



# FORBRUKEROMBUDET

Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 OSLO

Også sendt pr. e-post til: [postmottak@fin.dep.no](mailto:postmottak@fin.dep.no)

Deres ref.  
11/4699 CNO

Vår ref.  
**Sak nr: 13/644-2**  
Saksbehandler: Morten Grandal  
Dir. tlf.: 466 28 001

Dato:  
17.06.2013

## Høringsuttalelse - gjennomføring av Europaparlaments- og rådsdirektiv 2011/61/EF (AIFMD)

### 1. Innledning

Jeg viser til Finansdepartementets høringsbrev av 21. mars 2013 angående gjennomføring av EU-direktiv 2011/61/EF (Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)) i norsk rett. En arbeidsgruppe nedsatt av Finanstilsynet har utarbeidet en rapport datert 1. mars 2013 med forslag til lov om forvaltning av alternative investeringsfond. Forbrukerombudet har vært representert med et medlem i arbeidsgruppen. Høringsfristen er 20. juni 2013.

Forbrukerombudet fører tilsyn med at de næringsdrivendes markedsføring og avtalevilkår i forbrukerforhold ikke er i strid med markedsføringsloven (mfl.), jf. mfl. § 34. Tilsynet etter markedsføringsloven er bransjenøytralt og supplerer annen lovgivning, herunder finanslovgivning. Finanstilsynet er foreslått som tilsynsmyndighet for AIFMD i Norge, jf. lovutkastet § 8-1 og rapporten på s. 102.

AIFMD regulerer markedsføring av alternative investeringsfond overfor profesjonelle investorer, og slik markedsføring faller utenfor Forbrukerombudets tilsynsområde, jf. mfl. § 34. Men AIFMD åpner også som kjent for at medlemsstatene kan tillate markedsføring av alternative investeringsfond overfor ikke-profesjonelle investorer (forbrukere). Slik markedsføring mot norske forbrukere vil omfattes av Forbrukerombudets tilsynsområde.

Arbeidsgruppen har blant annet vurdert hvorvidt alternative investeringsfond fortsatt bør kunne markedsføres overfor ikke-profesjonelle investorer, og har utarbeidet forslag til hvordan det nasjonale handlingsrommet etter AIFMD bør benyttes, jf. pkt. 3 i mandatet, kapittel 15 i rapporten og kapittel 7 i lovutkastet. Videre har arbeidsgruppen vurdert hvorvidt spesialfond også bør kunne tilbys til ikke-profesjonelle kunder. Markedsføring og salg av alternative fond, herunder spesialfond/hedgefond, vil kunne ha stor betydning for norske forbrukere. Jeg vil nedenfor knytte noen kommentarer til arbeidsgruppens forslag, herunder mindretallets dissens.

Jeg bemerker innledningsvis at jeg i de senere år har sett en del problemer med ulike spareprodukter rettet mot forbrukere. På slutten av 1980-tallet og begynnelsen av 1990-tallet var det for eksempel problemer knyttet til råsalg av fondsprodukter, og på 2000-tallet var det problemer med strukturerte spareprodukter. Konsekvensene av feilinvesteringer kan bli alvorlige for den enkelte forbrukers økonomi og livssituasjon. Det er en rekke eksempler på

dette. Mange forbrukere kjøper også spareprodukter som ledd i sin pensjonssparing, og konsekvensene ved feilslåtte investeringer vil kunne bli dramatiske for den enkeltes pensjonisttilværelse. Jeg nevner også at det er anledning til å ha investeringsvalg for innskuddspensjonsprodukter, og at det er vedtatt å åpne opp for investeringsvalg for fripoliser. Dersom det åpnes for salg av spesialfond/hedgefond til forbrukere, vil jeg anta at slike produkter vil kunne inngå i investeringsporteføljen for innskuddspensjon og fripoliser.

Generelt sett er det også stor ubalanse i kompetansenivået mellom produsenter/selgere av spareprodukter på den ene siden og forbrukerne på den andre siden. Dette medfører en risiko for at forbrukere kjøper spareprodukter som man enten ikke forstår eller som ikke egner seg for kunden. Jeg har sett mange eksempler på at forbrukere i ettertid har følt seg lurt av selger, og hvor det er grunn til å tro at selger har satt hensynet til egen inntjening foran kundens interesser. Tungtveiende forbrukerhensyn taler derfor etter mitt syn for at det er svært viktig med en streng regulering av potensielt risikable spareprodukter som skal kunne tilbys på forbrukermarkedet.

## **2. Markedsføring av alternative investeringsfond, herunder spesialfond/hedgefond, til norske forbrukere**

### **2.1 Kort om arbeidsgruppens forslag**

Jeg viser innledningsvis til at det har vært et viktig premis for arbeidsgruppens vurderinger at det skal være et godt forbrukervern dersom alternative fond og spesialfond skal kunne tilbys til forbrukere, se rapporten s. 93-94. Arbeidsgruppen peker blant annet på at myndighetenes oppgaver er *«å bidra til at forbrukernes rettigheter og interesser ivaretas overfor profesjonelle aktører som tilbyr finansielle tjenester, og at det er god konkurranse i disse markedene. Reguleringen bør være slik at forbrukerne trygt og effektivt kan benytte seg av finansielle tjenester»*.

I dag er rettsstillingen slik at alle typer alternative investeringsfond kan markedsføres overfor ikke-profesjonelle investorer, med unntak av spesialfond. Arbeidsgruppens konklusjon er som kjent at alternative investeringsfond fortsatt bør kunne tilbys til ikke-profesjonelle investorer (jf. rapporten s. 95 fig.). Det foreslås innført et styrket investorvern gjennom blant annet:

- krav til tillatelse etter den nye loven om AIFMD for at forvaltere skal kunne markedsføre alternative investeringsfond til forbrukere. Dermed vil forvalterne bli underlagt lovens krav til blant annet organisering, virksomhetsutøvelse og til å ha depotmottaker.
- at MiFID-reglene i verdipapirhandelloven § 10-11 fjerde ledd om god forretningsskikk får anvendelse, herunder kravet om egnethetsvurdering, jf. også verdipapirforskriften § 10-16
- krav om dokumentasjonsplikt av kundebehandlingen etter mønster av verdipapirhandelloven
- krav til utarbeidelse av et særlig tilpasset informasjonsdokument (nøkkelinformasjon) etter mønster av verdipapirfondloven. Nøkkelinformasjonen må gis kunden i god tid før kunden foretar investeringen, og må være oversendt Finanstilsynet før markedsføringen kan starte.

- at Finanstilsynet gis hjemmel til å kunne nedlegge forbud mot salg av alternative investeringsfond som etter en konkret vurdering ikke bør markedsføres til forbrukere.
- at forvaltere må være tilsluttet en ekstern minnelig klageordning for behandling av tvister mellom forvalter og ikke-profesjonelle kunder (Finansklagenemnda).

I tillegg mener arbeidsgruppen at disse beskyttelsestiltakene bør suppleres med et effektivt tilsyn med de aktørene som tilbyr alternative investeringsfond, og at det bør innføres effektive sanksjonsbestemmelser. Samlet sett mener arbeidsgruppen at disse beskyttelsestiltakene vil innebære en styrket forbrukerbeskyttelse sammenlignet med dagens situasjon, og at beskyttelsestiltakene vil kunne utgjøre en etableringshindring som vil kunne stenge useriøse aktører ute fra markedet.

Videre er arbeidsgruppens konklusjon at det bør åpnes for salg av spesialfond/hedgefond til forbrukere etter forutgående investeringsrådgivning, jf. MiFID-reglene i verdipapirhandelloven. Ettersom spesialfond er regulert som et verdipapirfond, vil de øvrige bestemmelsene i verdipapirfondloven gjelde. I tillegg foreslår gruppen krav om nøkkelinformasjon, og hjemmel for Finanstilsynet til å kunne nedlegge forbud mot salg av spesialfond/hedgefond som etter en konkret vurdering ikke bør markedsføres til forbrukere, tilsvarende det som foreslås for andre typer alternative investeringsfond.

## 2.2 Behov for sterkt forbrukervern

Jeg er enig med flertallet i at det ikke er grunnlag for et regulatorisk skille mellom spesialfond/hedgefond og andre alternative fond, og jeg støtter forslagene om økt investorbekyttelse. Imidlertid deler jeg mindretallets bekymring for at forslagene ikke gir et tilstrekkelig sterkt forbrukervern, og at alternative investeringsfond, herunder spesialfond/hedgefond, derfor først bør kunne selges til forbrukere etter særskilt tillatelse fra Finanstilsynet. Etter min vurdering er det behov for et sterkt forbrukervern ved slike investeringer, og jeg vil særlig trekke frem følgende momenter.

**For det første** så er det etter mitt syn vanskelig fullt ut å overskue hvilke konsekvenser salg av alternative fond, herunder spesialfond/hedgefond, vil få for forbrukerne. Når det gjelder spesialfond har vi ikke direkte erfaringer å bygge vurderingene på, fordi det ikke har vært tillatt å tilby slike fond til forbrukere i Norge (se rapporten på s. 98, siste avsnitt). De erfaringene som finnes er hentet fra den profesjonelle delen av markedet (hvor det for øvrig etter arbeidsgruppens kjennskap ikke er registrert negative saker eller klager i Norge). Ettersom det er lite erfaringsgrunnlag å bygge på, vil det etter mitt syn nødvendigvis hefte en viss grad av usikkerhet ved de vurderingene som arbeidsgruppen har gjort de lege ferenda (hvordan rettsreglene bør være).

I kapittel 15.4 er det vist til bakgrunnen for det norske forbudet mot å tilby spesialfond/hedgefond til forbrukere. Blant annet er det vist til Prp. 149 L (2010-2011) s. 122, hvor Finansdepartementet uttalte at det var nødvendig å opparbeide noe mer erfaring med hvordan slike fond fungerer i praksis før man eventuelt vurderer å åpne opp for at spesialfond kan tilbys også til ikke-profesjonelle investorer. Jeg viser også til følgende uttalelse fra departementet i det samme avsnittet i proposisjonen: «*Spesialfond er verdipapirfond som kan ha en langt høyere risiko- og avkastningsprofil enn ordinære verdipapirfond.*» Risikoprofilen er, slik jeg leser uttalelsen, en viktig grunn til at departementet mente det var nødvendig å opparbeide mer erfaring før spesialfond/hedgefond kunne tilbys til forbrukere. Jeg kan ikke se at man nå har den erfaring som departementet etterlyste.

**For det andre** så består noen av disse produktene og markedene av komplekse strukturer med høy risiko, og den informasjonen som gis til forbrukere vil ofte være komplisert og omfangsrik – og i mange tilfeller lite balansert. Jeg viser her blant annet til s. 94 i rapporten, hvor det heter at informasjonen som gis om alternative investeringsfond ofte er så vanskelig tilgjengelig og mangelfull at den ikke egner seg som grunnlag for forbrukernes investeringsbeslutninger. Det heter også at det har vist seg at forbrukerne som gruppe generelt har lite finansiell kunnskap og risikoforståelse.

Jeg viser videre til Ot.prp. nr. 36 (2007-2008) på s. 11, hvor det blant annet pekes på at en særlig risiko ved hedgefond er at det kan være vanskelig å forstå hvordan fondet opererer, og hvilken risiko det aktuelle fondet står overfor: *«Ofte benyttes kompliserte strategier, og forklaringen av risiko mv. blir derfor særlig utfordrende. Dette innebærer at selgere av hedgefond må sørge for at investor forstår hvordan fondet fungerer før investeringen foretas. Hedgefond er imidlertid en kunnskapsintensiv virksomhet og investeringsstrategien blir i enkelte fond betraktet som en forretningshemmelighet. Det vil således være grenser for hvor langt hedgefond vil gå i å forklare sin strategi i frykt for at strategien skal «lekke ut» til konkurrenter.»*

Videre er det på samme side i odelstingsproposisjonen pekt på at ettersom hedgefond tjener penger dersom forvalterne klarer å «slå markedet», er hedgefond i større grad enn alminnelige fond utsatt for risiko for at kvaliteten på forvaltningen ikke holder mål. Det er også pekt på at den avgiftsstrukturen som hedgefond benytter kan innebære en særlig form for risiko, fordi forvalteren tar en avgift knyttet til verdiutviklingen i fondet (i tillegg til en fast avgift). Ulempen er at dette kan gi forvalteren incentiv til å ta urimelig høy risiko, fordi forvalteren vil få gevinst om det går bra, mens det bare er andelseierne som taper penger dersom strategien ikke lykkes.

**For det tredje** så er det avdekket flere svakheter i sparemarkedet de siste årene, blant annet at de samlede kostnader knyttet til kjøp av produktet er for høye, og at rådgivningen ikke er kvalitativt god nok, jf. rapporten på s. 94. Her heter det at uegnet markedsadferd på tilbudssiden skyldes flere forhold, og at en viktig faktor er at produsenter og distributører av produkter har tjent mer på å selge enkelte produkt fremfor andre, og at selgerne har fått salgsbasert avlønning som har påvirket kundebehandlingen negativt. Foretak og rådgivere har i flere tilfeller satt hensynet til egen inntjening foran kundens interesser. Dessuten har erfaringer fra tilsyn vist at kunnskapene om produktene blant selgere og rådgivere har vært mangelfulle. I forbindelse med forskriften fra 2010 hvor det ble fastsatt at spesialfond/hedgefond kun skulle kunne tilbys profesjonelle kunder, uttalte også departementet at investeringsrådgivningssegmentet ikke fungerte godt nok, jf. rapporten på s. 92

Etter mitt syn er det også slik at kunnskapene og forutsetninger hos forbrukerne, i motsetning til hos profesjonelle investorer, ikke er slik at man kan anta at markedsmechanismene vil føre til en avskalling av uegnede produkter. Det er i utgangspunktet snarere en fare for at produkter som man ikke får solgt i det profesjonelle markedet – på grunn av de profesjonelle investorenes kunnskapsnivå – istedenfor havner på forbrukermarkedet, der den kritiske kompetansen til å velge egnede produkter i stor grad er fraværende. Jeg viser også til rapporten på s. 97, første avsnitt, hvor denne problemstillingen drøftes. Her heter det blant annet:

*«Det kan anføres at de mest profesjonelle forvaltere av alternative investeringsfond kun retter seg mot profesjonelle kunder, og at de som ikke klarer å reise kapital innfor det profesjonelle markedet retter seg mot ikke-profesjonelle kunder. Markedsføring mot småsparere krever et fordyrende distribusjonsapparat. Dette kan*

*føre til at det er produkt med dårligere egenskaper som markedsføres mot det ikke-profesjonelle markedet. Enkelte produkt er for kostbare til å kunne gi en forventet positiv avkastning. Andre forvaltes av forvaltere uten særlig kompetanse og erfaring. De institusjonelle kundene har ressurser til å kunne vurdere investeringsalternativene på en kvalitativt god måte, slik at disse ikke går inn i mange av de produkt som ikke burde ha vært markedsført.»*

**For det fjerde** så kan konsekvensene av feilinvesteringer bli alvorlige for den enkelte forbruker; i verste fall økonomisk ruin og personlig konkurs. I rapporten på s. 93 heter det at: «*Forbrukernes investeringsvalg har gjerne stor betydning for den enkeltes privatøkonomi og konsekvensene av feilinvesteringer kan bli alvorlige.*»

Jeg viser også til, som fremholdt på s. 92 og s. 99 i rapporten, at risikoen for tap og kompleksiteten i mange spesialfond vil kunne innebære at slike fond må anses uegnet for forbrukere. I rapporten på s. 87 heter det at «*Det er en rekke eksempler på at ikke-profesjonelle kunder har kjøpt alternative investeringsfond som har vært uegnet som investeringsalternativ.*» I Ot.prp. nr. 36 på s. 28 uttalte Finansdepartementet at «*Utfallet av en egnethetstest vil nok kunne bli at mange spesialfond anses som uegnet for ikke-profesjonelle investorer.*»

Etter hva jeg er kjent med har man i Norge også erfaring med at alternative fond, som f.eks. såkalte eiendomsfond, har hatt karakteristika og vært solgt på en slik måte at det har påført mange forbrukere tap. I tillegg vil lav likviditet gjøre det vanskelig å selge seg ut av en tapsbringende investering.

### **2.3 Mindretallets forslag – krav om tillatelse fra Finanstilsynet**

Jeg antar at mange av de ovennevnte problemstillinger vil bli løst ved arbeidsgruppens forslag til økt investorbeskyttelse, herunder krav om egnethetsvurdering og nøkkelinformasjon. Men jeg mener likevel at det hefter en viss usikkerhet ved hvorvidt forslagene er gode nok. På denne bakgrunn, og særlig i lys av det tapspotensiale enkelte slike produkter kan innebære for forbrukere, slutter jeg meg til mindretallets (Forbrukerombudets medlem) dissens inntatt på s. 100 i rapporten. Her heter det som nevnt at man er bekymret for at forslagene ikke gir et tilstrekkelig sterkt forbrukervern, og at alternative investeringsfond, herunder spesialfond/hedgefond, derfor først bør kunne selges til forbrukere etter tillatelse fra Finanstilsynet. Mindretallet begrunner sitt syn slik:

*«Regler om god forretningsskikk med rådgivningskrav som egnethetsvurdering og nøkkelinformasjon m.m. er viktige tiltak som vil gi god forbrukerbeskyttelse dersom reglene følges. Erfaring tilsier imidlertid at slike krav ikke alltid følges opp av dem som selger produktene. Den foreslåtte inngrepshjemmelen, om at Finanstilsynet skal kunne nedlegge forbud mot salg av alternative fond som ikke er egnet for forbrukere, vil kunne løse noe av dette problemet, men antageligvis først reaktivt, etter at produktene har vært på markedet i en periode. Medlemmet mener det her ligger en reell fare for at uegnede spareprodukter, med stort tapspotensiale, havner på forbrukermarkedet, og selv om salgsumfanget blir begrenset, er konsekvensene for den enkelte forbruker så alvorlige at dette tilsier en strengere regulering.*

*Medlemmet mener derfor at det i likhet med reglene for verdipapirfond må kreves tillatelse før det enkelte alternative investeringsfondet, herunder spesialfond, tilbys på forbrukermarkedet. Departementet bør med hjemmel i verdipapirfondloven § 7-7 annet ledd, og en tilsvarende hjemmel i den nye loven, fastsette nærmere regler for kriteriene som må oppfylles for at produktet kan tilbys forbrukere, noe som også vil gi*

*aktørene som utvikler og selger produktene forutberegnelighet. Finanstilsynet kan da ut fra retningslinjene i forskriftene gi tillatelse etter søknad. Det er etter medlemmets syn ikke vanskeligere å foreta de skjønnsmessige vurderingene dette måtte innebære før produktet lanseres enn etter det er lansert, i et etterfølgende forbudsvedtak. Den forutberegneligheten en forskrift gir, vil også kunne begrense antall søknader om tillatelse for uegnede produkter, noe som igjen vil redusere de økonomiske konsekvensene for Finanstilsynet ved en slik ordning.»*

En slik godkjenningsordning vil etter mitt skjønn bidra til å forhindre at uegnede produkter blir lansert på forbrukermarkedet. Sammen med de øvrige forslagene til økt investorbekyttelse, vil dette forhåpentligvis gi et tilstrekkelig sterkt forbrukervern.

Etter mitt syn vil fordelene for forbrukerne ved en slik godkjenningsordning veie tyngre enn de ulempene som flertallet har lagt vekt på, hovedsakelig at godkjenning vil være vanskelig, ressurskrevende og dessuten vil kunne gi forbrukere et feilaktig bilde av den risiko som alltid vil være forbundet med investeringsprodukt. Når det gjelder den siste innvendingen, mener jeg faren for dette kan begrenses ved å gi informasjon om hva tillatelsen innebærer. Etter hva jeg er kjent med har dette ikke vært problematisk ved godkjenning av verdipapirfond, jf. verdipapirfondloven § 4-1, hvor Finanstilsynet skal gi tillatelse for hvert enkelt fond.

Jeg bemerker for øvrig også at medlemmene fra Finansdepartementet støtter arbeidsgruppens forslag til investorbekyttelse, samtidig som de viser til at (s. 98 øverst):

*«flere alternative investeringsfond har en struktur som gjør at de er lite egnet for investering for ikke-profesjonelle. Hensikten med tiltakene må være å bringe forbrukerbekyttelsen opp på et nivå som gir tilstrekkelig trygghet for de ikke-profesjonelle investorene, selv om det skulle svikte i rådgivningsleddet. Finansdepartementets medlemmer er av den oppfatning at de foreslåtte tiltakene er gode virkemidler for å bidra til dette, men tar ikke stilling til hvorvidt forbrukerbekyttelsen, med de foreslåtte tiltakene, er brakt på et tilstrekkelig høyt nivå.»*

Uttalelsen må etter mitt syn forstås slik at Finansdepartementets medlemmer i en viss grad mener det hefter usikkerhet ved om arbeidsgruppens forslag til investorbekyttelse ved alternative investeringsfond er godt nok. Uttalelsen underbygger, slik jeg leser den, mindretallets bekymring for at forslagene ikke gir et tilstrekkelig sterkt forbrukervern, og at det derfor er behov for å øke forbrukervernet ytterligere.

På bakgrunn av ovennevnte momenter og hensyn ber jeg Finansdepartementet vurdere mindretallets forslag om at alternative investeringsfond, herunder spesialfond/hedgefond, først bør kunne selges til forbrukere etter tillatelse fra Finanstilsynet.

\*\*\*\*\*

Med vennlig hilsen

  
Gry Nergård  
forbrukerombud