

Kredittilsynet  
Postboks 100 Bryn  
0611 Oslo

Oslo, 21. desember 2001

Deres ref:  
95/4707

## **Høring – utkast til forskrift om verdipapirfonds handel med derivater**

### **1 Innledning**

Det vises til Kredittilsynets høringsbrev datert 25. oktober 2001.

Verdipapirfondenes Forening er generelt tilfreds med at det nå vil bli fastsatt en ny forskrift om verdipapirfonds handel med derivater som vi håper vil bidra til å gjøre det norske regelverket på dette området mer på linje med hva som er vanlig internasjonalt.

Som det framkommer av gjennomgangen som Kredittilsynet har hatt av tilsvarende regelverk i andre nordiske land, er den gjeldende norske reguleringen av verdipapirfonds handel med derivater svært streng. Vi synes derfor at Kredittilsynet har tatt et godt utgangspunkt når det i høringsbrevet vises til at det vil kunne medføre en konkurranseulempe dersom de nasjonale kravene på dette området går ut over de minimumskravene som følger av UCITS-direktivet, og at dette trekker i retning av ikke å ha nasjonale krav ut over dette.

Med tanke på at en vesentlig del av de utenlandsregistrerte verdipapirfondene som i dag markedsføres aktivt i Norge er registrert i Luxemburg eller Irland, har disse landenes regelverk en særlig stor betydning for den konkurransemessige situasjonen for norske forvaltningsselskaper. Vi savner derfor en gjennomgang av disse landenes regelverk og mener det er en svakhet at dette ikke er tatt med i høringsdokumentet. Så langt vi har oversikt er det nettopp Luxemburg og Irland som kanskje har lagt størst vekt på ikke å ha nasjonale krav som går ut over minimumskravene i UCITS-direktivet, og en gjennomgang av disse landenes regelverk ville derfor tjent som en nyttig referanseramme ved utarbeidelsen av forskriftsutkastet.

### **2 Generelle merknader**

Verdipapirfondenes Forening mener at det foreliggende forskriftsutkastet om verdipapirfonds handel med derivater langt på vei vil dekke de behov som bransjen har når det gjelder bruk av derivater i forvaltningen av verdipapirfond. Forskriftsutkastet inneholder imidlertid etter vår oppfatning en del mangler, blant annet vil vi sterkt tilrå at bytteavtaler og derivater på slike finansielle instrumenter inkluderes i forskriften, jf. nærmere argumentasjon for dette nedenfor.

Vi går videre i mot forslaget om at fond som benytter derivater for å øke risikoen i fondet skal ha en minste førstegangs tegning på 5 mill. kroner. Dette forslaget harmonerer for det første svært dårlig med hensynet til norsk fondsbransjes konkurransemessige situasjon. Vi viser

særlig til at distributører av spareprodukter i det norske markedet har full adgang til å markedsføre andeler i utenlandsregistrerte verdipapirfond som benytter derivater for å øke risikoen, uten at det samtidig er krav til minste tegningsbeløp tilnærmetvis på dette nivået. Dette faktum gjør det svært vanskelig å forstå motivasjonen for å innføre et slikt særkrav i den norske derivatforskriften. Etter vår oppfatning bør kravet om minste tegningsbeløp i stedet erstattes med et krav om at den som tegner andeler i slike fond skal være ”kvalifisert”. Dette kan for eksempel gjøres ved at den enkelte før tegning i slike fond må undertegne på at vedkommende er gjort kjent med og har forstått den risiko som er forbundet med investeringer i fondet. Det vises til nærmere omtale av dette nedenfor.

Kredittilsynet ønsker foreløpig ikke å foreslå at verdipapirfond skal kunne investere i kredittderivater, og uttaler at dette er noe en vil komme tilbake til etter en intern gjennomgang av bruken av kredittderivater. Verdipapirfondenes Forening vil i denne forbindelse påpeke at markedet for kredittderivater har utviklet seg raskt og framstår i dag som et likvid og transparent marked. Vi er derfor av den oppfatning at instrumentet bør kunne inkluderes allerede nå i forskriften, men merker oss Kredittilsynets klare signaler om at dette vil bli vurdert senere. Vi vil henstille om at det i denne vurderingen undersøkes hvorvidt andre EØS-land fortolker artikkel 21 i UCITS-direktivet slik at handel med kredittderivater tillates. Det norske regelverket bør innrettes i samsvar med det som framstår som en vanlig fortolkning i EØS-landene.

Ellers er våre merknader til forskriftsutkastet i første rekke motivert ut fra hensynet til å gjøre bestemmelsene i forskriften mest mulig entydige.

### **3 Investering i unoterte derivater**

I oversendelsesbrevet ber Kredittilsynet om særskilte kommentarer til tre punkter. Foreningens kommentarer til de to siste punktene på denne listen – avgrensning av formålet med derivathandelen vedrørende kontroll med utsteder av underliggende, samt forslaget om maksimalgrense og minste førstegangs tegningsbeløp for fond som bruker derivater for å øke risikoen i fondet – omtales nedenfor. Når det gjelder det første punktet vedrørende verdipapirfonds investeringer i unoterte derivater og hvorvidt det i den forbindelse bør stilles spesielle krav til verddivurdering og mulighet til å stenge posisjonen, vil vi bemerke følgende:

Ved bruk av unoterte derivater som ledd i å effektivisere porteføljeforvaltning i ”ordinære” verdipapirfond, oppfatter vi det som en selvfølge og i tråd med god forretningsskikk at instrumentene som benyttes skal kunne verdifastsettes daglig, og at posisjonene skal kunne stenges ved å inngå en motgående posisjon. Verdifastsettingen vil måtte skje gjennom prising i OTC-markedet eller ved teoretisk prising basert på anerkjent metode. Verdipapirfondenes Forening har ingen innvendinger mot at det i forskriften formuleres krav om dette, men anser ikke dette som nødvendig siden kravet uansett må kunne sies å være dekket gjennom den generelle aktsomhetsnormen i verdipapirfondloven § 4-2.

Vi vil imidlertid påpeke at det ved etablering av såkalte lukkede fond (jf. vpfl § 3-3 nr. 18 og 19, § 6-7 annet punktum og § 6-9 åttende ledd) i enkelte tilfeller antakelig kan være vanskelig å møte de alminnelige kravene til verddivurdering og mulighet til å stenge posisjonen. Innføring av adgangen til å etablere lukkede fond er blant annet gjort for å legge til rette for at fond med garantert avkastning kan etableres. Verdipapirfondenes Forening legger således til grunn at derivatforskriften ikke er til hinder for at det kan etableres garanterte fondsprodukter (nasjonale fond) i henhold til de nye bestemmelsene i den reviderte verdipapirfondloven.

Generelt vil vi påpeke som en svakhet at det i høringsbrevet ikke er drøftet bruk av nasjonale fond. Etter vår oppfatning ville det vært en fordel dersom man i forskriften trekker opp retningslinjer for derivatbruk også i nasjonale fond.

#### **4 Tilstrekkelig dekning av salgsopsjoner og salg på termin**

I avsnitt 6.1 i høringsnotatet uttales det at det ikke er adgang til å utstede terminer eller kjøpsopsjoner med mindre fondet eier underliggende. Etter vårt syn bør det være anledning til å kunne benytte derivatposisjoner til dekning av de forpliktelser som oppstår i denne sammenhengen.

Eksempelvis bør det være adgang til å foreta såkalte ”call spreads” som innebærer at fondet kjøper kjøpsopsjoner og samtidig utsteder kjøpsopsjoner med innløsningskurs på et høyere nivå. I dette tilfellet eier ikke fondet underliggende, men har en dekning som bør anses som tilstrekkelig for den utstedte kjøpsopsjon.

Vi vil også minne om at verdipapirfondet ”Storebrand Global med sikring” har et investeringsmandat som innebærer at fondet investerer i indeksfutures og salgsopsjoner. Kjøp av salgsopsjoner finansieres med å utstede kjøpsopsjoner på et høyere nivå. Fondet har her dekning som må anses tilstrekkelig for de utstedte kjøpsopsjonene gjennom indeksfutures. Fondet er et såkalt nasjonalt fond, men bakgrunnen for dette skyldes dispensasjon fra vpfl. §§ 4-6, 4-8 og 4-9.

Regelverk for derivatbruk i verdipapirfond i blant annet Luxemburg åpner for en slik adgang hvor det fremgår at fondet ved utstedelse av kjøpsopsjoner enten må eie underliggende verdipapir eller kjøpsopsjoner eller andre instrumenter som må anses dekkende for slike forpliktelser. I tillegg gis det adgang til å utstede helt udekkede salgsopsjoner målt i aggregert innløsningsverdi for inntil 25 prosent av fondets markedsverdi.

Regelverket i Irland har tilsvarende bestemmelser. Adgangen til å utstede helt udekkede salgsopsjoner målt i aggregert innløsningsverdi er her begrenset til 10 prosent av fondets midler:

*”Index call options may be written provided that all of the assets of the scheme, or a proportion which may not be less in value than the exercise value of the call option written, can reasonably be expected to behave in terms of price movement in the same manner as the options contract. However uncovered call options may be written on the condition that the aggregate exercise value of all call options sold in this way does not exceed 10% of the net asset value of the scheme.”*

(Kilde: RSM Robson Rhodes, ”Setting up Irish-domiciled International Funds” appendix II punkt 6)

Innenfor renteforvaltning er det særlig aktuelt at det i en vurdering av tilstrekkelig dekning kan tas hensyn til en rimelig grad av korrelasjon mellom underliggende på utstedte kjøpsopsjoner og andre posisjoner som benyttes som dekning i og med at underliggende i derivatkontrakter ofte er uttrykt i form av syntetiske rentepapirer.

Et eksempel på tilstrekkelig dekning er at en kredittobligasjon bør kunne stilles som sikkerhet for en solgt termin på en statsobligasjon med tilstrekkelig lik rentefølsomhet.

## 5 Merknader til selve forskriften

Verdipapirfondenes Forening har følgende merknader til forskriftsutkastet:

### § 1 Virkeområde

Vi har ingen merknader til denne paragrafen.

### § 2 Investeringsområde

I forskriftsutkastet er det lagt opp til at verdipapirfond – i tillegg til å kunne investere i finansielle instrumenter som nevnt i lov om verdipapirfond § 4-5, også skal kunne investere i fremtidige rentederivater (FRA) og noterte indeksoptjoner og indeksterniner på finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 1 i lov om verdipapirhandel.

Verdipapirfondenes Forening slutter seg til at disse finansielle instrumentene inkluderes som lovlige plasseringsformer for verdipapirfond, men etter vår oppfatning er ikke dette tilstrekkelig i forhold til bransjens behov.

Vår prinsipielle holdning er at samtlige finansielle instrumenter som er nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2, og som det er gitt forskriftshjemmel til å inkludere som lovlige plasseringsformer for verdipapirfond, bør kunne inngå i et verdipapirfonds portefølje.

Utover hva som er foreslått i forskriftsutkastet er det på nåværende tidspunkt særlig rente- og valutabytteavtaler og optjoner på disse, samt unoterte indeksderivater som bransjen har et særlig behov for å få adgang til å kunne benytte. Denne situasjonen vil imidlertid raskt kunne endres, og vi ser ikke helt begrunnelsen for at bransjen skal måtte dokumentere sitt behov for hvert enkelt instrument før disse inkluderes gjennom forskriftsendringer. Vi viser til at den generelle forutsetningen for at instrumentene skal kunne brukes, uansett vil være at det på daglig basis vil være mulig å foreta en verdifastsetting av disse, samt at posisjonene skal kunne stenges ved å inngå en motgående posisjon, jf. den generelle aktsomhetsnormen i verdipapirfondloven § 4-2.

Vi tilrår derfor at forskriftsutkastet § 2 endres slik at samtlige finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd inngår som lovlige plasseringsformer for verdipapirfond.

Dersom vi ikke får gjennomslag for vårt prinsipielle syn, vil vi som et minimum be om at bytteavtaler (jf. verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd nr. 6) og unoterte indeksderivater bør inkluderes i forskriften som et lovlig plasseringsalternativ for verdipapirfond. Bransjens behov for å kunne inngå bytteavtaler er i særlig grad knyttet til rentebytteavtaler (renteswaps). Dette instrumentet er meget hensiktsmessig ved forvaltningen av et rentefond. En rekke banker stiller daglig priser i renteswap-markedet og markedet for disse instrumentene er så vidt vi er kjent med like likvid som FRA-markedet. Prinsipielt kan dessuten en renteswap karakteriseres som en serie med FRAs. Det er således mulig gjennom bruk av FRA å lage en ”syntetisk” renteswap. Etter vår oppfatning vil det derfor være konsistent også å inkludere renteswaps i forskriften når det nå foreslås åpnet for investeringer i FRA. Selv om bransjens behov for å få inkludert bytteavtaler i forskriften primært er knyttet til renteswaps, bør etter vår oppfatning også valutabytteavtaler og bytteavtaler knyttet til aksjer og aksjeindeks kunne inkluderes. I tillegg bør det være adgang til å inngå derivatavtaler med både FRA og

bytteavtaler som underliggende. Vi viser dessuten til at bytteavtaler etter det vi kjenner til er lovlige plasseringsformer i en rekke andre land.

Videre har bransjen også behov for å kunne investere i unoterte indeksderivater. Derivater på indekser skjer i stor utstrekning i OTC-markedet, og ved å utelukke dette markedet for verdipapirfond innsnevres mulighetsområdet for å kunne oppnå en hensiktsmessig forvaltning. Vi ber derfor om at slike derivater inkluderes i forskriften.

### § 3 Formål, første ledd

Verdipapirfondenes Forening slutter seg til forslaget i første ledd om å endre ordlyden når det gjelder definisjonen av formålet med derivathandelen. Vi er enig i at formuleringen «*for å oppnå en hensiktsmessig forvaltning av fondet*» reflekterer bedre praktiseringen av direktivbestemmelsen enn den tidligere formuleringen «*for å effektivisere forvaltningen av et verdipapirfond*».

Når det gjelder bestemmelsen i andre setning om at et forvaltningsselskap kun kan «*benytte valutaterminer og valutaopsjoner til sikring av valutaeksponeringen i fondets øvrige plasseringer*», bør det etter vår oppfatning presiseres at valutasikring både kan være absolutt i forhold til fondets denomineringsvaluta og relativ i forhold til sikring av fondets plasseringer mot fondets referanseindeks. Et eksempel kan illustrere denne forskjellen: Anta at et verdipapirfond har en referanseindeks bestående av 40 prosent japanske aksjer og 60 prosent amerikanske. Forvaltningsselskapet ønsker imidlertid i en gitt situasjon å investere fondets midler 50/50 i amerikanske og japanske aksjer, men ønsker ikke å endre fondets valutaeksponering i forhold til referanseindeksens sammensetning. I dette tilfellet bør det være adgang til å benytte valutasikringsinstrumenter slik at fondets valutaeksponering reflekterer sammensetningen til referanseindeksen. På denne bakgrunn vil vi foreslå at denne bestemmelsen gis følgende ordlyd:

*«Et forvaltningsselskap kan imidlertid kun benytte valutaterminer og valutaopsjoner til sikring av valutaeksponering i fondets øvrige plasseringer, enten absolutt i forhold til fondets denomineringsvaluta eller relativt i forhold til fondets referanseindeks.»*

### § 3 Formål, annet ledd

I høringsnotatet er det gjentatte ganger referert til praksis i øvrige nordiske land hvor de fleste eksempler er innenfor aksjeforvaltning. For et aksjefond er det relativt enkelt å avgjøre om derivatbruken er risikoøkende eller ikke. Forskriftsutkastet er imidlertid lite presis når det gjelder bruk av derivater i rentefond. Slik forskriftsutkastet framstår, er det betydelig usikkerhet knyttet til hvordan man skal avgjøre hvorvidt bruken av derivater i et rentefond er ”risikoøkende” eller er å betrakte som en effektiv porteføljeforvaltning. Det er derfor behov for en nærmere presisering av forståelsen av begrepet «i fond som øker sin risiko ved bruk av derivater», særlig når det gjelder rentefond.

Verdipapirfondenes Forening er imidlertid usikker på hvordan dette eventuelt kan presiseres i forskriften. Vi tar derfor sikte på gjennom utarbeidelse av bransjenormer i foreningens regi å etablere skille mellom når derivatbruk i et rentefond er å betrakte som ”risikoøkende” og når den ikke er det. I denne prosessen vil det være naturlig å holde løpende dialog med Kredittilsynet for å sikre at kravene i bransjenormen ikke er i strid med Kredittilsynets fortolkninger.

I følge forskriftsutkastet begrenses forpliktelser og rettigheter av fondets forvaltningskapital som følge av derivatinvesteringer til maksimalt lik summen av fondets midler. Det er imidlertid ikke uten videre klart hvordan denne bestemmelsen skal fortolkes, og forskriften er uklar når det gjelder hvilke prinsipper for verdivurdering som skal legges til grunn. I følge forskriften skal det tas utgangspunkt i det underliggende instruments aktuelle verdi, motpartsrisiko, fremtidige markedsbevegelser og tiden fram til forfall.

Håndtering av motpartsrisiko mener vi er dekket av bestemmelsene i vpfl §§ 4-8 og 4-9 også når det gjelder risikoøkende strategier.

Foreningen er av den oppfatning at begrensninger i derivatinvesteringer bør fokusere på summen av fondets forpliktelser på linje med tilsvarende regelverk i for eksempel Luxemburg. Regelverket i Luxemburg innebærer at det kun er forpliktelser som tas med i en slik beregning, og der det er gitt følgende presisering av beregningsmetodikk:

- Utstedte kjøpsopsjoner på verdipapirer med tilstrekkelig dekning skal ikke medregnes i denne summen.
- For investeringer i andre instrumenter enn verdipapirer, legges følgende prinsipper til grunn:
  - Forpliktelser som stammer fra utstedte og kjøpte opsjoner skal baseres på summen av innløsningskursene for udekkede salgsposisjoner etter at det er foretatt en netting av kjøps- og salgsposisjoner uavhengig av bortfallstidspunkter.
  - Forpliktelser som fra futureskontrakter fastsettes på bakgrunn av underliggende verdi av posisjoner som medfører en forpliktelse etter at det er foretatt en netting av kjøps- og salgsposisjoner uavhengig av bortfallstidspunkter.

### § 3 Formål, annet ledd, tredje setning

I forskriftsutkastet er det foreslått at fond som øker sin risiko ved bruk av derivater skal ha et minste første gangs tegningsbeløp på 5 mill. kroner. Dette forslaget vil vi gå i mot. Vi viser for det første til at tilsvarende krav etter det vi erfarer ikke er stilt i andre lands regelverk for denne type verdipapirfond. For eksempel markedsføres det i det norske markedet Luxemburg-registrert UCITS som har adgang til en markedseksponering gjennom derivater som tilsvarer 500 %, og der minste tegningsbeløp er 25 000 kroner (SEB T Europa Opsjon). Det er derfor vanskelig å forstå hvorfor norske forvaltningsselskaper skal stilles overfor et krav om minste tegningsbeløp på 5 mill. kroner når nordmenn har full anledning til å tegne andeler i utenlandsregistrerte verdipapirfond uten at tilsvarende krav er stilt. Resultatet av dette kravet er derfor at norske forvaltningsselskaper vil stå overfor en vesentlig konkurranseulempe i markedet for denne type fond. Vi kan heller ikke se at det er behov for å stenge mindre investorer ute fra slike fond. Et ev. krav om minste tegningsbeløp vil begrense mindre investorers frihet til å velge fond, samtidig som man enkelt kan oppnå minst like høy risiko gjennom direkte investeringer eller gjennom produkter solgt av verdipapirforetak.

Etter vår oppfatning bør forskriften ikke inneholde bestemmelser om minste tegningsbeløp. Vi mener det vil være tilstrekkelig at risikoen ved investeringer i fond som benytter risikoøkende derivatstrategier kommer klart fram i vedtekter/prospekter og i markedsføringsmateriell. I tillegg kan det stilles krav om at andelseiere i slike fond skal være

”kvalifisert”. Dette kan for eksempel gjøres å kreve at den enkelte før tegningen finner sted skal ha skrevet under på at han eller hun er gjort kjent med og er inneforstått med den risiko som er forbundet med plasseringer i fondet.

Dersom det likevel blir holdt fast ved at det skal stilles krav om beløpsgrense, er det foreslåtte nivået på 5 mill. kroner svært høyt med tanke på at det gjerne anbefales å maksimalt plassere 5 – 10 prosent av sin finansielle formue i fond med såpass høy risiko. Dermed innebærer grensen på 5 mill. kroner i praksis at den finansielle formuen bør være 50 – 100 mill. kroner for at plasseringer i slike fond skal være særlig aktuelt. En annen sideeffekt kan være at investorer lånefinansierer en slik investering for å tilfredstille kravet til minimumsbeløp, som medfører ytterligere gearingeffekt. Dersom det skal settes krav til minste tegningsbeløp, noe vi altså mener ikke bør gjøres, bør derfor beløpsgrensen settes på et langt lavere nivå.

### § 3 Formål, tredje ledd

Vi har ingen merknader til denne bestemmelsen.

### § 3 Formål, fjerde ledd

I siste ledd i § 3 er det foreslått tatt inn en bestemmelse om at derivater ikke kan benyttes som ledd i en strategi for å oppnå kontroll med utsteder av underliggende til derivatet.

Verdipapirfondenes Forening har ingen spesielle innvendinger mot at det tas inn bestemmelser om dette i forskriften, men er i tvil om nødvendighet av dette. Vi vil anta at verdipapirfondlovens bestemmelser i § 4-9 uansett vil være til hinder for at man gjennom derivater skal kunne oppnå kontroll med utsteder av underliggende.

### § 4 Forholdet til lov 12. juni 1981 om verdipapirfond §§ 4-6 annet ledd, 4-8 og 4-9

I forskriftsutkastet § 4 er det gitt en fullstendig opplisting av hvordan ulike derivater skal hensyntas i forhold til verdipapirfondlovens ulike spredningskrav etter verdipapirfondloven §§ 4-6 andre ledd, 4-8 og 4-9. Forskriftsutkastet legger opp til at det skal benyttes like prinsipper for verddivurdering for de tre ovennevnte lovparagrafene. Prinsippene som legges til grunn i verddivurderingen teller enten 0 eller 100 prosent av underliggende verdi avhengig av typen instrument og ”in the money-” og ”out of the money-betraktninger”.

En slik vinkling med 100 prosent verddivurdering av underliggende verdi kan ha en logisk forankring når det gjelder bestemmelsene i § 4-9, men harmonerer dårlig i forhold til bestemmelsene i §§ 4-6 annet ledd og 4-8 hvor hovedmotivasjonen er å sikre tilstrekkelig spredning av risiko.

Den europeiske sammenslutningen av nasjonale fondsforeninger, FEFSI (Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement), har utarbeidet en anbefaling for beregning av markedseksponering for aksjefond.<sup>1</sup> Denne anbefalingen er tatt inn i foreningens bransjestandard for klassifisering og informasjon av aksje- og kombinasjonsfond blant annet for å skille mellom hovedgrupper av verdipapirfond. I dette opplegget bestemmes eksponeringen ut fra underliggende deltaekvivalenter.

Ved måling av risikoeksponering i porteføljer mot for eksempel posisjoner i enkeltpapirer, omregnes normalt derivatposisjoner til underliggende ekvivalent. Til dette benyttes derivatets «deltaverdi» som er et måltall som beskriver hvor mye prisen på derivatet endres når prisen på underliggende øker med 1. En kjøpsopsjon med delta lik 0,5 tilsier at verdien på denne øker med 0,5 når underliggende øker med 1. Med andre ord vil en alternativ plassering i en

slik kjøpsopsjon sammenlignet med en direkte plassering bare ha halvparten av den totale risikoeksponeringen til underliggende.

Et annet eksempel som også illustrerer denne problemstillingen: Dersom man tenker seg en situasjon hvor man skal replisere en portefølje eller indeks og erstatter ett av papirene i indeksen med en syntetisk underliggende (kjøpt kjøpsopsjon og solgt salgsoption), og dette enkeltpapirets vekt ligger nær for eksempel 5 eller 10-prosent grensen etter vpfl § 4-8, vil replisering praktisk talt bli en umulighet etter reglene som er foreslått i forskriftens § 4. Dette fordi vekten i derivatposisjonen regnet i underliggende nødvendigvis må overstige grensen for å oppnå identisk risikoeksponering. Alternativet med verdivurdering basert på omregning til deltaekvivalenter vil imidlertid gjøre dette mulig.

Etter vår oppfatning vil FEFSIs modell for omregning til deltaekvivalenter med fordel kunne benyttes ved beregning av risikoeksponering i forhold til vpfl §§ 4-6 annet ledd og 4-8. Følgende eksempel illustrerer forskjellen mellom denne metoden og metoden som er foreslått i § 4:

<b>Portefølje 1:</b>	Verdi
Verdipapir A	10
Andre verdipapirer	90
Sum beholdning	100

<b>Portefølje 2:</b>	Markedsverdi	Underliggende verdi	Markedseksponering (deltaekvivalent)
Kjøpsopsjon A'	4	20	10
Kontanter/sikkerhetsstillelse	6		
Andre verdipapirer	90	90	90
Sum	100	110	100

I portefølje 2 er verdipapir A erstattet med kjøpsopsjoner A' på samme underliggende med markedsverdi 4, underliggende verdi 20 og deltaekvivalent 10. Investeringen i derivatet medfører samme eksponering i markedsrisiko ovenfor fondets totale forvaltningskapital.

Eksempelet viser at dersom underliggende verdi benyttes i beregning av vekter, vil dette bryte med vpfl § 4-8 selv om markedseksponeringen mot underliggende tilsvarer en direkte investering på 10 prosent av fondets markedsverdi.

Dersom fondet også foretar risikoøkende investeringer slik at den totale markedseksponeringen overstiger 100 prosent, vil vi tilrå at vekter beregnes i relasjon til dette. I eksempelet over betyr det at for et fond med markedseksponering lik 150 prosent, beregnes en derivatposisjon med deltaekvivalent lik 10 til  $(10/150)$  6,67 prosent beregnet ut fra prinsippene i FEFSIs modell.

Foreningens forslag innebærer derfor at deltaekvivalenter mhp. markedseksponering legges til grunn for utregning av vekter ved bruk av derivater (vpfl. § 4-6 2.ledd og § 4-8).

Når det gjelder § 4 vil vi for øvrig bemerke at vi vanskelig kan se noen logisk forankring for betingelsen i punkt 4 om at salg på termin bare skal likestilles med salg dersom innløsningskursen er lavere eller lik markedskursen. På denne bakgrunn vil vi tilrå at denne betingelsen tas ut.

Etter dette foreslår Verdipapirfondenes Forening at forskriftens § 4 gis følgende ordlyd:

*«Derivater skal hensyntas i forhold til plasseringsgrensene i vpfl § 4-9 på følgende måte:*

- 1. Kjøp på termin skal likestilles med kjøp av underliggende finansielle instrument.*
- 2. Rett til kjøp på basis av en kjøpsopsjon skal likestilles med kjøp av underliggende finansielle instrument.*
- 3. Utstedelse av salgsoption skal likestilles med kjøp av underliggende finansielle instrument.*
- 4. Salg på termin skal likestilles med salg av underliggende finansielle instrument.*
- 5. Rett til salg på basis av en salgsoption skal likestilles med salg av underliggende finansielle instrument dersom markedskursen på underliggende finansielle instrument er lavere enn innløsningsprisen.*
- 6. En utstedt kjøpsopsjon kan bare likestilles med salg av underliggende finansielle instrument etter at opsjonen er innløst.*

*Derivater skal hensyntas i forhold til plasseringsgrensene i vpfl. §§ 4-6 annet ledd og 4-8, ved at hver derivatposisjon hvor underliggende verdi er et finansielt instrument, omregnes til en posisjon i det finansielle instrumentet med lik marginal prisfølsomhet som derivatposisjonen (deltaekvivalent), i tillegg til at hver derivatposisjon med positiv verdi behandles som en fordring mot motpart i derivatkontrakten når denne ikke er en oppgjørssentral.»*

#### § 5 Krav til interne systemer og rutiner

Vi har ingen merknader til denne paragrafen.

#### § 6 Informasjon

Vi har ingen merknader til denne paragrafen.

#### § 7 Ikrafttredelse

Utover at bransjen gjerne ser at forskriften fastsettes rasket mulig, har vi ingen merknader til denne paragrafen.

Med hilsen

Verdipapirfondenes Forening

Lasse Ruud  
Adm. direktør

---

<sup>1</sup> FEFSI-anbefalingen er tatt inn i bransjestandarden for informasjon og klassifisering av aksje- og kombinasjonsfond, og lyder som følger:

Prinsipper for beregning av aksjeeksponering i verdipapirfond

- A) Faktorer som skal hensyntas i beregningen av aksjeeksponering:
- + Verdivurdering av underliggende verdipapirer i porteføljen
  - +/- Underliggende verdi av terminkontrakter  
(Etter nettoberegning på forfallsdatoer)  
(antall kontrakter x kontraktstørrelse x terminkurs)
  - +/- Underliggende verdi av swap-kontrakter som påvirker aksjeeksponering.
- B) Faktorer som skal hensyntas dersom de har vesentlig innflytelse:
- Underliggende verdi (delta-ekvivalent) av netto-posisjoner av solgte call- og kjøpte put-opsjoner i aksjemarkedet. Warrants og tegningsretter regnes som opsjoner.
  - + Underliggende verdi (delta-ekvivalent) av netto-posisjoner av solgte put- og kjøpte call-opsjoner i aksjemarkedet. Warrants og tegningsretter regnes som opsjoner.

C) Beregning av aksjeeksponering:

Aksjeeksponering =  $(A + B) * 100 \% / \text{Fondets markedsverdi}$ .