

Kredittilsynet
Postboks 100 Bryn
0611 Oslo

Oslo, 18. mai 2004

HØRINGSFORSLAG OM NYE STANDARDVEDTEKTER FOR VERDIPAPIRFOND

1 Innledning

Det vises til høringsbrev fra Kredittilsynet datert 1. april 2004 vedrørende forslag om nye standardvedtekter for verdipapirfond.

Innledningsvis vil vi gi uttrykk for at vi setter pris på at Kredittilsynet velger å sende utkastet til nye standardvedtekter på høring. Dette gir bransjen en mulighet til å gi sitt syn på utformingen før de gjøres endelige, noe vi mener vil være i alles interesse. Som det vil framgå nedenfor har bransjen enkelte synspunkter på det foreliggende forslaget, og vi håper at våre vurderinger blir tatt hensyn til ved ferdigstillingen av de nye standardvedtektene.

Vi registrerer at Kredittilsynet også har sendt forslaget på høring til samtlige av foreningens medlemsselskaper. Medlemsselskapene i Verdipapirfondenes Forening anser det imidlertid som mest hensiktsmessig at bransjens synspunkter fremmes gjennom en felles høringsuttalelse fra foreningen.

2 Generelle merknader

Som Kredittilsynet er blitt gjort kjent med, har foreningen i et brev til Finansdepartementet datert 21. april 2004 tatt opp en rekke problemstillinger i forbindelse med myndighetenes skjønnsutøvelse i tilknytning til behandlingen av søknader om vedtektsendringer eller fondsfusjoner. I brevet påpeker vi at bransjen så langt har oppfattet fondets vedtekter til å danne en ytre ramme for investeringsmandatet når det gjelder geografisk investeringsunivers og finansielle instrumenter fondet kan investere i. Gjennom prospekter og annet markedsføringsmateriell har det vært praksis for at det har vært foretatt presiseringer og innsnevring av investeringsmandatet i forhold til hva som framgår av vedtektene. Det har også vært en lang innarbeidet praksis for at forvaltningsselskaper – innenfor grensen av vedtektene og den forventning andelseier berettiget har fått gjennom prospekter og annet markedsføringsmateriell – har foretatt justeringer av utnyttelse av investeringsmandatet eller foretatt endringer i forhold som ikke har vært omtalt i vedtektene (for eksempel innenfor investeringsstrategien).

Vi registrerer at Kredittilsynet i det foreliggende utkastet til nye standardvedtekter legger opp til at det i tillegg til beskrivelsen av fondets investeringsmandat (*hvilke* instrumenter det kan investeres i og *hvor* investeringene kan foretas), nå også skal gis en svært detaljert beskrivelse i vedtektene av fondets investeringsstrategi (*hvordan* og *hvorledes* investeringene skal foretas). I utgangspunktet er vi sterke tilhengere av at både fondets investeringsmandat og investeringsstrategi tydelig blir kommunisert til andelseierne. Vi har forståelse for at fondets

vedtekter bør bli tydeligere på dette, men etter vår oppfatning går det foreliggende forslaget til nye standardvedtekter på enkelte punkter alt for langt når det gjelder detaljeringsgraden.

Fondsbransjen er enig i at gjennomarbeidede og praktiske standardvedtekter er et effektivt arbeidsredskap for både forvaltningsselskapene og Kredittilsynet. Standardvedtektene gjør det også lettere for fondsinvestorer å sammenligne vedtektene til ulike fond. Utformingen av standardvedtekter bør imidlertid ikke gå så langt at det skapes et unødige press mot ensartethet i forvaltningsstrategier, innføres begreper som ikke er veldefinerte eller regulerer forhold som har en viss foranderlighet. Dette mener vi er tilfelle når det gjelder flere av forslagene i § 3.

Vi mener at vedtektene bør inneholde en presis beskrivelse av den ytre rammen for et fonds investeringsmandat. Vi er dessuten av den oppfatning at detaljert knyttet til fondets investeringsstrategi primært bør framgå av prospektet og ikke inntas i vedtektene. Vi vil videre advare mot i for stor grad å detaljregulere opplysninger som skal gis om investeringsstrategi. **Det er forvaltningsselskapene som definerer investeringsstrategien for det enkelte fond.** Etter vår oppfatning bør det derfor i første rekke være forvaltningsselskapene selv som skal ta stilling til – og mest presist kan formulere – hva som er relevante opplysninger om investeringsstrategien for potensielle kunder i det enkelte fond. I den grad et krav om presis informasjon om investeringsstrategien ikke i tilstrekkelig grad framgår av den eksisterende prospektforskriften, vil vi støtte et ev. initiativ overfor departementet for å få endret forskriften, jf. for øvrig avsnitt 5.5. i foreningens brev til Finansdepartementet av 21. april i år.

Bakgrunnen for bransjens motstand mot at detaljer omkring investeringsstrategien skal inntas i vedtektene er todelt:

- Kredittilsynet har så langt lagt seg på en svært restriktiv praksis når det gjelder behandlingen av søknader om vedtektsendringer. Bransjen frykter derfor at en utvidelse av vedtektene til også å omfatte svært detaljerte opplysninger om fondets investeringsstrategi, i praksis vil gjøre det svært vanskelig å få gjennomført endringer (som ikke endrer fondets karakter) på områder som så langt har vært tillagt forvaltningsselskapet å beslutte. Dette gjelder særlig områder hvor det ikke uten videre er mulig å vurdere hvorvidt endringene kan sies å være i andelseiernes interesse, jf. at Kredittilsynet legger dette premisset til grunn for å kunne samtykke til vedtektsendringer.

For eksempel legges det opp til at fondets referanseindeks skal framgå av vedtektene. Erfaringsmessig vet man at skifte av referanseindeks forekommer (for eksempel fordi man ønsker å bytte fra én indeksprodusent til en annen) uten at det nødvendigvis lar seg gjøre å objektivt anslå om dette skiftet er i andelseierens interesse.

- En rekke av de forslag til detaljert beskrivelse av fondets investeringsstrategi i § 3 inneholder begreper som ikke er klart definert (for eksempel lav/middels/høy kredittrisiko, aktiv indeksering, aktiv forvaltet). Vi mener at konseptet med standardvedtekter går for langt hvis det også begynner å harmonisere informasjon eller begreper på områder der praksis i forvaltningsselskapene er ulik og der det ikke foreligger et grunnlag for å hevde at én bestemt framstillingsform er den riktige. Forslaget inneholder begreper som bransjen ikke benytter i dag (for eksempel ”faktorveddemål”) eller opplister krav som ikke alle fond styres etter (eksempelvis ”ex-ante tracking error”). Etter vår oppfatning er dette opplysninger som ikke egner seg til å inngå i standardvedtektene (som presumptivt bør

innholde opplysninger som er klart definert, som tar høyde for at det finnes en rekke ulike former for forvaltningsstrategier og som normalt ikke vil endres), men heller bør framgå av prospektet. Som omtalt over bør i første rekke forvaltningsselskapene selv ta stilling til – og formulere – hva som er relevante opplysninger om investeringsstrategien for potensielle kunder i det enkelte fond, og innta disse opplysningene i prospektet.

Etter hva vi kjenner til er det en trend også i andre europeiske land at kravene går i retning mer detaljert informasjon om fondets investeringsstrategi. Det er imidlertid vårt inntrykk at denne utviklingen finner sted gjennom strengere krav til innhold i fondenes prospekter og ikke gjennom mer detaljerte vedtekter. Vi mener derfor at det vil være mer på linje med utviklingen i andre land dersom detaljinformasjon om investeringsstrategien skal fremgå av prospektet og ikke av vedtektene.

3 Konkrete merknader

Nedenfor følger våre konkrete merknader til forslaget til nye standardvedtekter.

§ 1 og 2

Ingen merknader.

§ 3

Som omtalt i avsnittet over er det særlig til denne paragrafen at bransjen har innvendinger til Kredittilsynets forslag. Primært går våre innvendinger ut på at vi mener at en rekke av de opplysninger som Kredittilsynet foreslår inntatt i vedtektene vedrørende fondets investeringsstrategi, heller bør framgå av prospektet. Uavhengig av hvor opplysningene skal framgå, er det etter vår oppfatning dessuten nødvendig på enkelte punkter å gjøre opplysningskravene mer generelle. Konkret har vi følgende merknader til de ulike elementene i § 3:

- Fondets klassifisering

Vi registrerer at Kredittilsynet legger opp til at klassifiseringen skal følge foreningens bransjestandard. Vi er positive til dette så lenge vedtektene begrenses til å gjelde hvilke hovedkategori fondet er klassifisert i (aksjefond, rentefond, kombinasjonsfond eller annet fond). Klassifisering innenfor de enkelte hovedgrupper bør heller framgå av prospektet eller annet markedsføringsmaterieil, jf. at klassifiseringsopplegget er dynamisk og endres over tid (for eksempel at nye grupper etableres).

For rentefondene er det foreslått at det skal angis grad av kredittrisiko i de instrumenter som fondet normalt investerer i – enten gjennom å krysse av for høy, middels, lav eller ”stat”, eller ved å angi rating og ratingbyrå. Dette mener vi er opplysninger som heller bør inntas i prospektet. Vi viser for det første til at de fire kategoriene ikke er definert (hva er for eksempel forskjellen mellom gruppen ”lav” og ”stat”?). Videre mener vi at det enkelte forvaltningsselskap heller bør pålegges å gi en omtale av fondets kredittrisiko i prospektet, men uten at det gis føringer om valg av ordlyd fra myndighetenes side. Alternativet med bruk av rating er heller ikke en egnet opplysning å innta i vedtekter: Svært få utstedere av rentepapirer denominert i norske kroner er ratet og det framstår dessuten som svært uhensiktsmessig å skulle oppgi navnet på ratingbyrået i vedtektene, jf. at dette vil kunne endres med visse mellomrom.

Opplysninger om fondets kredittrisiko og renterisiko (modifiserte durasjon – og hvilket intervall denne vil være innenfor) er viktige opplysninger, men bør etter vårt skjønn heller framgå i prospektet. Vi viser til foreningens bransjestandard for klassifisering av rentefond, hvor klassifiseringen er gjort nettopp på bakgrunn av fondets renterisiko. Foreningen har dessuten innført en egen kategori for pengemarkedsfond med lav kredittrisiko (definert som fond som kun investerer i rentepapirer med BIS-vekt mindre eller lik 20 prosent, og der fondet ikke kan investere i floatere med tid til forfall over tre år og hvor maksimalt 25 prosent kan plasseres i floatere uten put eller med put-klausul hvor innløsningskurs ikke ligger nær opp til pari), som forvaltningsselskapene evt. kan benytte ved framstillingen av pengemarkedsfonds kredittrisiko i prospektet.

- Overordnet målsetting

Vi har ingen innvendinger mot at standardvedtektene krever at det skal gis informasjon om fondets overordnede målsetting. Dette mener vi imidlertid bør gjøres på et mindre detaljert nivå enn hva det er lagt opp til i utkastet. Utkastet opererer med begreper som ikke er klart definert (for eksempel aktiv indeksering eller aktiv forvaltning) – hvilket i seg selv er et argument for at opplysningene ikke bør inngå i vedtektene, men heller i prospektet eller annet markedsføringsmaterieell. Vi er dessuten sterkt kritiske til forslaget om at referanseindeks skal oppgis i vedtektene. Det er etter vår oppfatning svært lite hensiktsmessig å innta denne opplysningen i vedtektene, jf. at det ikke er uvanlig at det foretas bytte av referanseindeks for eksempel fordi det utvikles nye og mer velegnede indekser. (Størstedelen av aksjefond med norsk investeringsmandat gikk for eksempel over til å bruke Oslo Børs' fondindeks da den ble introdusert i 2001). Derneft er det heller ikke noe krav om at fond må ha en referanseindeks.

- Investeringsstrategi for å oppnå fondet målsetting

Generelt er det vår oppfatning at omtale av detaljer knyttet til fondets investeringsstrategi hører hjemme i prospektet og ikke i vedtektene, jf. nærmere begrunnelse for dette i avsnitt 2 over. Vi mener dessuten at den foreslåtte opplistingen over mulige investeringsstrategier ikke er uttømmende, og at det knapt nok er mulig å lage en slik uttømmende liste. Videre benyttes begreper som ikke er definert. Dette forsterker etter vår oppfatning argumentet om at opplysningene ikke bør inntas i vedtektene. Vi vil presisere at vi mener at det bør foreligge en klarest mulig investeringsstrategi for det enkelte fond, og vi ser gjerne at det utarbeides eksplisitt opplysningskrav om dette i prospektforskriften – utformet slik at det gir det enkelte forvaltningsselskap frihet til selv å velge ordlyd som beskriver detaljer i fondets investeringsstrategi. Opplysninger som skal gis om fondets investeringsstrategi i vedtektene bør etter vårt skjønn holdes på et mer generelt plan.

- Styring av risiko

I henhold til forslaget skal samtlige fond oppgi "ex-ante tracking error". Vi viser til at langt fra alle fond forvaltes eller har en risikostyring basert på denne innfallsvinkelen. Dette framgår også indirekte av utkastet til ny standardvedtekt: I andre avsnitt under overskriften "Overordnet målsetting" framgår det at fondet skal oppgi om formålet med forvaltningen er å oppnå enten høyest mulig risikojustert avkastning eller absolutt avkastning. "Tracking error" (eller "relativ volatilitet" som vi har kalt begrepet på norsk i vår bransjestandard om klassifisering av verdipapirfond) gir informasjon om hvor mye fondets avkastning har avveket fra indeksens avkastning – altså hvor mye fondets porteføljesammensetning har avveket fra indeksens. Dette begrepet er ofte et irrelevant styringsverktøy både for fond som skal maksimere absolutt avkastning og risikokorrigert

avkastning (i hvert fall hvis den skal være risikokorrigert i forhold til for eksempel risikofri rente). Av foreningens ovennevnte bransjestandard framgår det for øvrig at ”tracking error” bare kan beregnes i de tilfeller fondets referanseindeks er utbyttejustert. Kravet bør således begrenses til å gjelde de fond hvor dette kan være aktuelt. Uansett er det vår oppfatning at også dette er en opplysning som heller bør framgå i fondets prospekt – men da bare for fond hvor denne opplysningen anses som relevant ut fra måten fondet forvaltes på.

Det foreslås at det skal angis om fondets risikoprofil er lav/middels/høy. Disse kategoriene er ikke definert og bør således heller ikke inntas i vedtektene, men framgå av prospektet og der forvaltningsselskapet selv kan ta stilling til hvordan opplysninger om fondets risikoprofil skal formuleres.

For fond som plasserer i andre verdipapirfondsandeler (altså i mer enn ett underfond) er det foreslått at det skal framgå at plasseringer *«kan kun skje i underfond som plasserer i samsvar med nærværende vedtekter, herunder investeringsstrategi»*. Den foreslåtte formuleringen kan forstås dit hen at samtlige underfonds vedtekter må være lik hovedfondets vedtekter. Dette vil i så fall være til hinder for at man for eksempel kan etablere et kombinasjonsfond gjennom å plassere i ett aksjefond og ett rentefond. Det vil også være til hinder for å etablere aksjefond, der underfondene er underlagt ulik investeringsstrategi- hvilket nettopp konseptet for fond med flere underfond normalt går ut på. Vi antar at dette ikke som er meningen. Forutsatt at vi får gjennomslag for at detaljinformasjonen i §3 i utkastet til standardvedtekt tas ut, vil vi foreslå at avsnittet omformuleres slik at det framgår at det er de samlede plasseringer i underfond som skal være i samsvar med hovedfondets vedtekter. Hvis Kredittilsynet ikke vil etterkomme vårt forslag om at detaljinformasjonen i §3 tas ut, frykter vi at selv vårt forslag til opplysningskrav om de samlede plasseringer i underfond i praksis blir svært vanskelig å etterkomme, og vil da foreslå at ovennevnte formulering tas ut av standardvedtekten. Utenlandsregistrerte underfond vil for eksempel ofte ikke være styrt ut fra visse grenser for tracking error eller passe inn under de fire punktene for investeringsstrategi, og dermed blir det meget krevende ex-ante å oppfylle slike detaljregler for det norske fondet som investerer i flere underfond på en meningsfylt måte.

- Kapitaldekningsforskriften

I siste del av § 3 er det foreslått at fond som plasserer i samsvar med kapitaldekningsforskriften § 5a skal angi om midlene kun plasseres i eiendeler med risikovekt 10, 20 eller 50 prosent. Materielt sett er ordlyden identisk med § 5a i kapitaldekningsforskriften, men for ordens skyld vil vi tilrå at formuleringen endres til: *”kun plassert i eiendeler med risikovekt x prosent eller lavere”*. Dette for å unngå at fondsvedtektene (etter en streng fortolkning) kan være til hinder for fondet også kan investere i eiendeler med lavere risikovekt enn hva som maksimalt er tillatt etter kapitaldekningsforskriften.

Ellers har vi ingen merknader til de øvrige punktene i § 3.

§ 4

Ingen merknader.

§ 5

Kredittilsynet foreslår at samtlige børser som fondet kan investere på utenfor EØS-området skal oppgis eksplisitt. Vi viser til at navn på børser og også deres eksistens kan være gjenstand for endringer over tid (blant annet som følge av sammenslåinger mellom børser), og vil i stedet tilrå at kravet endres til å liste opp navn på alle de land utenfor EØS-området hvor det kan være aktuelt å investere på børser. Alternativt mener vi at det også bør kunne henvises til børser som er medlem, assosiert medlem eller på annen måte har en formell tilknytning til Federation Internationale des Bourses de Valeurs (FIBV).

§§ 6 - 9

Ingen merknader.

§ 10

De foreslåtte formuleringene når det gjelder derivatbruk anser vi i første rekke å være myntet på aksjefond. For rentefond passer imidlertid ikke formuleringene vedrørende gearing og beregning av total eksponering. Dette framgår av foreningens bransje anbefaling (som tidligere er presentert for Kredittilsynet, og som bl.a. kan finnes på våre web-sider www.vff.no) når det gjelder definisjon av ikke-risikoøkende derivatstrategier i rentefond. Vi legger for øvrig til grunn at rentefond som ligger innenfor de grenser som følger av denne anbefalingen ikke betraktes som et gearet fond.

§§ 11

Ingen merknader.

§ 12

I tilknytning til omtalen av symmetrisk forvaltningsgodtgjørelse lyder andre setning i tredje avsnitt på side 11 følgende: «*Det benyttes geometrisk gjennomsnitt ved beregning av verdiendringer*». Våre medlemmer er usikre på meningsinnholdet i denne formuleringen, og vi ber derfor om at ordlyden endres, ev. at det presiseres nærmere hva som menes i veiledningen til standardvedtekten.

For øvrig er vi noe i tvil om den foreslåtte omtalen av symmetrisk forvaltningsgodtgjørelse representerer en forbedring i forhold til hvordan for eksempel dette er formulert i vedtektene til fondet Skagen Kon-Tiki, men antar at dette i stor grad beror på skjønn.

§ 13-15

Ingen merknader.

§ 16

I henhold til vpfl § 3-3 punkt 13 skal vedtektene angi «reglene for andelseiernes valg av styremedlemmer i forvaltningsselskapet». I utkastet til nye standardvedtekter er det foreslått at det også skal opplyses om hvor mange medlemmer forvaltningsselskapets styre består av. For å unngå å måtte foreta endringer i samtlige fondsvedtekter ved endringer i antallet styremedlemmer i forvaltningsselskapet, vil vi tilrå at det anses som tilstrekkelig at vedtektene inneholder opplysninger om at minst en tredjedel av styremedlemmene skal velges av andelseierne – i tillegg til omtalen av reglene for dette valget.

§ 17

Formelt sett er det forvaltningsselskapet gjennom sitt medlemskap i Verdipapirfondenes Forening som er tilknyttet Bankklagenemnda. Det bør således stå at fondets forvaltningsselskap, og ikke fondet, er tilsluttet Bankklagenemnda.

Med vennlig hilsen
Verdipapirfondenes Forening

Lasse Ruud
Adm. direktør