

Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo

Oslo, 3. juli 2003

Deres ref:  
03/1861 FM CBe

## **Høring – utkast til endringer i forskrifter om verdipapirfond som følge av endringer i UCITS-direktivet**

### **1 Innledning**

Det vises til departementets høringsbrev datert 23. mai 2003 vedrørende forslag til endringer i derivatforskriften, prospektforskriften og årsregnskapsforskriften for verdipapirfond. Verdipapirfondenes Forening merknader til de tre høringsutkastene som Kredittilsynet har utarbeidet følger nedenfor.

Innledningsvis vil vi gi honnør til det tempo som departementet har utvist i forbindelse med implementeringen av det reviderte UCITS-direktivet. For norsk fondsbransje har det vært viktig at denne implementeringsprosessen blir gjennomført så raskt som mulig, og vi er tilfreds med at det nå ser ut til at man fra norsk side vil kunne overholde den fastsatte implementeringsfristen 13. august.

Når det gjelder de foreliggende forskriftsforslagene som Kredittilsynet har utarbeidet, har Verdipapirfondenes Forening få merknader til bestemmelser som følger direkte fra UCITS-direktivet. De merknader vi har er i særlig grad knyttet til områder hvor Kredittilsynet foreslår at den norske reguleringen skal gå lengre enn det direktivet legger opp til. Dette er vi prinsipielt skeptiske til fordi det norske fondsmarkedet er preget av sterk tilstedeværelse av utenlandske tilbydere. Hensynet til likebehandling av norske og utenlandske tilbydere av fondsprodukter tilsier etter vår oppfatning at det skal foreligge særdeles tungtveiende argumenter før norske myndigheter velger å innføre strengere regler for norske forvaltningsselskaper enn det direktivet legger opp til.

Utover de foreliggende forskriftsforslagene vil vi innledningsvis også minne om et par andre forhold som opptar foreningen:

- For det første viser vi til den forskriftshjemmelen som nå er innført i verdipapirfondloven § 4-11 første ledd om at verdipapirfond kan gis adgang til å selge finansielle instrumenter fondet ikke eier. Kredittilsynet viser til at fastsettelsen av denne forskriften ikke vil være direkte påkrevet i henhold til Norges direktivforpliktelser, og at man derfor først i løpet av høsten vil «*vurdere å utarbeide forslag*» til en slik forskrift. Som det er vist til i Ot.prp. nr. 68 (2002-2003) har den norske verdipapirfondloven i en årrekke vært langt strengere enn

direktivet på dette punkt. Norske forvaltningsselskaper har i lengre tid etterspurt adgang til å kunne foreta short-salg i sin forvaltning på linje med hva utenlandske konkurrenter, etter hva vi kjenner til, har kunnet gjøre i en årrekke. Etter vår vurdering er således på tide at også norske forvaltningsselskaper gis anledning til å kunne foreta dekket shortsalg. Vi vil derfor oppfordre til at utarbeidelse av denne forskriften gis høy prioritet og at dette arbeidet således bør startes umiddelbart. I denne forbindelse vil vi vise til vedlagte brev fra advokatfirmaet Wiersholm Melbye & Bech som vedrører adgangen til å ta short-posisjoner ved bruk av derivater og short-salg. Foreningen støtter konklusjonene i dette notatet som anbefaler at det snarest gjennom en endring i derivatforskriften åpnes for muligheten til dekket short-salg. Videre anbefales det åpning for å kunne ta udekkede short-posisjoner for finansielt avregnede derivater, eventuelt at det innarbeides regler for krav til dekning av slike derivater som tar hensyn til at det ikke skal foretas levering av et fysisk underliggende. Disse vurderingene samsvarer bl.a. med det syn arbeidsgruppen til UCITS Contact Committee har kommet frem til i sin tolkning av direktivets behandling av derivater. Etter vår oppfatning bør rapporten fra UCITS Contact Committee om finansielle derivater være et godt grunnlag for å utarbeide slike regler allerede nå.

- Vi vil også minne om vårt høringsbrev til departementet datert 21. november i fjor, der vi argumenterte for en lovendring som innebærer at lovpålagt informasjon i henhold til verdipapirfondlovens § 7-1 bare må sendes til de andelseiere som ber om dette. Vår hovedbegrunnelse for dette er å bidra til at kortfattet informasjon som er essensiell for andelseierne (hvilket ovennevnte forskrift om periodisk andelseierinformasjon vil bidra til blir utarbeidet) ikke drukner i en mengde annen informasjon. Konkret tilrådte vi at denne lovendringen ble vurdert i tilknytning til arbeidet med lovproposisjonen som implementerte revidert UCITS. Dette ble ikke fulgt opp av departementet, men vi er blitt muntlig meddelt at foreningens innspill vil bli vurdert i forbindelse med fastsettelsen av forskriften om periodisk andelseierinformasjon (som var på høring i fjor høst). Vi vil derfor på nytt anmode om at departementet foreslår overfor Stortinget en lovendring som innebærer at den informasjonen som er definert i verdipapirfondloven § 7-1 kun skal sendes til de andelseiere som ber om dette. Som et tilleggsargument for vårt syn vil vi vise til en undersøkelse som vår svenske søsterorganisasjon, Fondbolagens Förening, nylig har gjennomført, og som viser at 3 av 4 svenske andelseiere over 18 år aldri har lest eller engang bladd i års- eller halvårsrapporten fra sitt forvaltningsselskap. Det er neppe grunn til å tro at situasjonen er så veldig annerledes blant norske fondssparere. Dagens krav om at den lovpålagte informasjon må sendes samtlige andelseiere, representerer dermed et betydelig ressursløseri.

## **2 Derivatforskriften**

Det fremgår av høringsnotatet at forskriftsutkastet bygger på anbefalinger fra en arbeidsgruppe nedsatt av UCITS Contact Committee (Task Force om Financial Derivative Instruments) som har arbeidet for å komme fram til en felles forståelse av direktivbestemmelser som vedrører derivater. Generelt synes vi det er positivt at Kredittilsynet i sin utarbeidelse av forskriftsendringene søker å legge seg tett opp til dette arbeidet. Vi har således kun noen mindre merknader til de foreslåtte forskriftsendringene:

- Vi merker oss at definisjonen av derivater nå er eksplisitt tatt inn i forskriftens § 1 annet ledd. Vi har ingen innvendinger mot en slik omlegging forutsatt at dette ikke representerer en innskrenking i forhold til den eksisterende bestemmelsen.

- I forskriftens § 2 første ledd byttes begrepet «fondets forvaltningskapital» med begrepet «samlet verdi av fondets netto portefølje» som for oss er ukjent og hvis meningsinnhold kan være uklart. Dersom det ikke er reelle forskjeller, vil vi anbefale at man holder seg til begreper som er mer entydige i sitt meningsinnhold. Eksempelvis mener vi begrepet «fondets verdi» bør representere en klar og entydig mening.

I høringsnotatet viser Kredittilsynet til at UCITS-arbeidsgruppen beskriver to mulige modeller for måling av markedseksposering:

- Omregning av alle instrumenter til underliggende ekvivalenter slik at markedseksposering kan sammenholdes med fondets forvaltningskapital.
- Value At Risk-modeller med stress-tester.

Foreningen har i sin bransjestandard for klassifisering og informasjon tatt inn en modell som svarer til første punktet over. Dette er blant annet gjort for bedre å kunne skille mellom ulike fondstyper (aksjefond/kombinasjonsfond). Fondstypen bestemmes ut fra aksjeeksposering i stedet for direkteinvesteringer. En lignende modell benyttes under spredningsbestemmelsene i ny verdipapirfondlov § 4-8. Vårt inntrykk er at VAR-modeller som kan danne grunnlag for stress-testing per tiden er lite i bruk blant norske forvaltningsselskaper. UCITS-arbeidsgruppen konkluderte også med at det må arbeides mer med disse problemstillingene for å kunne fastsette maks-grenser for VAR. Vi er positive til at Kredittilsynet vil avvente mer erfaringsgrunnlag før man evt. konkretiserer nærmere reglene over, og forstår at det da ligger en frihet i hvordan det enkelte forvaltningsselskap definerer sin risikoeksposering som derfor i hvert enkelt tilfelle må godkjennes.

- Vi ser det som positivt at Kredittilsynet nå implementerer en modell med bruk av deltaekvivalenter ved beregning av eksposering i forbindelse med spredningsreglene, jf. forskriftens § 4 første ledd. Dette er i tråd med det vi foreslo i høringen om ny derivatforskrift høsten 2001. Vi tror dette er meget godt egnet for aksjefond, men er i tvil om det er særlig dekkende på rentesiden. Vi tenker da først og fremst på muligheten til å ta høy rentekurveeksposering (dvs. eksposering mot enkeltpunkter langs rentekurven) som en modell med ren bruk av deltaekvivalenter ikke vil ta hensyn til dette.

### **3 Prospektforskriften**

Verdipapirfondenes Forening er tilfreds med at Kredittilsynet i sitt forslag til endringer i prospektforskriften som følge av implementeringen av revidert UCITS-direktiv, nå har forlatt sitt opprinnelige forslag om at det skal innføres et særnorsk informasjonsflak ved siden av det forenklete prospektet, jf. høringen omkring dette i fjor høst. Dette er helt i tråd med de synspunkter som foreningen ga uttrykk for under høringen.

Vi registrerer at Kredittilsynet foreslår å innarbeide i prospektforskriften i sin helhet sitt opprinnelige forskriftsforslag tilknyttet informasjonskrav i salgssituasjonen. Vi vil gjenta våre synspunkter til disse forslagene, men viser også til foreningens høringsuttalelse datert 21. november i fjor.

#### 3.1 Fullstendig prospekt

I høringsutkastet foreslår Kredittilsynet visse endringer i de eksisterende forskriftsbestemmelsene vedrørende det som heretter vil bli kalt fullstendig prospekt for et verdipapirfond. Dette gjelder blant annet i tilknytning til kravet i verdipapirfondloven § 7-2

om at det fullstendige prospektet skal inneholde en tydelig og lettfattelig forklaring av fondets risikoprofil. Kredittilsynet legger til grunn at utfyllende opplysninger om dette skal inntas i det fullstendige prospektet, og at det i det forenklete prospektet er tilstrekkelig at dette gis en summerisk form. Denne vurderingen slutter vi oss til, og vi har ingen merknader til den foreslått ordlyden i forskriften omkring dette.

Kredittilsynet legger videre til grunn at det fullstendige prospektet skal inneholde opplysninger om den maksimale forvaltningsgodtgjørelse som kan bli belastet dersom fondet plasserer en ikke uvesentlig del av sine midler i andeler i andre verdipapirfond. Dette er et krav som følger direkte fra UCITS-direktivets artikkel 24, og Verdipapirfondenes Forening har derfor ingen merknader til at dette inntas i forskriften. Kredittilsynet velger imidlertid å gå lengre enn direktivet, ved å foreslå at dette kravet skal gjelde for samtlige fond – også de fond som ikke plasserer midler i andre verdipapirfond. Vi har i og for seg ingen sterke innvendinger mot at dette kravet gjøres generelt, men vi er kritiske til at dette foreslås uten noen nærmere begrunnelse. Med bakgrunn i at foreningens bransjestandard for klassifisering og informasjon om verdipapirfond i mange år har medført at opplysninger om maksimal forvaltningsgodtgjørelse daglig gis i aviser og andre medier, kan det hevdes at kravet er unødvendig. På den annen side inneholder den eksisterende prospektforskriften allerede i dag krav om at forvaltningsgodtgjørelsen som belastes fondet skal oppgis (jf. punkt 2.10). Vi forstår dermed Kredittilsynets forslag dit hen at effekten (av å også opplyse om maksimal forvaltningsgodtgjørelse) blir at prospektet vil opplyse om ev. forskjeller mellom den forvaltningsgodtgjørelse som faktisk belastes fondet og den maksimale godtgjørelsen som kan belastes (dersom fondets vedtekter gir grunnlag for dette). Vi ser at denne informasjonen kan være relevant og vil derfor slutte oss til forslaget om at prospektet generelt skal inneholde opplysninger om den maksimale forvaltningsgodtgjørelse som kan bli belastet. Vi vil imidlertid minne om at det for enkelte verdipapirfond som praktiserer fortjenestedeling er umulig på forhånd å opplyse om hva maksimal forvaltningsgodtgjørelse vil være. For slike fond må det være tilstrekkelig at det opplyses om modellen som ligger til grunn for fortjenestedelingen. Dette bør etter vår vurdering reflekteres i forskriften.

Kredittilsynet viser til at det framgår av forskrift om forvaltningsselskapers bruk av oppdragstakere (utkontraktering) at opplysninger om dette skal inntas i prospekt og delårsrapporter. I tråd med dette foreslås inntatt en ny bestemmelse i prospektforskriftens § 3 punkt 1.7 om at opplysninger om utkontraktering skal inntas i det fullstendige prospektet. Verdipapirfondenes Forening har ingen innvendinger mot dette. Vi har heller ingen innvendinger mot forslaget om å endre betegnelsen ”administrerende direktør” til ”daglig leder” i samsvar med begrepsbruken i aksjeloven.

For øvrig er vi litt i stuss over at Kredittilsynet ikke foreslår å endre bestemmelsen i § 3 punkt 2.11 om at det kun er avkastningen siste fire år som det skal opplyses om. Dette er svært kortfattet informasjon om avkastningshistorikk, og valget av avkastningsperiode (siste fire år) er i strid med hva som foreslås i tilsvarende bestemmelser for det forenklete prospektet. Det er dessuten i strid med de regler som bransjen selv har utformet for gjengivelse av avkastningshistorikk for aksjefond, og det er i strid med veletablerte internasjonale anbefalinger. Vi vil derfor tilrå at denne bestemmelsen endres i tråd med hva som er foreslått for det forenklete prospektet.

Endelig vil vi også tilrå at § 3 punkt 4.1 endres, jf. at både AMS-ordningen og negative saldifond ikke lengre er noen aktuelle skattemessige problemstillinger.

### 3.2 Forenklet prospekt

Kredittilsynet skriver i høringsutkastet at det forstår UCITS-direktivets artikkel 28 slik at medlemslandene ikke kan kreve ytterligere dokumentasjon eller opplysninger i det forenklete prospektet enn det som følger av listen inntatt i vedlegg 1, skjema C til direktivet. Dette er en forståelse av direktivet i tilknytning til grenseoverskridende markedsføring som vi deler. Samtidig legger Kredittilsynet til grunn at denne direktivbestemmelsen ikke er til hinder for at nasjonale myndigheter kan stille strengere krav til innholdet i det forenklete prospektet for verdipapirfond som markedsføres og selges internt i det enkelte medlemsland. Uten noen nærmere begrunnelse, utover at det foreligger en formell adgang, foreslår tilsynet et todelt regime med strengere krav til et norskregistrert verdipapirfond når det markedsføres innenlands enn når det samme fondet markedsføres grenseoverskridende. Kredittilsynets forslag innebærer dermed krav om at forenklete prospekt fra norske forvaltningsselskaper skal inneholde mer informasjon enn hva som kan kreves fra utenlandsregistrerte fond som markedsføres i Norge.

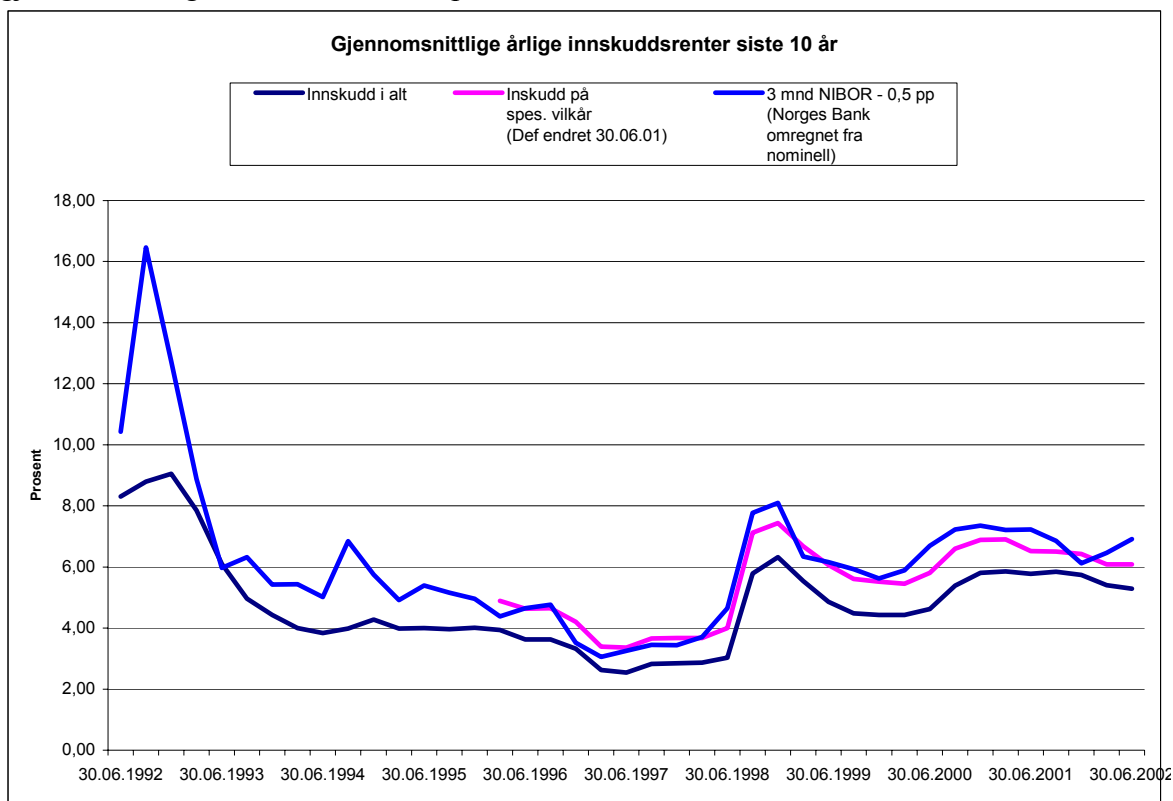
Verdipapirfondenes Forening betviler ikke at norske myndigheter har hjemmel til å stille strengere krav til norskregistrerte verdipapirfond enn til utenlandsregistrerte som markedsføres her, men vi mener det prinsipielt sett er galt å innføre ulike regler avhengig av fondets registreringssted. I den grad det ønskes innført særskilt tilleggsinformasjon for norskregistrerte fond bør det etter vår oppfatning foreligge en meget god begrunnelse for dette. Som tilsynet selv påpeker vil den foreslåtte særnorske tilleggsinformasjonen være irrelevant for utenlandske investorer. Hvis vi forstår Kredittilsynet rett (jf. omtale nederst på side 7 i høringsnotatet) legges det opp til at norske fondsforvaltningsselskaper skal ha muligheten til å utarbeide en egen versjon av fondets forenklete prospekt uten de særnorske tilleggskravene i de tilfeller fondet markedsføres grenseoverskridende. Løpende utarbeidelse av to versjoner av forenklet prospekt for det enkelte fond (et til bruk innenlands og ett til bruk ved markedsføring utenlands) vil på marginen påføre norske forvaltningsselskaper økte kostnader, som kun kan forsvares dersom de antas å ha minst like stor merverdi for mulige norske investorer.

Som vi ga uttrykk for i vår høringsuttalelse datert 21. november i fjor, er innslaget av utenlandsregistrerte verdipapirfond i det norske markedet omfattende, jf. at det markedsføres flere utenlandsregistrerte enn norskregistrerte fond i det norske markedet i dag. Dette har ført til at om lag hver fjerde krone som de siste årene brutto har blitt tegnet i aksjefond med internasjonalt investeringsmandat har skjedd i utenlandsregistrerte fond. En av intensjonene med forenklet prospekt er at investorene i de enkelte nasjonale markeder skal få tilgang til likeartet og mest mulig sammenliknbar informasjon, uavhengig av hvilken jurisdiksjon fondet er registrert i. Særnorske tilleggskrav i forenklet prospekt innebærer ulikt informasjonsinnhold i de forenklete prospektene som norske kunder blir forevist, avhengig av om fondet er registrert i Norge eller i utlandet. Dette svekker ideen om enkelhet og sammenliknbarhet. Vår prinsipielle holdning er således at kravene til innholdet i det forenklete prospektet må være de samme uavhengig av om fondet meldes grenseoverskridende eller ikke. På denne bakgrunn mener vi at forskriftsutkastets § 3a punkt 2.2.1 og 2.2.3, samt § 3b bør utgå.

### 3.3 Ad § 3a punkt 2 Informasjon om investeringene

Våre øvrige merknader til det foreliggende forskriftsutkastet er knyttet til forslagene til konkret innhold i det forenklete prospektet, jf. utkastets § 3a punkt 2.

- ❖ Som omtalt over er det foreningens prinsipale standpunkt at § 3a punkt 2.2.1 og 2.3.3 (samt § 3b) bør tas ut av forskriften. Dersom vi ikke får gjennomslag for dette, har vi følgende merknader til disse to punktene:
  - Kredittilsynets forslag innebærer at fondets avkastning og risiko skal sammenlignes med NIBOR minus 0,5 prosentpoeng. (Vi tar som gitt at Kredittilsynet mener at fratrukket skal være i prosentpoeng selv om det i forskriftsutkastet konsekvent er skrevet «prosent»). Kredittilsynet angir ikke hvilken NIBOR-rente som skal brukes, men vi antar at det er tremåneders NIBOR som er det mest nærliggende alternativet. I høringsutkastet i fjor høst begrunnet ikke Kredittilsynet sitt forslag utover at denne «over tid antas å ligge opp under den rente som oppnås ved innskudd på høyrentekonto i bank», men la samtidig til at det var i tvil med hensyn til hvilken rente som er mest egnet som sammenligningsgrunnlag. Etter vår oppfatning innebærer Kredittilsynets forslag en overvurdering av den rente som mange andelseiere alternativt vil kunne oppnå ved innskudd i bank. Etter vår oppfatning bør det tas utgangspunkt i den renten andelseiere i gjennomsnitt vil ha på sine bankinnskudd. Grafen nedenfor viser utviklingen i tremåneders NIBOR (regnet som helårlig etterskuddsrente) minus 0,5 prosentpoeng og utviklingen i Norges Banks renteserier («bankinnskudd i alt» og «innskudd på spesielle vilkår» - den siste er på grunn av omleggingen av Norges Banks statistikk lenket mot den nye renteserien «andre innskudd»). Som det framgår av grafen vil Kredittilsynets forslag i grove trekk innebære at sammenligningen skal gjøres mot en rente «på spesielle vilkår». Denne renteserien uttrykker etter det vi kjenner til et snitt av rentevilkårene for kunder som har så store innskudd at rentebetingelsene fastsettes etter forhandling mellom kunde og bank, der det gjerne har vært tilbud fra flere banker. I praksis snakker vi da om gjennomsnittlig rente for innskudd på flere millioner kroner.



Kilde: Norges Bank

Etter vårt skjønn vil således Kredittilsynets forslag innebære at andelseierne vil presenteres for innskuddsbetingelser i bank som kun de færreste vil være i stand til å oppnå. En annen innvending mot Kredittilsynets forslag er at sammenhengen mellom tremåneders NIBOR minus 0,5 prosentpoeng og særinnskuddsrenten ikke er stabil, jf. at den definerte NIBOR-renten svinger rundt særinnskuddsrentene og i enkelte perioder har vært nesten 1 prosentpoeng høyere. I tillegg viser figuren at rentenivået i pengemarkedet i forbindelse med valutauroen i 1992 antok svært høye nivåer – uten at dette ble reflektert i bankinnskuddsrenten. Selv om dagens pengepolitiske regime reduserer sannsynligheten for at tilsvarende situasjoner skal oppstå framover, viser dette etter vår oppfatning at det ikke nødvendigvis er en god approksimasjon å benytte renten i pengemarkedet for å illudere innskuddsvilkårene på bankinnskudd.

Vi mener at sammenligningen mot bankrente også må ta hensyn til at en rekke fond har et meget lavt minste tegningsbeløp (helt ned i 100 kroner). For de andelseierne som kun tegner andeler for små beløp (hvilket det er mange av), vil det sjelden være særinnskuddsrenten som reflekterer alternativavkastningen ved bankinnskudd. Vi vil derfor tilrå at man i stedet benytter gjennomsnittlig innskuddsrente i alt, slik den framkommer i Norges Banks rentestatistikk, som sammenligningsgrunnlag. I denne serien inngår samtlige innskudd – både rene folioinnskudd (lønnkonto), men også høyeste rente som institusjonelle kunder er i stand til å framforhandle med banken. Etter vår oppfatning gir imidlertid det veide gjennomsnittet av alle innskuddsrenter en rimelig god tilnærming for å illustrere bankavkastningen: For enkelte vil denne gjennomsnittsrenten åpenbart være lavere enn hva en faktisk kunne ha oppnådd, mens det for andre vil være omvendt.

- ❖ I henhold til punkt 2.2.2 skal kostnadene som én andel er blitt belastet i perioden oppgis. Forskriftsteksten er ikke presis når det gjelder hvordan kostnadene skal oppgis, men basert på vår fortolkning av Kredittilsynets forslag under høringen i fjor høst, antar vi at Kredittilsynet mener at dette skal oppgis både i absolutte kroner og i prosent.

Vi deler fullt ut Kredittilsynets forslag om at totalkostnadene (i internasjonale sammenhenger omtalt som Total Expense Ratio – eller TER) skal oppgis. Internasjonalt er det vanlig at kurtasjekostnadene holdes utenom ved beregningen av TER. Vi slutter oss derfor til tilsynets forslag til definisjonen av totalkostnadsmål. Til departementets orientering kan vi opplyse om at foreningen har konkrete planer om å fastsette en bransjenorm vedrørende forenklet prospekt når den reviderte prospektforskriften er fastsatt. Et element i denne bransjenormen vil være å fastsette en presis definisjon av TER etter den mal som tilsynet har foreslått. Anbefalingen vil også omhandle hvordan TER bør beregnes og opplyses for fond i fond og for fond som praktiserer fortjenestedeling (performance fee). Foreningens motivasjon for å lage en egen bransjenorm som tydeliggjør alle nyanser ved beregning av TER, er å sikre at alle forvaltningsselskapene kalkulerer dette kostnadsmålet på en ensartet måte. Bransjenormen vil også inneholde krav til hvor ofte det forenklete prospektet må oppdateres, jf. at dette etter det vi kan se ikke er foreslått regulert i det foreliggende forskriftsutkastet. Vår holdning er at oppdateringen minimum bør skje hvert halvårsskifte, og foreligge innen utgangen av måneden etter. Dette betinger dog at undertegningsplikten for styret i henhold til prospektforskriften § 4 kun gjelder for det fullstendige prospektet. (Dersom styret også skal underskrive på det forenklete prospektet – noe vi ikke tror kan være meningen – vil det i praksis kunne vise seg vanskelig å oppfylle et eventuelt krav om at oppdatert

forenklet prospekt skal foreligge innen utgangen av juli måned).

Vi har imidlertid én mulig innvendig til Kredittilsynets forslag når det gjelder kostnadsinformasjonen, og det gjelder et ev. krav om at dette også skal oppgis i absolutte kroner per andel. (Kravet er ikke omtalt i forskriftsteksten, men under høringen i fjor høst framgikk det av forslaget til standardskjema at dette var tilsynets fortolkning). Etter vår oppfatning er informasjonsverdien i denne opplysningen svært begrenset, jf. at kronebeløpet vil avhenge av andelenes pålydende. På samme måte som opplysninger om avkastningen i kroner per andel kan forlede noen til å tro at fondet med høy pålydende per andel har gjort det bedre enn et fond med lav pålydende, vil opplysninger om kostnader i absolutte kroner per andel virke like villedende: For to fond med samme TER vil fondet med lav pålydende per andel framstå med lavere kostnader per andel enn fondet med høy pålydende per andel. Vi vil på denne bakgrunn tilrå at det presiseres i forskriften at opplysninger om kostnadene kun skal oppgis i prosent – både ved å oppgi forvaltningshonorar og TER.

Når det gjelder krav til oppdatering vil vi understreke at det vil være bortimot umulig å informere om TER per 1.1 – 31.12 for fond i fond med utenlandskregistrert underfond innen utgangen av januar året etter, jf. blant annet at enkelte land har avvikende regnskapsår fra det norske. Slike fond vil derfor ikke kunne oppdatere TER like raskt som øvrige fond. Videre bør det etter vår oppfatning kun være krav om at TER skal oppdateres årlig. Vår begrunnelse for dette er todelt: For det første vil TER vanligvis endre seg lite fra halvår til halvår – i hvert fall for fond som ikke praktiserer fortjenestedeling. For det andre tror vi at mange andelseiere vil kunne bli forvirret av slike halvårstall, siden disse ikke bør annualiseres. Mange andelseiere vil nok da ha problemer med å se forholdet mellom halvårlig og årlig TER. I denne sammenheng kan det også nevnes at foreningen vurderer å inkludere TER for siste kalenderår i vårt informasjonsopplegg for mediene, hvilket vil gjøre denne informasjonen svært tilgjengelig.

Kredittilsynet foreslår videre i punkt 2.2.2 at: «*Verdien av én andel fratrukket innløsningsverdien skal oppgis*». For at denne setningen skal gi noen mening, antar vi at man har ment «*innløsningsgebyr*» og ikke «*innløsningsverdi*». Uansett vil vi foreslå at setningen tas ut fordi opplysninger om andelskursen raskt blir foreldet og dermed kan framstå som villedende.

- ❖ Kredittilsynet foreslår i punkt 2.2.3 at risikoen skal sammenlignes ved hjelp av «*et linjediagram med gjennomsnittlig avkastning hvert kvartal som målepunkt i diagrammet*». Etter vår oppfatning er ikke dette den beste måten å illustrere fondets risiko på. Vi vil i stedet foreslå at fondets risiko illustreres ved å vise beste og dårligste oppnådde årlige avkastning etter investeringsperiodens lengde de siste 10 årene (eller så lenge fondet har eksistert). Konkret vil vi foreslå at dette vises for investeringsperioder på ett år, 3 år, 5 år og 7 år (der gjennomsnittlige avkastninger utover ett år beregnes som et årlig geometrisk gjennomsnitt). En slik illustrasjon (jf. figuren i vårt forslag til korrigert standardskjema i forbindelse med høringen i fjor høst), vil tydelig få fram at avkastningen på kort sikt kan svinge dramatisk, men at svingningene normalt reduseres med lengden på investeringsperioden. Vi minner om at samme illustrasjonsmetode ble benyttet av Finansdepartementet i Revidert nasjonalbudsjett 1997 i forbindelse med innføringen av Petroleumsfondets adgang til å investere i aksjer.

I prinsippet vil samme presentasjonsmåte også kunne gjøres for bankinnskudd (dersom vi ikke får gjennomslag for vårt prinsipielle forslag om å ta dette kravet ut av forskriften).

Et ytterligere argument for heller å benytte foreningens forslag til illustrasjon av risiko, er at Kredittilsynets forslag tar utgangspunkt i kvartalsdata (for både bank og fond). Det betyr igjen at for å kunne sammenlignes må alle tall omregnes til kvartalsdata – hvilket for de fleste vil virke forvirrende, jf. at innskuddsrentene alltid oppgis på årlig basis.

I vårt forslag til korrigeret forskriftstekst har vi tatt inn en noe annen ordlyd på den foreslåtte teksten som skal være med i informasjonen enn det tilsynet har lagt opp til. I tillegg mener vi at det enkelte forvaltningsselskap individuelt også bør supplere standardopplysningene med en kortfattet tekst som ytterligere kan belyse tallene i figuren. Videre bør det i standardskjemaet kunne vises til stolpediagrammet over fondets avkastning det enkelte år, der det minnes om at variasjonene i fondets årlige avkastning også gir en illustrasjon av fondets historiske risiko.

Kredittilsynet foreslår videre i punkt 2.2.3 en plikt til å opplyse om følgende: *«I norske banker er innskudd på inntil 2 millioner garantert av banksikringsfondet.»* Etter vår oppfatning bør dette kravet tas ut i den endelige forskriften. Vår begrunnelse for dette er for det første at det er betydelige forskjeller mellom størrelsen på innskytergarantien i norske banker og filialer av utenlandske. Ved innskudd i en filial av for eksempel en svensk bank, er garantien etter det vi har forstått begrenset til 250 000 svenske kroner. Selv om Kredittilsynets forslag til ordlyd påpeker at garantibeløpet gjelder for innskudd i norske banker, tviler vi på at de fleste kunder er i stand til å se forskjellen på en filial av en utenlandsk bank og en norsk bank (Nordea er for eksempel en norsk bank, mens Skandiabanken er en filial av en svensk bank).

Dernest er det etter vår oppfatning vanskelig å se at det skal være fondsbransjens ansvar å informere om egenskaper ved konkurrerende spareprodukter. I så fall er det også andre opplysninger som det vil være mer nærliggende å kreve blir inntatt i informasjonen, for eksempel en obligatorisk omtale av forskjellene i den skattemessige behandlingen av bankinnskudd og sparing i verdipapirfond (som er vesensforskjellig for bankinnskudd og aksjefond). Vi mener imidlertid at det må kunne legges til grunn at tilbyderne av de ulike spareproduktene i andre sammenhenger er i stand til å informere om egenskaper og karakteristika ved sine produkter, contra andre produkter.

- ❖ I punkt 2.3 er det foreslått at det forenklede prospektet skal ledsages av følgende opplysning: *«historiske tall er ingen garanti for framtidig avkastning»*. Etter vår oppfatning er dette en utilstrekkelig ordlyd. Vi viser i denne forbindelse til foreningens markedsføringsstandard hvor følgende *«disclaimer»* er anbefalt benyttet:

*«Historisk avkastning er ingen garanti for framtidig avkastning. Framtidig avkastning vil bl.a. avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved tegning, forvaltning og innløsning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap.»*

Vi vil tilrå at Kredittilsynets forslag erstattes med foreningens anbefalte ordlyd, som inneholder en langt mer utfyllende informasjon.

- ❖ I punkt 2.3.1 er det forslått at fondets gjennomsnittlige avkastning skal oppgis i kroner og i prosent av netto andelsverdi. Etter vår oppfatning vil det imidlertid være meningsløs informasjon å oppgi fondets kroneavkastning, enten dette skal forstås som fondets samlede kroneavkastning eller kroneavkastningen til én andel, jf. at resultatet i kroner vil være avhengig av fondets størrelse og andelenes pålydende. Et eksempel kan illustrere dette: Anta at fond A har pålydende kroner 10 000 per andel, mens fond B har kroner 100. Ved en verdistigning i begge fond på 10 prosent vil kroneavkastningen i fond A være 1000 kroner, mens den vil være 10 kroner for fond B. Eksemplet illustrerer at informasjonen om kroneavkastningen ikke bør være med siden dette kan forlede enkelte til å tro at et fond med høy pålydende per andel har gjort det bedre enn et fond med lav pålydende per andel. Det er store forskjeller forvaltningsselskapene i mellom ved fastsettelse av pålydende per andel for nyetablerte fond. Enkelte starter med 10 kroner, mens andre starter med 50 000 kroner.

På denne bakgrunn vil vi tilrå at kravet om at avkastningen skal oppgis i kroner tas ut av forskriften slik at det kun vil være et krav om at avkastningen skal oppgis i prosent. Vi vil samtidig tilrå at formuleringen «i prosent av netto andelsverdi» omformuleres til «prosentvis endring i netto andelsverdi hensyntatt utbetalte utbyttet til andelseier» (som vi mener er en mer presis beskrivelse).

- ❖ I punkt 2.3.4 er det foreslått at fondets avkastning skal sammenliknes med en referanseindeks dersom denne er «sammenliknbar». Vi er enig i at slik sammenlikning bør foretas under forutsetning av at fondets referanseindeks tilfredsstillende krav som bør settes til en sammenliknbar referanseindeks. Foreningen har for eksempel i tilknytning til markedsføringsstandarden et eksplisitt forbud mot å sammenlikne fondets avkastning mot en referanseindeks dersom denne ikke er justert for utbytte, fordi dette setter fondets prestasjoner i et bedre lys enn hva som reelt er tilfelle. Videre innebærer foreningens standard for informasjon og klassifisering av verdipapirfond at det ved skifte av referanseindeks som hovedregel ikke blir beregnet referanseindeksrelaterte nøkkeltall (differanseavkastning og relativ volatilitet) forut for tidspunktet for skiftet. I slike tilfeller bør sammenlikningen som hovedregel kun skje fra det tidspunkt nåværende referanseindeks ble tatt i bruk. I visse tilfeller bør det imidlertid kunne gjøre unntak fra dette, for eksempel som følge av omleggingen som Oslo Børs for et par år siden foretok i sine indekser. Etter vår oppfatning er imidlertid dette problemstilling som egner seg best til å håndteres gjennom bransjeinterne regler. Vi tar derfor sikte på å utarbeide en bransjenorm for våre medlemselskaper når det gjelder praktiseringen av denne bestemmelsen. Siktemålet med en slik norm vil være å sikre at sammenlikningen bare gjøres mot en relevant og sammenliknbar referanseindeks.

Oppsummert er det således vår tilrådning at forskriftsutkastet § 3a punkt 2 gis følgende utforming (der tekst i hakeparentes representerer vår subsidiære tilrådning dersom vi ikke får gjennomslag for å ta punkt 2.2.1 og 2.3.3 ut av forskriften):

- «2. Informasjon om investeringene
- 2.1 Kort beskrivelse av fondets formål
- 2.2 Fondets investeringspolitikk, samt en kortfattet og mest mulig lettfattelig informasjon om fondets risikoprofil.
- 2.2.1 [Fondets risiko de siste ti år, eller siden fondets oppstart dersom fondet har eksistert i mindre enn ti år, gjennom å vise beste og dårligste avkastning (annualisert) for periodene 1, 3, 5 og 7 år basert på månedlig rullerende avkastningstall. Tilsvarende vises for gjennomsnittlig innskuddsrente i alt fra Norges Banks rentestatistikk. Risikoen ved de to plasseringene skal

- sammenliknes ved hjelp av et søylediagram. Diagrammet skal ledsages av en kortfattet tekst som belyser tallene. Følgende informasjon skal alltid være med: «*Søylediagrammet viser beste og dårligste oppnådde årlige avkastning for fondet og bankinnskudd i alle 1, 3, 5 og 7-årsperioder siste 10 år (ev. siden fondet ble etablert hvis det ikke har så lang historikk). Søylene viser hvor mye avkastningen har variert i de enkelte periodene. Positiv avkastning øker verdien på ditt innskudd, mens negativ avkastning reduserer verdien.*»]
- 2.2.2 Fondets total kostnader definert som alle kostnader som ble belastet i løpet av foregående kalenderår, bortsett fra meglerkursasje, skal oppgis i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital i perioden. Videre skal årlig forvaltningsgodtgjørelse samt tegningskostnader og innløsningskostnader oppgis i prosent. Total kostnadene skal dekomponeres i forvaltningsgodtgjørelse og transaksjonskostnader. Dersom det er besluttet endringer i forvaltningsgodtgjørelsen, tegningskostnader og innløsningskostnader må informasjon om dette framkomme
  - 2.2.3 Dersom det finnes en sammenliknbar, utbyttejustert referanseindeks for fondet, skal fondets avkastning sammenliknes også med denne.
  - 2.3 Følgende opplysning skal gis: «*Historiske avkastning er ingen garanti for framtidig avkastning. Framtidig avkastning vil bl.a. avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved tegning, forvaltning og innløsning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap.*»
  - 2.3.1 Fondets avkastning i perioden og hvert enkelt år siste ti år vist i søylediagram. Dersom fondet har eksistert i mindre enn 10 år, oppgis også avkastningen fra fondets etableringsdato til kalenderårets slutt første år.
  - 2.3.2 Fondets gjennomsnittlige årlige avkastning siste tre, fem og ti år, eller fra fondets etableringsdato til rapporteringstidspunktet dersom fondet har eksistert i mindre enn ti år
  - 2.3.3 [Fondets avkastning sammenliknet med gjennomsnittlig innskuddsrente i alt fra Norges Banks rentestatistikk siste periode, og gjennomsnittlig årlig avkastning de siste ti år, eller fra fondets etableringsdato til rapporteringstidspunktet dersom fondet har eksistert i mindre enn ti år, vist i tabell.]
  - 2.3.4 Avkastningen skal beregnes og oppgis som prosentvis endring i netto andelsverdi hensyntatt utbetalte utbytter til andelseierne. Avkastningstall utover 12 måneder skal annualiseres. Avkastningstall for mindre enn ett år skal ikke annualiseres. Gjennomsnittlige avkastningstall utover ett år skal beregnes som et årlig geometrisk gjennomsnitt.
  - 2.4 Beskrivelse av den typiske investor fondet er opprettet for.»

Avslutningsvis vil vi anmode departementet om at det ved fastsettelsen av den nye prospektforskriften blir satt en ikrafttredelsesdato som gir bransjen tilstrekkelig tid til å utarbeide den planlagte bransjenormen for forenklet prospekt.

#### 4 Årsregnskapsforskriften

UCITS-direktivet og den reviderte norske fondslovgivningen gir UCITS-fond en utvidet rett til å plassere sine midler i andre verdipapirfondsandeler. Som en konsekvens av dette stiller UCITS-direktivet krav om at verdipapirfond som har en betydelig andel («*a substansial proportion*») av fondets midler plassert i andre verdipapirfond, skal opplyse i årsrapporten for fondet om den høyeste andel av forvaltningsgodtgjørelse som er belastet verdipapirfondet selv og de andre verdipapirfond som det investerer i.

Kredittilsynet foreslår, uten å angi noen nærmere begrunnelse, at opplysningsplikten om den maksimale forvaltningsgodtgjørelsens størrelse i årsrapporten bør gjelde uavhengig av hvor stor andel av et verdipapirfonds midler som er plassert i andre verdipapirfond. I tillegg foreslår Kredittilsynet at opplysningsplikten skal gjelde uten hensyn til om et verdipapirfonds midler er plassert i andre verdipapirfond eller ikke. Heller ikke dette forslaget er, etter det vi kan se, begrunnet fra Kredittilsynets side.

Vårt prinsipielle syn er at det bør foreligge særskilt gode argumenter for å innføre norske særkrav som avviker fra det som angis i direktivet. Med tanke på at den norske fondsbransjen

gjennom selvregulering har bidratt til at alle maksimale avgifter (forvaltningshonorar, tegnings- og innløsningsgebyr) daglig offentliggjøres i media (hvilket ikke er tilfelle i de fleste andre land omfattet av UCITS-direktivet), foreligger det neppe noe stort behov for å innføre strengere krav på dette området enn det direktivet legger opp til. På den annen side representerer dette forslaget ingen stor sak og i praksis spiller det neppe så stor rolle fra eller til om dette kravet gjøres generelt eller ikke.

Med vennlig hilsen  
Verdipapirfondenes Forening

Lasse Ruud  
Adm. direktør