the Draft Guidance Note 3/03 UCITS Financial Derivative Instruments, states "A UCITS may not use borrowings to invest in derivatives transactions or as cover for individual FDI positions. Borrowing may only be used to finance temporary cash flow mismatches."

Finanstilsynet i Danmark har ikke endelig vurdert Kommisjonens anbefaling fordi den kom for sent slik at Finanstilsynet ikke hadde mulighet til å få den med i sin siste «bekendtgørelse». Finanstilsynet vil imidlertid senere overveie om Kommisjonens anbefaling skal gjennomføres i dansk rett. En foreløpig vurdering er at innlån av verdipapirer ikke er tilstrekkelig dekning. Dansk regelverk inneholder dessuten ikke regler om fonds innlån av verdipapirer, kun verdipapirutlån. Finanstilsynet har svart følgende i e-post 25. august 2004:

Som svar på din epost av 13. august kan jeg opplyse, at Finanstilsynet ikke har fortaget en nærmere fortolkning af kommissionens anbefaling vedrørende shortforretninger hvor fysisk levering af det underliggende værdipapir kan komme på tale. Jeg kan dog for en god orden skyld bemærke, at det ikke er Finanstilsynets opfattelse, at spekulationsforbudet i lovens § 45 i sig selv udelukker shortforretninger på ikke-dækket basis.

Finanstilsynet udsendte med virkning af 2. juli 2004 en ny bekendtgørelse om investeringsforeningers, specialforeningers, fåmandsforeningers og innovationsforeningers anvendelse af afledte finansielle instrumenter med henblik på implementering af UCITS direktivets nye bestemmelser om anvendelse af afledte finansielle instrumenter. De vigtigste ændringer i forhold til den tidligere bekendtgørelse er, at investeringsforeninger, specialforeninger og fåmandsforeninger får mulighed for:

- at geare porteføljen med op til en faktor 2
- at eksponere sig kort i værdipapirer
- at benytte Value at Risk-modeller (VaR-modeller) til at styre risici og opgøre af gearingen

Bestemmelserne om shortsalg på ikke dækket basis fremgår af bekendtgørelsens § 19. Her er, jf. punkt 2, fastsat nærmere krav til foreningens likviditet i tilfælde af shortsalg. Det er ikke fastsat særlige krav vedrørende forretninger, hvor fysisk levering kan finde sted efter modpartens ønske, herunder om foreninger skal holde det underliggende aktiv.

Endvidere vil foreninger, der anvender VaR-modeller, have mulighed for eksponere sig kort i værdipapirer.

Bekendtgørelse har således ikke implementeret 7.1 i Kommissionens anbefaling af 27. april 2004. Finanstilsynet har derfor ikke nærmere overvejet, om Kommissionens anbefaling kan tolkes således, at det er tilstrækkeligt, at foreningen låner det finansielle instrument, som afdækning af forretningen. Det bemærkes, at bekendtgørelse ikke giver foreningerne mulighed for at låne (borrow) værdipapirer, men kun udlån (lend) af værdipapirer, jf. § 1,

stk. 2 og § 25. Umiddelbart finder jeg det vanskeligt at fortolke Kommissionens anbefaling således, at det vil være tilstrækkeligt at låne (borrow) det pågældende værdipapir, idet det vil kræve, at værdipapirlånet også skal være dækket. I givet fald skal en sådan mulighed suppleres med en bestemmelse om, at varigheden af værdipapirlånet skal være (over et vist antal dage) længere, end den shortforretning, lånet skal afdække.

Finanstilsynet vil overveje, at supplere bekendtgørelsen med bestemmelser vedrørende shortforretninger, hvor fysisk levering kan finde sted, i overensstemmelse med Kommissionens anbefalinger. Vi vil da nærmere overveje, om disse bestemmelser skal give mulighed for at afdække sådanne forretningen gennem lånte værdipapirer, og i givet fald, hvilke supplerende betingelser, der da skal gælde.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) i Tyskland har svart i e-post 25. august 2004. Det kan se ut som om fondet må eie underliggende på avtaletidspunktet og oppgjørstidspunktet, men ikke nødvendigvis i mellomtiden.

In your Email dated 2 August 2004 you have asked whether the BaFin requires UCITS to actually own the underlying financial instrument ("underlying") as cover for certain kinds of derivatives with physical delivery in interpretation of 7.1 of the Commissions Recommendations of 27 April 2004 on the use of financial derivative instruments for UCITS. As an alternative interpretation borrowed financial instruments might be regarded as sufficient cover.

The BaFin requires UCITS to actually own the underlying as cover for derivatives referred to in 7.1 of the Commissions recommendations. A borrowed underlying instrument would not hedge the risks associated with "derivatives having the financial profile of an uncovered sale".

Example: An UCITS enters into a short put contract with physical delivery. Share x is the underlying of the short put (current value: 100). In case share x appreciates to 120 the counterparty is entitled to exercise the option (strike price: 100). The UCITS borrows share x to cover the short put.

Share x actually appreciates to 140 and the counterparty exercises the option. The UCITS is obliged to deliver share x worth 140 to the counterparty for 100. Additionally, the UCITS has to buy share x in the market for 140 to meet its obligations under the security loan. Thus, the UCITS experiences a loss of 40 (costs of the security loan and the option premium unaccounted).

However, the BaFin does not expect from the UCITS to own the underlying for the entire duration of the above mentioned derivatives. It is sufficient that the UCITS owns the underlying at the time the UCITS enters into the derivative contract. After that the UCITS may sell or lend the underlying provided that the UCITS assures that the obligations under the derivatives are met at maturity of the transactions.

I svensk rett er imidlertid situasjonen en annen. I den svenske proposisjonen 2002/03:150 En ny lag om investeringsfonder (proposisjonen) heter det i punkt 10.10 om «Belåning og blankning»:

Ett fondbolag får i dag inte använda sig av s.k. oäkta blankning, med vilket menas att fondbolaget inte får sälja fondpapper som fonden inte förfogar över (13 § lagen om värdepappersfonder). Däremot är det i Sverige tillåtet med s.k. äkta blankning. Om fondbolaget för en fonds räkning lånar in värdepapper, kan dessa också säljas. Förbudet mot blankning utökas nu i UCITS-direktivet till att avse blankning av överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument och övriga finansiella instrument som fondmedel får placeras i. Detta i direktivet utvidgade förbud bör även återspeglas i den svenska fondlagstiftningen. Det innebär att det nuvarande förbudet mot oäkta blankning, som omfattar fondpapper, behöver utsträckas till att omfatta även penningmarknadsinstrument, derivatinstrument och fondandelar.

Lag om investeringsfonder trådte i kraft 1. april 2004. Det følger av denne lovs kapittel 5 § 23 første ledd nr. 3 at et forvaltningsselskap ikke kan «sälja fondpapper, penningmarknadsinstrument, derivatinstrument eller fondandelar som inte ingår i fonden». Av spesialkommentaren til denne bestemmelsen i proposisjonen side 322 framgår:

Paragrafen motsvarer 13 § första stycket 2–4 och andra stycket lagen om värdepappersfonder samt artiklarna 41 och 42 i UCITS-direktivet. Förbudet mot s.k. oäkta blankning i *första stycket punkten 3* ändras dock till att även omfatta de uppräknade finansiella instrumenten. Denna bestämmelse behandlas även i avsnitt 10.10.

Lovteksten er altså endret fra et forbud mot å selge papirer «fonden inte förfogar över» til et forbud mot å selge papirer som «inte ingår i fonden» og dessuten har det altså vært en utvidelse av forbudet til å gjelde de oppregnede finansielle instrumenter. Kredittilsynet har fått bekreftet fra Finansinspektionen at endringen i ordlyd fra «förfogar» til «ingår» ikke er ment å innebære noe realitetsendring og at «enligt den tolkning som har gjorts motsvarar denna regel UCITS-direktivets bestämmelser, se t.ex. prop. 2002/03:150, s. 322». «Den nuvarande tolkningen innebär alltså att inlånade värdepapper anses ingå i fonden och därmed kan de säljas.»

Etter svensk rett er det altså lov for forvaltningsselskap å selge finansielle instrumenter fondet ikke eier dersom instrumentet er lånt inn.

4.1.2 Kredittilsynets vurdering

Til støtte for sitt syn peker Kredittilsynet særlig på punkt 9 i fortalen til anbefalingen, sitert i punkt 3.2, hvor Kommisjonen legger til grunn at i UCITS-direktivet artikkel 42 «forbydes udækkede salg således generelt med henblikk på at undgå, at investeringsinstitutter lider svære tab» og videre legger til grunn at det foreligger et «udækket salg» ved blant annet alle transaksjoner hvor fondet er utsatt for risiko for å måtte kjøpe finansielle instrumenter til en høyere pris enn de skal leveres til. Dette er jo nettopp tilfellet ved verdipapirlån. Et slikt lån dekker leveringsrisikoen til kjøper, men det dekker ikke markedsrisikoen. Fordi det solgte finansielle instrument i prinsippet kan få en nærmest ubegrenset kursstigning, er det potensielle tapet på det tidspunkt fondet skal ut på markedet for å kjøpe inn et tilsvarende verdipapir for tilbakelevering til utlåner ikke begrenset oppad. Kredittilsynet viser dessuten til det som framkommer under punkt 3.2 om hensikten med anbefalingen, som er investorbeskyttelse ved å sikre at et fond til enhver tid vil være i stand til å oppfylle forpliktelser som skriver seg fra derivathandel. Dersom en leveringsplikt er dekket ved verdipapirlån, kan verdien på det finansielle instrumentet ha steget så mye at fondet ikke er i stand til å kjøpe det slik at tilbakeleveringsplikten til utlåner ikke blir oppfylt. Dette gjelder så vel salg med ordinær oppgjørfrist, som derivatsalg.

Anbefalingen fra Kommisjonen beskriver i detalj hva som kan aksepteres som dekning. Verdipapirlån er i dag så vanlig at dersom dekning skulle kunne skje i form av verdipapirinnlån, må det antas at dette ville vært uttrykkelig nevnt i anbefalingen og at det ville vært knyttet klare betingelser til slike akseptable verdipapirlån, for eksempel krav til likviditet. Både UCITS-direktivet og anbefalingen er slik bygget opp at de beskriver hva som er tillatt. Når «securities lending» overhodet ikke er nevnt, verken i direktivet, anbefalingen eller i arbeidsgruppens rapport, mener Kredittilsynet at dette ikke kan tolkes på annen måte enn at verdipapirinnlån ikke er tillatt som dekning. Dette til tross for at en slik tolking ikke er i samsvar med departementets uttalelser i to odelstingsproposisjoner nevnt under punkt 3.1.

Forvaltningsselskaper kan i henhold til forskrift 6. januar 2003 nr. 9 om verdipapirfonds utlån av finansielle instrumenter låne ut finansielle instrumenter på vegne av fondet det forvalter. Finansielle instrumenter som er lånt ut eies ikke av fondet. I og med utlånet overføres eiendomsretten til de finansielle instrumentene til låntaker og fondets eiendomsrett erstattes med en fordring på låntaker om å få tilbakelevert finansielle instrumenter av tilsvarende type og antall som det utlånte. Utlån skiller seg fra salg ved at det ikke erlegges en salgssum, men en godtgjørelse for utlånsperioden. Når et finansielt instrument er lånt ut, er markedsrisikoen dekket fordi samme type og antall som det utlånte skal leveres tilbake. Leveringsrisikoen skal også være betryggende sikret gjennom forskriftens krav til motpart i form av verdipapirforetak eller oppgjørssentral. For at dekning skal foreligge, må forvaltningsselskapet sikre at tilbakeleveringsfristen på det utlånte er betryggende fastsatt. Selv om dekning i denne form ikke framgår direkte av anbefalingen, anser Kredittilsynet at dette er innenfor UCITS-direktivet artikkel 42. Det vises herunder til fortalen punkt 9 gjengitt i

punkt 3.2. Kredittilsynet foreslår dermed at dekning anses å foreligge ved utlånte finansielle instrumenter med tilbakelevering før oppgjørsfrist for shortsalg.

Det kan hevdes at fordi anbefalingen også skal føre til felles standarder på risk-management og derivatforskriften § 3 setter en øvre grense for eksponering i derivater, må disse standarder og regler også kunne regulere risikoen ved verdipapirlån. For eksempel kunne man tenke seg at forvaltningsselskapet for et fond selger udekket short, men på et tidspunkt hvor risikosystemene varsler at risikoen er blitt for høy, må besørge kjøp av det finansielle instrument for å låse inn risikoen. Dette krever avanserte systemer og vil uansett bare kunne benyttes på svært likvide papirer. Kredittilsynet finner dermed at dette ikke er tilstrekkelig. Dette vil heller ikke være i samsvar med Kommisjonens anbefaling, idet transaksjoner hvor fondet utsettes for en risiko for å kjøpe verdipapirer til en høyere kurs enn de er levert til er et udekket salg.

Man kan også tenke seg at et verdipapirlån dekkes inn ved et derivat. Kredittilsynet kjenner imidlertid ikke til om dette ville være særlig praktisk, herunder om hele transaksjonen med shortsalg, verdipapirlån og inndekking med derivat vil bli for dyrt. Det er vel dessuten noe uvanlig dersom det i en avtale om verdipapirlån avtales at papiret for eksempel skal leveres 6 måneder fram i tid, samtidig med oppgjørsdagen til en termin. Man måtte dessuten sikre seg at utlåner ikke har rett til å kreve tilbakelevering eller kansellere lånet i låneperioden og dessuten sikre levering fra utlåner på terminens oppgjørsdag. Kredittilsynet finner dermed ikke å ville foreslå denne kombinasjonen, som heller ikke ville være i samsvar med Kommisjonens anbefaling.

Kredittilsynet foreslår i samsvar med anbefalingen at for solgte derivater med fysisk levering anses dekning å foreligge ved at fondet eier det underliggende finansielle instrument. Kredittilsynet foreslår dessuten at dekning foreligger selv om det finansielle instrument er midlertidig utlånt. Kravet til dekning kan ikke oppfylles ved verdipapirlån.

4.1.3 Ekstraordinær dekning med eie av et annet instrument som er svært likvid og som til enhver tid kan brukes til å kjøpe det underliggende

Kommisjonen anbefaler:

7.2. Ekstraordinær erstatning med alternativ underliggende dekning uten kontantafregning

Hvis risikoen ved det finansielle instrument, der ligger til grunn for et derivat, på passende vis kan utgøres av et annet underliggende finansielt instrument, og det underliggende finansielle instrument er særdeles likvidt, bør medlemsstatene overveie at tillate investeringsinstitutterne undtagelsesvis at bruke andre likvide aktiver som dekning, såfremt de til enhver tid kan anvendes til at kjøpe det underliggende finansielle instrument, som skal leveres, og såfremt den yderligere markedsrisiko i forbindelse med denne transaksjonstype er vurdert korrekt.

Kravene innebærer at det må tas hensyn til i hvor stor grad disse instrumentene i verste tilfelle kan utvikle seg ulikt. Dersom en dekker en solgt kjøpsopsjon på en aksje X med aksje Y vil Kredittilsynet se det som nødvendig at markedsverdien av Y som benyttes som dekning til enhver tid er høyere enn markedsverdien av X, slik at forvaltningsselskapet med sikkerhet kan benytte Y til å kjøpe X. For at den ytterligere markedsrisikoen ved å benytte Y som dekning på en solgt kjøpsopsjon på X skal bli vurdert korrekt, legger Kredittilsynet til grunn at forvaltningsselskapet må ha beregningssystemer for å sikre seg at markedsrisikoen er vurdert korrekt.

Kravene som stilles dersom et annet finansielt instrument enn det som skal leveres skal benyttes som dekning, er svært strenge. Ifølge anbefalingen kan bare unntaksvis andre likvide finansielle instrumenter benyttes som dekning. Kredittilsynet legger derfor til grunn at det bare er aktuelt i ekstraordinære tilfeller. I anbefalingen gis det ingen veiledning på hvilke ekstraordinære situasjoner som kan være aktuelle. Kredittilsynet ønsker innspill fra høringsinstansene om hvilke

ekstraordinære situasjoner hvor det kan være aktuelt med andre finansielle instrumenter enn det som skal leveres som dekning.

Det heter at medlemsstatene bør *overveie* om det unntaksvis skal tillates å bruke andre særdeles likvide finansielle instrumenter som dekning. Kredittilsynet har vært i tvil om hvorvidt det bør være adgang til en slik alternativ dekning. Kredittilsynet har imidlertid funnet å ville foreslå en slik dekning fordi det i ekstraordinære situasjoner kan være praktisk å ha en slik adgang.

Kredittilsynet foreslår ikke konkrete krav til dekningen utover at de finansielle instrumentene må være svært likvide og at disse dekningsinstrumentene til enhver tid kan brukes til å kjøpe det underliggende, se forskriftsutkastet § 7 annet ledd nr. 5. I dette ligger også kravet om at den ytterligere markedsrisikoen i forbindelse med denne transaksjonstype er vurdert korrekt. Forutsetningen om ekstraordinær situasjon må være oppfylt. Forvaltningsselskapet har ansvar for at kravene er oppfylt.

4.1.4 Dekning med motgående derivatposisjon med samme underliggende

Derivatforskriften ble endret 13. august 2003 slik at rett eller plikt til salg kan trekkes fra fondets øvrige plasseringer mot samme utsteder i forhold til vpfl. § 4-8, jf. forskriften § 4 første ledd. Endringen er en presisering av plasseringsreglene. Men Kredittilsynet har i brev datert 9. januar 2004 til Oslo Børs lagt til grunn at et forvaltningsselskap kan selge kjøpsopsjoner og selge terminer med enkeltinstrumenter som underliggende for fond uten å komme i konflikt med vpfl. § 4-11 dersom fondet har en motgående derivatposisjon og forutsatt at løpetid og innløsningspris gir full dekning. Av brevet framgår dessuten at dersom fondet har en leveringsforpliktelse av underliggende, enten avtalt eller på motpartens forlangende, må fondets motgående derivatposisjon gi motparten en leveringsforpliktelse, enten avtalt eller på fondets forlangende.

Tilsvarende følger ikke av Kommissjonens anbefaling. I en tidlig versjon (februar 2003) av rapport fra en arbeidsgruppe nedsatt av UCITS Contact Committee heter det imidlertid:

The group considers that the liquidity of FDIs traded on regulated markets is sufficient to enable a UCITS to close its positions by entering into an offsetting trade at the same moment the opening transaction is conducted by an uncovered sale and thus avoid to be placed into the position of having to provide a security that it does not hold. Therefore, article 42 could under these conditions be considered only for OTC FDIs.

Kredittilsynet kjenner ikke til bakgrunnen for at dette alternativet ikke er med i anbefalingen fra Kommissjonen, men registrerer følgende kommentar fra en svensk representant i møte i juni 2003 i UCITS Contact Committee:

However, they have some concerns about the task force's conclusions on relevant coverage needs in regard of Article 42: American type options traded in SV could in fact lead to a situation where, following the closure of daily trading, additional requirements from partners could still occur. Hence, using the delta method might not suffice to capture the total risk involved.

Når fondet har kjøpt terminer eller har kjøpt kjøpsopsjoner med samme underliggende (dekningsderivater), med lik eller lavere innløsningspris og samme oppgjørstidspunkt som shortsaget, gir dette full dekning av markedsrisikoen i shortsaget dersom kontrakten holdes til innløsning. Tapet på den ene posisjonen utlignes av gevinst på den andre. Høyere innløsningspris på dekningsderivatene enn på shortsaget, medfører at noe av shortsaget er udekket. Shortsaget har imidlertid ikke lenger ubegrenset risiko, idet innløsningsprisen på dekningsderivatet lager et tak for hvor høyt tapet kan bli.

Dersom oppgjørstidspunktet for dekningsderivatene avviker fra shortsagets, kan prisforskjeller mellom kontraktene gjøre at tap og gevinst ikke utlignes, og at dekningen kan reduseres. Også

kontrakter med samme oppgjørstidspunkt kan prismessig bevege seg ulikt i løpetiden, selv om de gjøres opp på oppgjørstidspunktet. Dersom en av posisjonene stenges før oppgjørstidspunkt, er det en risiko for tap.

Unormalt store svingninger i kursen på underliggende kan føre til høye marginkrav på dekningsderivatet i løpetiden. Dersom derivatposisjonen holdes til oppgjørstidspunkt, vil prisen på dekningsinstrumentet bli den samme som for shortsalg. Dersom fondet ikke har tilstrekkelig likviditet til å møte marginkravene er alternativet å stenge posisjonen med tap. Det er flere eksempler på investorer som har hatt store tap fordi de ikke har hatt tilstrekkelig likviditet til å innfri marginkravene, og det kan ikke utelukkes at fond kan komme i en liknende situasjon. Særlig vil dette kunne gjelde for fond med lukket utgang og fond med lite likvide aktiva. Eventuelle problemer med marginkrav er imidlertid et generelt problem for derivathandel og reiser ikke noen spesielle problemer ved shortsalg.

Anbefalingen skal bidra til å hjelpe tilsynsmyndighetene til å tolke blant annet direktivets artikkel 42 på samme måte. Kredittilsynet forstår det likevel slik at det er anledning til å gå lenger enn det som følger av anbefalingen, så lenge norsk rett holder seg innenfor direktivets artikkel 42. Det er direktivet og ikke anbefalingen som er bindende. Etter Kredittilsynets oppfatning, vil forslaget holde seg innenfor artikkel 42 og Kredittilsynet finner derfor å ville foreslå å tillate dekning i motgående derivatposisjon.

Kredittilsynet har vurdert hvordan full dekning gjennom kjøp i terminer eller kjøp av kjøpsopsjoner skal defineres og reglene utformes. Et krav kunne være at shortsalg og dekningsderivat skal ha samme oppgjørstidspunkt. Dekningen bør imidlertid være slik satt sammen at posisjonen kan stenges før oppgjørstidspunkt uten vesentlig tap. Likviditeten i derivatkontrakten blir dermed et vesentlig element. Kredittilsynet foreslår i forskriften at dekning i form av kjøp på termin eller kjøp av kjøpsopsjon skal gi full dekning, men stiller ikke konkrete krav til oppgjørstidspunkt og innløsningspris. Forvaltningsselskapet må ut fra en konkret vurdering velge de derivatene det mener er mest hensiktsmessige, eventuelt i kombinasjon med annen dekning. Kredittilsynet mener at forvaltningsselskapet er nærmest til å vurdere hensynet til likviditet, herunder børsnotert mot notert posisjon, transaksjonskostnader, volatiliteten i underliggende og muligheten til raskt å kunne stenge posisjonen. Det framkommer således av det foreslåtte at forvaltningsselskapet må påse at finansielle instrumenter på avtaletidspunktet og deretter til enhver tid gir full dekning, hensyntatt blant annet løpetid, innløsningspris, markedsverdi, likviditet og sammenheng med underliggende.

Det vises for øvrig til derivatforskriften § 5 som stiller krav til forvaltningsselskapets kompetanse og systemer for å overvåke og måle risikoen i derivatposisjonene og deres bidrag til risikoen i hele fondets portefølje og til punkt 5.3 om beregning av eksponering.

4.2 Finansielt oppgjør

4.2.1 Dekning med kontanter eller svært likvide aktiva

For derivater med finansielt oppgjør anbefaler kommisjonen dessuten følgende:

7.3. Erstatning med alternativ underliggende dekning med kontantafregning

Hvis det finansielle derivatinstrument automatisk eller etter investeringsinstituttets valg afregnes kontant, bør medlemsstaterne overveje at tillate investeringsinstituttet ikke å have det spesifikke grunnlag som dekning. I sådanne tilfælde henstilles det, at medlemsstaterne overvejer følgende kategorier som acceptabel dekning:

- a) kontanter
- b) likvide gjeldsinstrumenter (f.eks. statsobligasjoner med høyeste kreditvurdering) med passende sikkerhedsforanstaltninger (især "haircuts")

- c) andre særdeles likvide aktiver, som anerkendes af de kompetente myndigheder i betragtning af deres sammenhæng med grundlaget for de finansielle derivatinstrumenter med passende sikkerhedsforanstaltninger (f.eks. "haircuts", hvis det er relevant).

Ved anvendelse af artikel 42 i direktiv 85/611/EØF bør medlemsstaterne betragte instrumenter som likvide, hvis de kan konverteres til kontanter inden for maksimalt syv arbejdsdage til en kurs, der nøje modsvarer den aktuelle værdiansættelse af det finansielle instrument på deres egne markeder. Det henstilles til medlemsstaterne at sikre, at det pågældende kontantbeløb er til investeringsinstituttets rådighed ved det finansielle derivatinstruments udløbsdato.

I anbefalingen om «cover» er derivater med finansielt oppgjør nevnt på linje med derivater med fysisk levering. Det kan derfor ikke være tvil om at også derivater med finansielt oppgjør er omfattet av kravet til «cover» av forpliktelsen og skal være dekket fullt ut. For derivater med finansielt oppgjør er det imidlertid anbefalt visse krav som bare skal få anvendelse for disse.

Kommisjonens anbefaling reduserer oppgjørskisken vesentlig. Dekning med kontanter eller likvide gjeldsinstrumenter gir imidlertid liten eller ingen reduksjon i markedsrisiken. Dekning med andre svært likvide aktiva vil gi en større reduksjon avhengig av graden av sammenheng med kursen på derivatets underliggende.

Korrelasjonsanalyse kan være en måte å beregne hvordan kursen på finansielle instrumenter utvikler seg i forhold til hverandre, jf. anbefalingens krav om sammenheng i bokstav c. Korrelasjonsanalyse er imidlertid basert på historiske observasjoner og det er derfor usikkert om de historiske sammenhengene også har gyldighet fram i tid. Positiv korrelasjon sier at dersom den ene variabelen øker så øker den andre. Dersom korrelasjonskoeffisienten er 1 betyr det at det er en positiv lineær sammenheng mellom variablene. Det vil si at dersom den ene variabelen øker så øker den andre alltid i et bestemt forhold. Korrelasjonskoeffisienten sier imidlertid ingenting om hvor mye de øker i forhold til hverandre, men forteller bare noe om graden av lineær samvariasjon. Et krav i forskriften til bare positiv korrelasjon, ville kunne innebære et svakere krav enn det foreslåtte kravet i forskriftsutkastet § 7 tredje ledd nr. 7 om svært lik kursutvikling med derivatets underliggende.

I anbefalingen er det foreslått at kravet til sammenheng skal være godkjent av tilsynsmyndigheten. Kredittilsynet er av den oppfatning at en slik godkjenning fra tilsynsmyndighetenes side ville være en dårlig løsning på nåværende tidspunkt. Alternativet måtte i så fall være at dette punktet i anbefalingen ikke ble implementert i forskriftsutkastet, jf. at Kredittilsynets forslag innebærer stor frihet for forvaltningsselskapene i forhold til kravet om godkjenning. Kredittilsynet har imidlertid funnet å ville ta inn dette punktet fra anbefalingen, jf. forskriftsutkastet § 7 tredje ledd nr. 7, men slik at det skal være opp til forvaltningsselskapene å velge finansielle instrumenter som har slik sammenheng med derivatens underliggende at de tilfredsstillter kravene. Kredittilsynet vil gjennom operativt tilsyn kontrollere at kravene blir oppfylt. Kredittilsynet mener en slik løsning er innenfor anbefalingen. Det skyldes at det brukes mer ressurser på det løpende operative tilsynet i Norge enn i flere andre land. Detaljeringsgraden i forskrift kan derfor i noen grad erstattes med etterkontroll.

Kredittilsynet foreslår å følge anbefalingen om at likvide instrumenter skal forstås som instrumenter som kan bli omgjort til kontanter til en kurs tett opp til kursen på det som er solgt short innen sju arbejdsdager. Finansielle instrumenter antas imidlertid å være mer treffende enn aktiva, idet aktiva skal være likvide og fordi et fond kun kan eie finansielle instrumenter i tillegg til bankinnskudd. Kredittilsynet foreslår at det skal være forvaltningsselskapets ansvar at dekningen er tilstrekkelig likvid, slik likvid er definert. Når det gjelder dekning med kontanter, må forvaltningsselskapet påse at kontantene kan disponeres på derivatets utøvelsesdag(er) og på oppgjørsgdag. Dersom det viser seg at forvaltningsselskapenes vurdering kan trekkes i tvil, vil Kredittilsynet vurdere å utarbeide mer detaljerte retningslinjer.

Kredittilsynet har i brev 21. januar 2003 til Oslo Børs om derivater på indekser i tilknytning til vpfl. § 4-11 uttalt at fond i løpetiden for aksjeindeksen OBX må ha tilstrekkelig kontanter til daglig markedsoppgjør (terminer) og sluttavregning (opsjoner). Ved salg av opsjoner eller terminer på en indeks må fondet i tillegg ha dekning i en underliggende verdipapirportefølje eller kjøpte opsjoner eller terminer på indeksen. Dersom deknningen er i en underliggende verdipapirportefølje, følger det av brevet at denne må ha en sterk korrelasjon med indeksen. Utkastet til forskrift vil dermed medføre en endring i forhold til denne uttalelsen.

Kredittilsynet forstår begrepet «haircuts» i anbefalingen slik at markedsverdien ikke godskrives fullt ut. Verdien av de alternative aktiva må være høyere enn derivatinstrumentets verdi. Dette kalles heretter marginfradrag.

Når det gjelder marginfradraget antar Kredittilsynet at det kan tas utgangspunkt i forskrift 14. oktober 1996 nr. 984 om marginsikkerhet ved formidling av lån av finansielle instrumenter og utlån av finansielle instrumenter fra verdipapirforetakets egen portefølje § 6 annet ledd. Der framgår det at ved beregning av sikkerhet som stilles i form av andre finansielle instrumenter enn det utlånte, godskrives markedsverdien av disse redusert med et beløp som minst tilsvarer: a) 5 prosent av aksjer og grunnfondsbevis, b) estimert verdireduksjon ved 0,5 prosentpoeng økning av internrenten til obligasjoner og sertifikater og c) 50 prosent av markedsverdien til andre typer finansielle instrumenter. Det er kun kontanter eller svært likvide finansielle instrumenter som kan benyttes som dekning for fond. For så vidt gjelder derivater på aksjer og grunnfondsbevis og derivater på obligasjoner og sertifikater, antar imidlertid Kredittilsynet at forskriften ikke bør legges til grunn, idet Kredittilsynet antar at disse derivatene bør følge henholdsvis a og b og ikke c. Dette fordi det her vil bli en annen anvendelse av derivater enn derivater som skal stilles som sikkerhet. Kredittilsynet mottar imidlertid gjerne høringsinstansenes syn på dette punkt. Det er forvaltnings-selskapets ansvar at marginfradraget til enhver tid er tilstrekkelig og at det således er full dekning, jf. at markedsverdien «minst» skal reduseres med osv.

4.3 Hensynet til verdipapiroppgjøret

Levering av VPS-registrerte finansielle instrumenter mot samtidig betaling (DvP) skjer i verdipapiroppgjørssystemet (VPO) ved at det foretas et pengeoppgjør og et verdipapiroppgjør. VPS utfører verdipapiroppgjøret. VPS foretar også pengeavregning mellom de sentrale deltakerne i oppgjøret (verdipapirforetak og forvaltere). Pengeoppgjøret mellom deltakerne i VPO skjer i Norges Bank. VPS slutfører verdipapiroppgjøret når Norges Bank har akseptert pengeoppgjøret. Betalingen mellom verdipapirforetak og investor skjer utenfor VPO.

Det er etablert en automatisk poolbasert låneordning. Ordningen skal smøre oppgjøret og hindre at oppgjøret ikke kan gjennomføres fordi selger ikke kan levere (falte handler). Standardvilkår for automatisert låneordning knyttet til verdipapiroppgjøret regulerer låneordningen. Det følger av vilkårene at tillatte låneinstrumenter er omsettelige verdipapirer som er notert på Oslo Børs og registrert i VPS. Låneinstrumentene må videre framgå av den til enhver tid gjeldende liste over tillatte låneinstrumenter som fastsettes av NOS. VPO-låneordningen er i vilkårene definert som «en automatisk låneordning organisert av VPS og NOS. Låneordningen innebærer at det beregnes et innlansbehov fra låntakeren ved underdekning for salgstransaksjoner registrert på dennes meglerkonto i VPO. Innlansbehovene kobles mot de tilgjengelige låneinstrumenter på långivernes VPS-konti». NOS Clearing ASA (NOS) clearer lånekontraktene og opptrer som motpart i alle lån som etableres og garanterer oppfyllelse av disse. Ikke alle verdipapirforetakene deltar i ordningen. Det er oppgitt at 15 verdipapirforetak deltar.

For å sikre levering, kan også verdipapirer lånes ved å benytte verdipapirforetak som formidlere, jf. vphl. § 8-8. Avtaler om verdipapirlån kan eventuelt også cleares av NOS.

På VPS' hjemmesider framkommer at «Det norske verdipapiroppgjørssystemet oppfyller i hovedsak alle internasjonale anbefalinger fra CPSS og IOSCO». Det er vist til en rapport om anbefalinger for verdipapiroppgjørssystem. I rapportens punkt 3.2 om risiko for oppgjør heter det:

Det er iverksatt flere ulike tiltak siden 1999 for å redusere risikoen for falte handler. De viktigste tiltakene er innføring av LP- modellen som optimaliserer verdien av handlene i oppgjøret, innføring av den automatiserte låneordningen for verdipapirer for å effektivisere gjennomføringen av oppgjøret, og innføring av en forskyvningsrutine for handler som mangler dekning. Fra 7. mars 2003 gjennomføres det dessuten to oppgjør per døgn. Disse moderniseringene har medført at andel handler gjort opp på avtalt dag har økt fra rundt 80 prosent på slutten av 1990-tallet til dagens nivå på omlag 97 prosent.

Kredittilsynets erfaring tilsier ikke at shortsalg utgjør en risiko i oppgjørssammenheng som skulle tilsi særskilt regulering. Når det gjelder VPO, vises det til sitatet over fra VPS om at lineær programmering (LP-modell), låneordning, forskyvningsrutine og to oppgjør pr. døgn har medført en klar reduksjon av falte handler. I VPO er det dessuten mulighet for T+0 oppgjør (intradagfinalitet) for handler som meldes inn før klokken 11.30. Dessuten vises til vphl. § 8-7 om at et verdipapirforetak bare kan formidle salg av finansielle instrumenter kunden ikke eier dersom kunden har tilgang til de finansielle instrumentene og foretaket er sikret rettidig levering på avtaletidspunktet og til vphl. § 11-1 om at verdipapirforetaket er ansvarlig overfor oppdragsgiveren og den det slutter avtale med for oppfyllelse av ordre det har utført.

Derivatkontrakter notert på Oslo Børs blir clearet av NOS. Aktørene kan også velge å la NOS clear unoterte derivatkontrakter. Clearingen skal ivareta kredittrisikoen. Dersom det etter kontraktene skal være fysisk levering, vil selve verdipapiroppgjøret skje i VPO på vanlig måte. NOS gjennomfører penge- og papiravregninger og oppgjør på papirsiden.

Kredittilsynet finner ikke grunn til å drøfte hensynet til verdipapiroppgjøret i forhold til finansielle instrumenter som ikke er registrert i VPS. Heller ikke shortsalg av utenlandske finansielle instrumenter, idet oppgjøret her vil skje i henhold til ulike utenlandske regelverk.

Slik Kredittilsynet ser det, tilsier hensynet til det norske verdipapiroppgjøret etter dette ikke ytterligere krav til shortsalg utover de som følger av direktivet og anbefalingene.

5 ANDRE RISIKOREGLER

Nedenfor drøftes hvordan shortsalg skal behandles i forhold til andre risikoregler i verdipapirfondloven.

5.1 Vpfl. § 4-8. Utstederrisiko

Det følger av vpfl. § 4-8 første ledd at forvaltningsselskapet skal se til at fondets beholdning av finansielle instrumenter har en sammensetning som gir en hensiktsmessig spredning av risikoen for tap. Annet ledd i § 4-8 lyder:

Et verdipapirfonds plasseringer i finansielle instrumenter utstedt av samme selskap kan, med de begrensninger som følger av § 4-9, ikke utgjøre mer enn:

1. 5 prosent av fondets eiendeler, eller
2. 10 prosent av fondets eiendeler dersom den samlede verdi av plasseringer som nevnt i dette punktum ikke overstiger 40 prosent av fondets eiendeler, eller

3. 35 prosent av fondets eiendeler dersom de omsettelige verdipapirene eller pengemarkedsinstrumentene er utstedt eller garantert av en stat som er part i EØS-avtalen, dennes lokale offentlige myndigheter eller av internasjonale statlige organisasjoner der en eller flere av statene som er part i EØS-avtalen deltar.

Derivatforskriften § 4 regulerer hvordan derivater skal hensyntas i forhold til vpfl. § 4-8 annet ledd nr. 1-3 og angir hvordan underliggende til derivatet skal medregnes. Det kan motregnes posisjoner og motparter. Reglene følger kommisjonens anbefalinger. Det foreslås ingen endring i reglene.

Dekning av en shortet derivatposisjon med andre svært likvide instrumenter som til enhver tid kan brukes til å kjøpe det underliggende, likvide gjeldspapirer, andre svært likvide aktiva som er funnet å ha sammenheng med underliggende og kontanter gir fondet en negativ eksponering i underliggende. Kommisjonen gir ingen direkte anbefalinger om hvordan dette skal hensyntas i forhold til spredningsreglene.

Kredittilsynet foreslår at reglene som gjelder for eie også skal gjelde for shortsalg. Det vil si at grensene gjelder uavhengig av om eksponeringen er positiv eller negativ.

5.2 Vpfl. § 4-9. Regler for å forhindre for stor innflytelse i de selskaper det investeres i

Kredittilsynet har i brev til Oslo Børs datert 2. april 2004 uttalt at underliggende til et derivat med finansielt oppgjør ikke skal hensyntas ved beregning av grensene etter vpfl. § 4-9. Bestemmelsen skal forhindre at verdipapirfond får for stor innflytelse på den enkelte utsteder. Hensynet bak taler for at shortsalg ikke skal hensyntas i forhold til vpfl. § 4-9. Shortsalg fører ikke til at verdipapirfond får innflytelse hos en utsteder. Kredittilsynet foreslår derfor ingen endring i vpfl. § 4-9 eller derivatforskriften.

5.3 Beregning av eksponering

Kommisjonen anbefaler at verdien av derivatposisjoner beregnes etter det som kalles eksponeringsmetoden, ved bruk av VaR-modeller eller stresstester.

I fortalens punkt 5 heter det således:

Et investeringsinstituts samlede eksponering bør vurderes på grunnlag av både investeringsinstituttets risiko for misligholdelse og den gearing, der skyldes bruk af finansielle derivatinstrumenter. Det bør derfor sikres, at et investeringsinstituts markedsrisiko måles hensigtsmæssigt. Derfor er det nødvendigt at anbefale mulige metoder til at vurdere markedsrisici ved at skabe klarhed om betingelserne for brugen af de følgende metodologier: eksponeringsmetoden, "value at risk-metoden" (VaRmetoden) og "stress tests".

Derivatforskriften § 4 tilsvarer eksponeringsmetoden.

I punkt 3.2.1 i anbefalingen om bruk av eksponeringsmetoden i avsnitt om ikke-sofistikerte forvaltningsselskap heter det:

Det henstilles til medlemsstaterne at bede deres kompetente myndigheder sikre, at markedsrisikoen i forbindelse med ikke-sofistikerede investeringsinstitutter vurderes ordentligt ved brug af eksponeringsmetoden, hvorved et investeringsinstituts derivatpositioner omregnes til en tilsvarende position i de underliggende aktiver for disse derivater. Ved anvendelse af eksponeringsmetoden bør medlemsstaternes kompetente myndigheder også tage højde for kriterier som investeringsinstituttets samlede eksponering som følge af anvendelse af finansielle derivatinstrumenter, karakter, formål, antal og hyppighed af de kontrakter, som investeringsinstituttet har indgået, og de anvendte administrationsteknikker.

Samtidig heter det i anbefalingens punkt 3.3.1 i et avsnitt om standardbruk for sofistikerte forvaltningsselskaper at disse jevnlig bør benytte VaR-metoder og stresstester.

Det framgår av derivatforskriften § 4 første ledd at for terminer og bytteavtaler brukes markedsverdien av derivatets underliggende. For opsjoner brukes markedsverdien på derivatets underliggende multiplisert med opsjonens delta. Dette er i samsvar med punkt 3.2.2 om teknisk presisjon under et avsnitt om ikke-sofistikerte forvaltningsselskap i anbefalingen, hvor det heter:

Hvad angår optioner, henstilles det til medlemsstaterne at tillade brug af deltametoden, som afspejler optionsprisens følsomhed over for marginale ændringer i kursen på de underliggende finansielle instrumenter. Konverteringen af terminskontrakter, futures og swaptioner bør afhænge af de underliggende kontrakters nøjagtige karakter. Ved almindelige kontrakter vil kontraktens markedsværdi for det meste være relevant.

I anbefalingens punkt 7.4, under avsnittet om «Anvendelse af relevante dækningsregler med finansielle derivatinstrumenter, både noterede og OTC» heter det om beregning av dekningsvinået:

Det henstilles til medlemsstaterne at kræve, at dækningsniveauet beregnes efter eksponeringsmetoden.

Kredittilsynet foreslår at samme beregningsmåte som i derivatforskriften § 4, eksponeringsmetoden, brukes for å beregne eksponeringen i solgt termin eller solgt kjøpsopsjon.

Foreløpig har bruken av derivater i norske fond vært såpass liten at Kredittilsynet ikke anser det som nødvendig å utarbeide et eget regelverk om VaR-modeller. Derivatforskriften § 4 har en unntakshjemmel. Denne kan brukes dersom forvaltningsselskaper søker om å få bruke VaR-modeller og stresstester som alternativ beregningsmåte. En tilsvarende bestemmelse bør innføres for dekket shortsalg, jf. punkt 6.

I anbefalingens punkt 7.5 framgår også følgende om det underliggende finansielle instrument:

Det henstilles til medlemsstaterne at kræve, at det underliggende finansielle instrument for derivatinstrumenter, hvad enten de kræver kontantafregning eller fysisk levering, såvel som de finansielle instrumenter, der anvendes som dækning, skal være i overensstemmelse med direktivet og investeringsinstituttets egen investeringspolitikk.

Kredittilsynet tar for ordens skyld inn en slik bestemmelse om kontanter og finansielle instrumenter som benyttes som dekning.

6 UNNTAKSHJEMMEL

Det foreslås innført en hjemmel som gir Kredittilsynet mulighet til å gi dispensasjon fra kravene som stilles for å kunne foreta dekket shortsalg. Det norske verdipapirmarkedet er lite og Kredittilsynet ser ikke bort fra at det kan oppstå situasjoner der det er behov for en slik unntakshjemmel.

7 FORSLAG TIL FORSKRIFTSENDRING

Det foreslås følgende endring i forskrift 8. juli 2002 nr. 800 om verdipapirfonds handel med derivater:

Ny § 7:

§ 7 Dekning ved salg på termin og salg av kjøpsopsjon (dekket shortsalg)

Ved salg på termin og ved salg av kjøpsopsjon skal forvaltningsselskapet påse at verdipapirfondet kontrakten inngås på vegne av har dekning i fondets øvrige eiendeler. Med termin menes i § 7 også bytteavtale. Salg på termin i § 7 inkluderer den delen i en bytteavtale som har framtidige forpliktelser og rettigheter som i solgt termin.

Dersom solgt termin eller solgt kjøpsopsjon har fysisk oppgjør, anses dekning å foreligge ved:

1. eie av underliggende finansielle instrument
2. utlånte finansielle instrumenter med tilbakelevering før oppgjørsfrist for shortsalg
3. kjøp av underliggende på termin
4. kjøp av underliggende med kjøpsopsjon
5. eie av finansielt instrument som er svært likvid og til enhver tid kan brukes til å kjøpe underliggende finansielle instrument. Slik dekning kan bare benyttes i ekstraordinære situasjoner.

Dersom solgt termin eller solgt kjøpsopsjon har finansielt oppgjør, anses dekning å foreligge ved:

1. eie av underliggende finansielle instrument
2. utlånte finansielle instrumenter med tilbakelevering før oppgjørsfrist for shortsalg
3. kjøp av underliggende på termin
4. kjøp av underliggende med kjøpsopsjon
5. kontanter
6. likvide gjeldsinstrumenter, herunder statsobligasjoner med høyeste kredittvurdering
7. andre svært likvide finansielle instrumenter med en markedskurs som utvikler seg svært likt med, herunder er sterkt positivt korrelert med, terminens eller kjøpsopsjonens underliggende.

Dekning i instrumenter nevnt i tredje ledd nr. 6 og 7 skal beregnes slik at daglig markedsverdi reduseres med et beløp som minst tilsvarer:

- a) 5 prosent av aksjer, grunnfondsbevis og derivater med aksjer og grunnfondsbevis som underliggende. Markedsverdien av underliggende til opsjoner multipliseres med opsjonens delta
- b) estimert verdireduksjon ved 0,5 prosentpoeng økning av internrenten til obligasjoner, sertifikater og derivater med obligasjoner og sertifikater som underliggende. Markedsverdien av underliggende til opsjoner multipliseres med opsjonens delta
- c) 50 prosent av markedsverdien til andre finansielle instrumenter. Markedsverdien av underliggende til opsjoner multipliseres med opsjonens delta.

Med likvid finansielt instrument menes instrument som innen 7 arbeidsdager kan omgjøres til kontanter til en kurs tett opp til kursen på solgt termin eller solgt kjøpsopsjons underliggende.

Forvaltningsselskapet må påse at kontanter eller finansielle instrumenter på avtaletidspunktet og deretter til enhver tid gir full dekning, hensyntatt blant annet løpetid, innløsningspris, markedsverdi, likviditet og sammenheng med underliggende. Kontanter og finansielle instrumenter som benyttes som dekning må være i samsvar med fondets vedtekter.

Reglene som gjelder for plasseringer i finansielle instrumenter utstedt av samme selskap i vpfl. § 4-8 og nærværende forskrift § 4 skal gjelde så langt de passer for solgt termin eller solgt kjøpsopsjon. Ved beregning av eksponering skal følgende verdier benyttes:

- a) terminer: Markedsverdien av underliggende
- b) opsjoner: Markedsverdien av underliggende multiplisert med opsjonens delta.

Reglene i vpfl. § 4-9 skal ikke hensyntas i forhold til underliggende i solgt termin eller solgt kjøpsopsjon.

Kredittilsynet kan ved enkeltvedtak gjøre unntak fra kravene i denne paragraf.

Tidligere § 7 blir ny § 8.