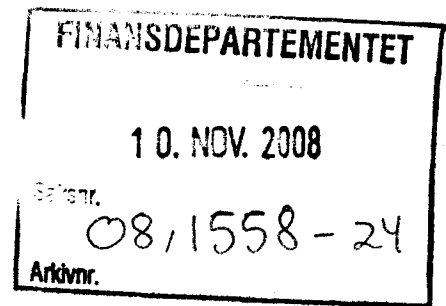


Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep.  
0030 Oslo



Deres ref:

Vår ref:  
#1751650/1

Saksansvarlig advokat:  
Peter Hammerich

Dato:  
Oslo, 7. november 2008

## HØRINGSUTTALELSE – FORSLAG TIL NY FORSKRIFT OM SPESIALFOND SOM FØLGE AV ENDRINGER I LOV 12. JUNI NR. 52 1981 OM VERDIPAPIRFOND MV. (REGLER OM SPESIALFOND)

### 1. Innledning

Vi viser til Finansdepartementets brev datert 24. september 2008 hvor det anmodes om merknader til Kredittilsynets forslag til ny forskrift om spesialfond som følge av endringene i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv (regler om spesialfond) (heretter benevnt "**Forslaget**").

I punkt 2 nedenfor angir vi kort bakgrunnen for vår høringsuttalelse. I punkt 3 angir vi enkelte generelle kommentarer til det foreslåtte spesialfond regimet i Norge. Våre hovedinnspill til Forslaget er fremsatt i punkt 4 mens punkt 5 i sin helhet er avsluttende bemerkninger.

For ordens skyld gjør vi oppmerksom på at denne høringsuttalelse også er sendt elektronisk til [postmottak@fin.dep.no](mailto:postmottak@fin.dep.no)

### 2. Nærmere om bakgrunnen for vår høringsuttalelse

Den 22. oktober 2008 avholdt advokatfirmaet Bugge, Arentz-Hansen & Rasmussen (heretter benevnt "**BA-HR**") et frokostmøte for inviterte klienter, kontakter og myndighetsrepresentanter, hvor Forslaget ble gjennomgått og debattert.

I denne forbindelse mottok vi en rekke innspill til Forslaget fra bransjen. Vi ønsker med denne høringsuttalelse å videreformidle disse innspill.

### 3. Generelle kommentarer til det norske spesialfond regimet

#### 3.1 Utgangspunktet

Utgangspunktet er at lovgiver og alle aktørene i bransjen ønsker et regime som for fremtiden gjør det attraktivt å velge Norge som jurisdiksjon for spesialfond.

Slik vi har kunnet observere er det i første rekke to grupper med potensielle aktører i dette markedet:

- (i) De som allerede har tradisjonelle verdipapirfond etablert i Norge og som ønsker å utvide sitt tjenestespekter med spesialfond, og
- (ii) Norske forvaltere som har etablert såkalte hedgefond i en typisk hedgefond jurisdiksjon i utlandet (Irland, Luxembourg etc.) og som vil vurdere Norge som jurisdiksjon når de skal etablere nye strukturer/fond.

De vedtatte endringene i lov av 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv (heretter benevnt "**Verdipapirfondloven**") for spesialfond inneholder en rekke forskriftshjemler. Innenfor det lovfastsatte regimet skulle det være tilstrekkelig fleksibilitet til å kunne etablere et hensiktsmessig regelverk - i hvert fall for aktørene nevnt i (i) ovenfor.

Forslaget er imidlertid begrenset i omfang, og det er lagt opp til at en rekke forhold først får sin løsning i praksis. Vi tror at dette vil ha en stor praktisk effekt – kanskje først og fremst ved at aktørene nevnt i (ii) ovenfor ikke vil ta sjansen på å velge Norge som jurisdiksjon for spesialfond. Det uttalte formålet med regelverket står derfor i fare for ikke å bli oppfylt.

For å kartlegge hvilke justeringer som må gjøres for å oppnå at Norge blir et attraktivt valg for gruppen nevnt i (ii) ovenfor tror vi man må sammenligne det foreslåtte spesialfond regimet med det som er alternativet for disse aktørene – nemlig de tradisjonelle hedgefond jurisdiksjonene (Irland, Cayman mv.). Når man gjør denne sammenligningen er det enkelte forhold som skiller seg ut negativt i Norges favør – og som bør vurderes nærmere. Vi mener dette særlig gjelder:

- (i) Manglende adgang for verdipapirforetak med konsesjon til å yte investeringstjenesten aktiv forvaltning etter lov av 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (heretter benevnt "**Verdipapirhandelloven**") til å forvalte spesialfond; og
- (ii) Manglende infrastruktur for spesialfond, herunder manglende fleksibilitet i forhold til å kunne velge utenlandske tjenesteytere med nødvendig erfaring, og

Vi vil i punkt 3.2 og 3.3 nedenfor knytte noen nærmere betraktninger til disse to forholdene.

### 3.2 Adgangen for verdipapirforetak til å forvalte spesialfond

I store deler av EØS-området kan verdipapirforetak med konsesjon til å yte investeringstjenesten "aktiv forvaltning" forvalte spesialfond. Dette er tilfellet i blant annet våre naboland Danmark og Sverige. Det samme gjelder Irland.

Norske verdipapirforetak med tillatelse til å drive aktiv forvaltning forvalter i dag betydelige beløp for spesialfond etablert i utlandet. Norske verdipapirforetak kan imidlertid slik regelverket er utformet per i dag ikke etablere spesialfondene de forvalter i Norge.

Vi mener at den erfaringen norske verdipapirforetak har opparbeidet gjennom sin forvaltning av spesialfond etablert i utlandet gjør at de står like nærme – om ikke nærmere - til å forvalte spesialfond som det norske fondsforvaltningsselskap gjør.

Å gi verdipapirforetak, med tillatelse til å drive aktiv forvaltning, adgang til å forvalte spesialfond vil heller ikke innebære noen svekkelse av investorvernet. Verdipapirforetak er underlagt strenge krav til sin virksomhet i Verdipapirhandelloven. Dette omfatter blant annet kapitalkrav, krav om at foretakets ledelse er egnet og har relevante kvalifikasjoner og erfaring, krav om betryggende rutiner for intern kontroll, krav om periodisk rapportering til Kredittilsynet, krav om utarbeiding av interne rutiner for blant annet å motvirke interessekonflikter, mv.

For at verdipapirforetak med konsesjon til å kunne yte investeringstjenesten aktiv forvaltning etter Verdipapirhandelloven skal kunne forvalte spesialfond er det nødvendig med en endring av Verdipapirfondloven. BA-HR forsøkte på vegne av enkelte bransjeaktører å påvirke prosessen i forbindelse med vedtakelsen av endringene i Verdipapirfondloven men ble ikke hørt. Vi vedlegger til orientering som Vedlegg 1 til dette brev vår henvendelse til Stortinget v/Finanskomiteen i sakens anledning.

Vi opprettholder på denne bakgrunn vår oppfordring om at en slik lovendring bør vurderes ved første anledning.

### 3.3 Infrastruktur for spesialfond

I tradisjonelle hedgefond jurisdiksjoner er infrastruktur for hedgefond en egen industri. Det er vanlig at det er et krav om at fondet må oppnevne en forvalter, administrator og custodian, mens det er valgfritt hvorvidt det skal oppnevnes en Prime Broker (men dette gjøres nesten uten unntak).

Utgangspunktet for fordelingen av oppgaver mellom administrator, custodian og forvalter er at forvalter i hovedsak kun skal forvalte, mens alle beregninger av verdier og honorarer skal skje hos en ekstern tjenesteyter (administrator). Dette for å sikre at ikke forvalter selv får for stor innflytelse over beregningene av eget honorar (og de verdier som utgjør grunnlaget for dette).

Norske spesialfond følger samme system som norske verdipapirfond og vil i utgangspunktet derfor kun ha et forvaltningsselskap og en depotmottaker. Innenfor dette systemet er det lagt opp til at det er forvaltningsselskapet som gjør første beregning av verdier og honorarer, mens depotmottakeren skal kontrollere beregningene.

Vi tror dette er en uhensiktsmessig regulering av følgende årsaker:

- (i) Forvalter bør forvalte og ikke ”administrere” eller ”kontrollere”. For utenlandske investorer vil et system hvor forvalter har slik innflytelse over beregningen av egne honorarer være uvant og i mange tilfeller tror vi det vil være uakseptabelt.
- (ii) Depotmottakere i det norske markedet har pt. ikke kapasitet/kompetanse til å utføre de angitte oppgaver. Det vil ta tid og ressurser å bygge opp dette.
- (iii) Det er uklart hvordan et tradisjonelt Prime Broker oppsett passer inn i det forslaget som foreligger, blant annet i forhold til grenser for eksponering og utlån.

Vi oppfordrer Finansdepartementet til å se nærmere på mulighetene for å åpne opp for at norske spesialfond kan benytte tjenesteytere (administrator, custodian, prime broker) etablert utenfor Norge, og hvorvidt dette kan inntas i forskriften for spesialfond.

## **4. Hovedinnspill til Forslaget**

### **4.1 Investeringsområdet for spesialfond – KS-andeler og indre selskapsandeler**

Kredittilsynet går i Forslaget ikke inn for å utvide spesialfonds investeringsområde utover de instrumenter som er definert som ”finansielle instrumenter” i Verdipapirhandelloven. Begrunnelsen er at en eventuell utvidelse vil fordre omfattende utredninger.

Spørsmålet om definisjonen av ”finansielle instrumenter” i Verdipapirhandelloven skal utvides til å omfatte også andre instrumenter, herunder KS-andeler og andeler i indre selskaper, er åpenbart et spørsmål som fordrer utredning. Vi mener imidlertid at det er mulig å utvide investeringsområdet for et spesialfond til å omfatte for eksempel indre selskapsandeler og KS-andeler, uten at man derved trenger å ta stilling til det mye mer omfattende spørsmålet om definisjonen av ”finansielle instrumenter” i Verdipapirhandelloven skal utvides.

En slik utvidelse av spesialfonds investeringsområde vil etter vår oppfatning være nødvendig, både ut i fra diversifiseringshensyn men også for å legge til rette for at norske spesialfond kan fremstå som et reelt alternativ til etablering i de mer tradisjonelle hedgefond jurisdiksjoner som Irland, Luxembourg og Cayman Islands.

Det er et åpenbart behov for at spesialfond kan investere i instrumenter som ikke er definert som ”finansielle instrumenter” i Verdipapirhandelloven – særlig gjelder dette

KS-andeler og indre selskapsandeler<sup>1</sup>. En rekke aktuelle investeringer kan være strukturert gjennom slike selskapsformer. Det gir liten mening at struktureringen skal være avgjørende for om et spesialfond skal kunne investere eller ikke så lenge den underliggende investering er innenfor investeringsområdet.

Vi vil derfor oppfordre Finansdepartementet til å innta i forskriften for spesialfond en adgang for slike til å investere i KS-andeler, indre selskapsandeler og liknende selskapsformer, under forutsetning av at de underliggende investeringene er "finansielle instrumenter" slik dette er definert i Verdpapirhandelloven.

#### 4.2 Investeringsområde – avklaring i forhold til fond-i-fond

Dersom spesialfonds investeringsområde ikke utvides som anmodet i punkt 4.1 ovenfor oppstår det en særlig problemstilling for fond-i-fond etablert som spesialfond.

I etablerte fondsjurisdiksjoner som Irland, Luxembourg og Cayman Islands kan "verdipapirfond" etableres som blant annet public/limited companies (aksjeselskaper), unit trusts (kontraktsbasert selskapsform) og limited partnerships (tilsvarende KS/indre selskap), alle med løpende tegning og innløsning, fullt innbetalte andeler, begrenset ansvar mv.

Spørsmålet blir om et spesialfonds adgang til å investere i verdipapirfondsandeler strukturert som et limited partnership begrenses av det ovenfor nevnte "forbudet" mot å investere i KS-andeler, indre selskapsandeler og liknende.

Dette er uklart i forhold til gjeldende rett. I Kredittilsynets høringsnotat til NOU 2006:3 (MiFID implementeringen) heter det:

*"Kredittilsynet er enig med utvalget i at begrepet verdipapirfondsandeler som anses som finansielle instrumenter ikke nødvendigvis må være regulert i verdipapirfondloven. Utenlandske ordninger og rettslige konstruksjoner kan være vanskelige å vurdere. Kredittilsynet er derfor enig med utvalget om at utgangspunktet bør være at konstruksjoner med kollektive investeringer i finansielle instrumenter og bankinnskudd skal defineres som et verdipapirfond, med mindre det omfattes av øvrige definisjoner under begrepet finansielt instrument."*

---

<sup>1</sup> KS-andeler og andeler i indre selskaper skiller seg klart fra tilsvarende andeler i andre selskaper som omfattes av lov om ansvarlige selskaper og kommandittselskaper av 21.juni 1985 nr. 83 (for eksempel ANS, DA) ved at ansvaret er begrenset (for kommandittister/stille deltakere) og således langt på vei er sidestilt med aksjer etter gjeldende rett. KS-andeler (kommandittistandeler) og andeler i KS-liknende selskaper (indre selskaper) bør uansett kunne innlemmes i investeringsområdet for spesialfond i påvente av en avklaring hva gjelder området av begrepet "finansielle instrumenter" i Verdpapirhandelloven.

Kredittilsynets uttalelse over står i denne sammenhengen i kontrast til uttalelser om at verdipapirfond ikke kan investere i KS-andeler og dets like. Dette er svært uheldig da limited partnership-modellen er en av hovedformene for etablering av hedgefond med videre i tradisjonelle hedgefond juridiksjoner, og et "forbud" vil innebære at en betydelig beskjæring av investeringsuniverset for fond-i-fond etablert som spesialfond.

På denne bakgrunn vil vi oppfordre Finansdepartementet til å avklare (eller instruere Kredittilsynet om å avklare) hvorvidt spesialfond vil være forhindret fra å investere i "verdipapirfond" etablert på basis av i KS/IS-liknende selskapsformer (limited partnerships).

#### 4.3 Relative plasseringsregler

Vi tillater oss også å peke på et tilgrensende forhold som vi mener er utilstrekkelig adressert i den nye spesialfondslovgivningen samt foreslåtte forskriftsendringer fra Kredittilsynet. Dette relaterer seg til de relative plasseringsreglene (reglene til diversifisering) i Verdipapirfondloven § 4-9 som vil bli videreført uten unntak også etter at spesialfondsreglene kommer på plass. Dette vil innebære at også spesialfond maksimalt vil kunne ta posisjoner som tilsvarer 10 % av aksjekapital/stemmer i én og samme utsteder, 10 % av obligasjoner eller 10 % av pengemarkedsinstrumentene fra én og samme utsteder (med begrensede unntak) og 25 % av andelene i ett og samme verdipapirfond. I lys av lovgivningen i andre etablerte fondsjuridiksjoner fremstår dette som høyst særnorske begrensninger, noe som åpenbart vil være et konkurransevridende parameter ved lokalisering av spesialfond. Vi mener også at begrensningene også ligger langt under det vi mener vil være forretningsmessig velfundert for et spesialfond. Vi minner her om at det er eksponeringen i forhold til NAV som bør være avgjørende, slik tilfellet også er i andre fondsjuridiksjoner. Vi er inneforstått med at spesialfond kan få unntak i det enkelte tilfelle (på samme måte som "nasjonale fond"), men mener at grensene i § 4-9 ligger så langt under hva som vil være nødvendig for et spesialfond at de må (opp)heves skal Norge fremstå som et reelt alternativ for å etablere spesialfond basert på internasjonalt, allment anerkjente og etterspurte strategier.

Avslutningsvis nevner vi at vi har identifisert ytterligere to problemområder innenfor dette komplekset; forbudet mot kausjons- eller garantiforpliktelser (utover fulltegningsgarantier) (Verdipapirfondloven § 4-11) samt eksponeringsgrensen på 5 % av NAV per mellommann/motpart ved utlån av verdipapirer (Verdipapirfondloven § 4-12). Særlig ser vi på eksponeringsgrensen som ualminnelig lav – og tilsvarende problematisk – i forhold til spesialfond.

Vi vil derfor anmode om at Finansdepartementet vurderer om det er rom for å gjøre unntak fra forannevnte begrensninger igjennom den nye forskriften for spesialfond.

## 4.4 Spesialfondets vedtekter

Forslaget legger opp til at et spesialfonds vedtekter skal inneholde fondets mest sentrale regulering (strategi, risikorammer og retningslinjer for hvordan fondets risiko skal styres). For å oppnå dette må vedtektene nødvendigvis inneholde mye prosa og detaljbeskrivelser.

Det er etter vår oppfatning et spørsmål om dette er hensiktsmessig. Vedtektene angir tradisjonelt de ytre rammene for hva som er tillatt. Forslaget innebærer et langt skritt bort fra dette. I de tradisjonelle hedgefond jurisdiksjonene er fondets virksomhet og sentrale reguleringer beskrevet i et prospekt. Vi tror at den type regulering det er snakk om her er lettere å skrive på en forståelig måte i et prospekt (man vil da ofte benytte et eget kapittel med definisjoner, man kan ha vedlegg etc.). Vi tror ikke slik tekst i vedtektene vil bli "tilgjengelig" for investor på samme måte. For potensielle utenlandske investorer i norske spesialfond vil også denne reguleringen kunne virke svært fremmed.

Vi foreslår på denne bakgrunn at det i forskrift om spesialfond åpnes opp for at vedtektene kan inneholde de ytre rammene, mens prospektet kan beskrive i detalj fondets virksomhet og sentrale reguleringer.

## 4.5 Markedsføring og salg av utenlandske spesialfond

Kredittilsynet har inntatt det standpunkt at ny bestemmelse i Verdipapirfondloven § 6-12 (a) konsumerer bestemmelsen i § 6-13 i relasjon til spesialfond, "*slik at kravet om tillatelse etter § 6-13 første ledd ikke får anvendelse såfremt det dreier seg om et utenlandsk spesialfond som tilsvarende norsk spesialfond*".

Kredittilsynets ovennevnte uttalelse er uklar. Verdipapirfondloven § 6-12 (a) sier i annet ledd at første ledd ikke gjelder ved salg til "investor som anses som profesjonell etter regler gitt i eller i medhold av § 10-14 i lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel". Det blir da et spørsmål om hva som gjelder for fond som utelukkende retter seg mot profesjonelle/institusjonelle investorer (enten uttrykkelig eller som følge av høy minstetegning).

Vi noterer at Finansdepartementet i sitt høringsbrev ikke uten videre følger Kredittilsynets tolkning på dette punkt. Dersom Finansdepartementet skulle velge å følge Kredittilsynets tolkning må uansett den ovennevnte uklarhet avklares.

Blant kravene som er oppstilt for at et utenlandsk verdipapirfond skal kunne markedsføres i Norge, er at verdipapirfondet og forvaltningen gir investor "beskyttelse minst på linje med den beskyttelse som ved investering i norsk verdipapirfond". I forhold til spesialfond vil denne vurderingen være spesielt krevende. I en vurdering av "benchmark" vil utfordringen bl.a. ligge i at Verdipapirfondlovens regime er fragmentarisk og delvis taus hva gjelder sentrale parametre hva gjelder spesialfond (for

eksempel grensene for opplåning og giring gjennom derivatbruk). Til dette kommer at Kredittilsynet i stor grad har foreslått ikke å utpensle/presisere rammene gjennom forskrifter. Videre har Kredittilsynet i stor grad en skjønnsmessig kompetanse når det gjelder å godkjenne et norsketablert spesialfond og kan videre dispensere/innvilge unntak samt stille vilkår for en slik godkjenning. Hvilken beskyttelse investor "har" ved investering i norsk spesialfond er derfor høyst uklart.

En tilsvarende usikkerhet finner vi igjen i vurderingskravet – "beskyttelse minst på linje med" – som er både et vagt og skjønnsmessig vilkår. Så vel "beskyttelse" som "på linje med" tiliser en helhetsvurdering, men hvordan en slik vurdering skal gjøres i et konkret tilfelle er ikke gitt. Konsekvensen er åpenbart manglende forutberegnelighet.

Dersom Kredittilsynets syn om egenvurdering legges til grunn tror vi praksis vil bli at store og seriøse aktører vil avstå fra markedsføring i Norge – enten fordi deres egne compliance-regler forhindrer det eller fordi de ikke er villige til å ta den betydelige risiko som vil ligge i en vurdering i lys av det uklare norske kravet om lik beskyttelse.

Følgelig fremstår det som viktig å ha et system som legger opp til en avklaring fra tilsynsmyndigheten, eller i alle fall at det er mulig å på frivillig basis søke en slik avklaring.

Selv om forutgående samtykke fra tilsynsmyndigheten blir resultatet mener vi at det er en betydelig risiko for at usikkerheten rundt innholdet i kravet om lik beskyttelse vil være begrensende for tilbudet av utenlandske fond på det norske markedet. Vi bemerker i denne forbindelse at Kredittilsynet selv forventer langt behandlingstid og at det i det enkelte tilfelle vil måtte gis omfattende og grundige redegjørelser for fondet og forvaltningen, mv. I lys av den manglende forutberegneligheten lovens krav innebærer tror vi at dette vil kunne avskrekke mange fra å igangsette en godkjennelsesprosess i Norge.

Vi vil derfor anmode om at Finansdepartementet tar initiativet til, enten gjennom forskriftsarbeid eller gjennom "bindende"/uttalte retningslinjer fra tilsynsmyndigheten, å etablere et "safe harbour"-regler som kan bidra til å klargjøre regimet og øke forutberegneligheten i forhold til de norske reglene om markedsføring av utenlandske spesialfond.

Dette kan da skje uten at tilsynsmyndighetens skjønn bindes opp i forhold til de spesialfond og strategier som ligger i ytterkant av hva som lovlig kan tillates markedsført i Norge, men vil samtidig bane vei for de mer "standard" fondsløsningene/strategiene som det åpenbart vil være ønskelig å ha godt representert i det norske markedet.

Som en siste kommentar i forhold til markedsføring av utenlandske spesialfond vil vi bemerke at lovens krav om at all informasjon som skal gis til investorer eller myndigheter i henhold til Verdipapirfondloven skal gis på norsk synes uhensiktsmessig



og unødvendig i forhold til fond som utelukkende retter seg mot institusjonelle/profesjonelle investorer. For det første tror vi kostnadsbyrden vil kunne begrense tilgangen til det norske markedet. For det annet vil dette regelmessig være kompliserte / sofistikerte produkter hvor det vil være krevende og/eller umulig å få viderebrakt innholdet på en meningsfull måte i norsk språkdrakt.

Vi vil derfor anmode Finansdepartementet om å vurdere å unnta utenlandske spesialfond om utelukkende retter seg mot institusjonelle/profesjonelle investorer fra kravet om oversettelse til norsk.

## 5. Avsluttende kommentarer

Vi håper med dette å ha gitt innspill til lov- og forskriftsprosessen som kan bidra til å etablere et velfungerende regime for norske spesialfond.

I denne forbindelse gjør vi for ordens skyld oppmerksom på at vi som et ytterligere innspill til prosessen vil forsøke å utarbeide et sett med "standardvedtekter" for et norsk spesialfond og oversende dette til Kredittilsynet innen utløpet av året. Formålet med dette er å kunne etablere en tidlig dialog med tilsynsmyndighetene som bidrar til at Norge blir valgt som jurisdiksjon når spesialfond skal etableres.

Vi står for øvrig til disposisjon dersom det er ønskelig med ytterligere dialog i denne forbindelse.

Med vennlig hilsen

BUGGE, ARENTZ-HANSEN & RASMUSSEN



Peter Hammerich

Partner

Saksansvarlig advokat: Peter Hammerich

Vedlegg

# NOTAT

17. april 2008

**Til:** Stortinget,  
v/Finanskomitéen

**Fra:** BUGGE, ARENTZ-HANSEN & RASMUSSEN  
v/Peter Hammerich, Advokat

## FORVALTNING AV SPESIALFOND

### 1 BAKGRUNN

Vi er kjent med Regjeringens forslag om å åpne for etablering og markedsføring av såkalte "spesialfond" etter den norske verdipapirfondloven.<sup>1</sup> Vi vil gjerne benytte anledningen til å ta opp en side ved lovforslaget som vi mener burde vurderes nærmere.

Verdipapirfond kan i dag forvaltes etter to regelsett eller, sagt på en annen måte, av to typer foretak:

1. Fondsforvaltningsselskap, som er regulert etter verdipapirfondloven, kan forvalte norske verdipapirfond. Slike selskap kan også få tillatelse til å yte investeringstjenesten "aktiv forvaltning" etter verdipapirhandelloven og dermed forvalte midler på vegne av enkeltinvestorer.<sup>2</sup>
2. Verdipapirforetak, som er regulert etter verdipapirhandelloven. Slike foretak, som har tillatelse til å yte investeringstjenesten aktiv forvaltning, kan forvalte midler på vegne av enkeltinvestorer, i tillegg til å forvalte verdipapirfond etablert i utlandet.

### 2 KORT OM LOVFORSLAGET

Lovforslaget går, kort sagt, ut på en utvidelse av anvendelsesområdet for verdipapirfondloven. Den foreslåtte utvidelsen vil, dersom den blir vedtatt, føre til at loven også

---

<sup>1</sup> Ot.prp.nr. 36 (2007-2008) Om lov om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv.

<sup>2</sup> Aktiv forvaltning av investorers portefølje av finansielle instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt, jf. lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel § 2-1 første ledd nr. 4 (heretter benevnt "verdipapirhandelloven").

vil omfatte såkalte spesialfond. Dette vil gjøre det mulig for norske fondsforvaltningsselskaper å opprette og forvalte spesialfond i Norge. I tillegg åpner det for markedsføring av utenlandske spesialfond i Norge (på visse vilkår).

En sentral målsetning med forslaget er å bidra til at norske myndigheter står bedre stilt til å føre tilsyn og kontroll med en stor og voksende del av finansmarkedet. Statsråden har også gitt uttrykk for forventninger om at norske aktører vil velge å forvalte spesialfond i Norge, og at disse forutsetningsvis etableres innenfor landets grenser.

### **3 VERDIPAPIRFORETAK OG SPESIALFOND**

Vi har registrert at forslaget ikke vil åpne for at verdipapirforetak skal kunne forvalte norske spesialfond.

I store deler av EØS-området kan verdipapirforetak forvalte spesialfond. Dette er tilfellet i blant annet våre naboland Danmark og Sverige. Det samme gjelder Irland.

Det at verdipapirfondloven i dag forbeholder forvaltning av verdipapirfond for fondsforvaltningsselskaper, må ses i sammenheng med at loven er utformet på bakgrunn av anbefalinger fra OECD som ble utarbeidet på begynnelsen av 1970-tallet. Finansmarkedene og reguleringen av dem har endret seg nokså radikalt siden den gang. Å gi verdipapirforetak adgang til å forvalte spesialfond er imidlertid i samsvar med anbefalingene, for så vidt de krever et det skilles mellom selve fondet og forvaltningen av det.

Vi vil anta at norske verdipapirforetak med tillatelse til å drive aktiv forvaltning i dag forvalter spesialfond etablert i utlandet i en størrelsesorden på minst 30 milliarder kroner, før eventuell lånefinansiering. Det vil si at norske verdipapirforetak har forvaltet og fremdeles forvalter spesialfond. Norske verdipapirforetak kan imidlertid ikke etablere spesialfondene de forvalter i Norge. Det aktuelle lovforslaget vil som nevnt ikke føre til noen endring på dette punkt.

Det kan hevdes at den erfaringen norske verdipapirforetak har opparbeidet gjennom sin forvaltning av spesialfond etablert i utlandet gjør at de står nærmere til å forvalte spesialfond enn det norske fondsforvaltningsselskap gjør, som ikke har drevet slik virksomhet tidligere.

Verdipapirforetak er som nevnt regulert etter verdipapirhandelloven. Denne loven gjennomfører EØS-forpliktelser som svarer til EUs verdipapirmarkedsdirektiv

(MiFiD)<sup>3</sup>, og innebærer at verdipapirforetak er underlagt betryggende og standardisert regulering innenfor hele EØS-området.

Å gi verdipapirforetak, med tillatelse til å drive aktiv forvaltning, adgang til å forvalte spesialfond vil derfor ikke innebære noen svekkelse av investorvernet. Verdipapirforetak er underlagt strenge krav til sin virksomhet i verdipapirhandelloven. Dette omfatter blant annet kapitalkrav, krav om at foretakets ledelse er egnet og har relevante kvalifikasjoner og erfaring, krav om betryggende rutiner for intern kontroll, krav om periodisk rapportering til Kredittilsynet, krav om utarbeiding av interne rutiner for blant annet å motvirke interessekonflikter, mv.

Dersom man åpner for at verdipapirforetak kan forvalte spesialfond etablert i Norge vil de også være underlagt verdipapirfondlovens krav på linje med fondsforvaltningsselskaper, i den grad verdipapirfondloven stiller andre og/eller strengere krav.

Et uttalt formål med den foreslåtte lovendringen er, jf. ovenfor, å bidra til at en stor og voksende del av finansmarkedet bringes under norsk regulering og tilsyn. Endringen som vi foreslår vil bidra til dette, ved at norske verdipapirforetak da vil kunne etablere spesialfond i Norge, i stedet for i utlandet.

#### **4 FORSLAG TIL ENDRING**

På bakgrunn av det ovennevnte har vi utformet følgende forslag til endring i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond:

§ 1-4 nytt annet ledd skal lyde:

*Spesialfond kan opprettes og forvaltes av forvaltningsselskap, eller verdipapirforetak med tillatelse til å yte investeringstjenesten aktiv forvaltning av investorers portefølje av finansielle instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt, jf. lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel § 9-1, jf. § 2-1 første ledd nr. 4. Første ledd siste punktum i bestemmelsen her gjelder tilsvarende.*

---

<sup>3</sup> Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/39/EF av 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter (verdipapirmarkedsdirektivet).

## 5 OPPSUMMERING

Vi mener at Regjeringens lovforslag som går ut på å åpne for spesialfond i Norge er et godt forslag. Formålet med lovforslaget vil imidlertid, etter vår vurdering, ikke bli fullt ut ivaretatt uten at det også åpnes for at verdipapirforetak med tillatelse til å yte aktiv forvaltning kan forvalte spesialfond etablert i Norge.

Dersom medlemmer av komitéen har spørsmål eller ønsker ytterligere opplysninger, vil vi gjerne møte til komitéens høring den 24. april 2008. Spørsmål kan også rettes direkte til undertegnede på [ph@bahr.no](mailto:ph@bahr.no) eller til Markus Heistad på [marhe@bahr.no](mailto:marhe@bahr.no).

Oslo, 17. april 2008  
for BUGGÉ, ARENTZ-HANSEN & RASMUSSEN

Peter Hammerich  
Advokat