

Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo

Deres ref.  
08/1558 FM GRY

Dato  
7. november 2008

## Høring – utkast til forskrift om spesialfond mv.

Vi viser til departementets høringsbrev datert 24. september vedrørende forslag til forskrift om spesialfond.

### Generelle kommentarer

Vi registrerer at Kredittilsynet foreløpig ikke har funnet det hensiktsmessig å utarbeide forslag til forskriftsbestemmelser i henhold til de mange hjemler som ble innført ved lovrevisjonen, og at tilsynet heller ikke anser dette nødvendig for at loven skal kunne tre i kraft. I stedet legger Kredittilsynet opp til at godkjenning av fondsvedtekter til spesialfond skal skje gjennom en individuell prosess der det er Kredittilsynets løpende skjønnsutøvelse som vil være avgjørende. Begrunnelsen som gis for dette er at spesialfond utgjør en uensartet gruppe kollektive investeringer, der investeringsstrategi og risiko vil kunne variere betydelig, og at det derfor framstår som hensiktsmessig å vinne erfaringer før det eventuelt utarbeides generelle bestemmelser knyttet til spesialfond.

Verdipapirfondenes forening har i utgangspunktet forståelse for de vurderinger som Kredittilsynet her gjør, men helst ville nok bransjen sett at det ble etablert klarere retningslinjer som man kunne forholde seg til. Når det meste nå foreslås overlatt til Kredittilsynets løpende skjønnsutøvelse, er det særlig langs to dimensjoner at det melder seg bekymringer:

- For det første hvordan hensynet til forutberegnelighet og likebehandling blir håndtert i en situasjon hvor selskapene i prinsippet forsøker å treffe en bevegelig blink.
- Dernest gjelder det saksbehandlingstiden. Både fondsbransjens egne erfaringer (som tilsier at selv enkle saker kan ta svært langt tid å få behandlet), samt Kredittilsynets uttalelser i høringsnotatet om at det ikke utelukker "at saksbehandlingen vil kunne ta noe tid", gir grunn til å frykte at godkjennelsesprosessen vil kunne bli svært tidkrevende.

Vi vil derfor anmode om at det blir gjennomført nødvendige tiltak for å sikre at saksbehandlingstiden ikke blir urimelig lang (verken for spesialfond eller ordinære verdipapirfond). I den forbindelse bør det vurderes hvor dypt Kredittilsynet skal pløye i sin saksbehandling. I mange sammenhenger vil vi anta at det må kunne anses som tilstrekkelig at Kredittilsynet sjekker av at all nødvendig informasjon er gitt. I særlig grad gjelder dette i forbindelse med godkjenning av spesialfond som er rettet inn mot profesjonelle kunder. Etter hva vi har forstått, er det en slik tilnærming som svenske Finansinspektionen legger til grunn i sin praksis.

Norsk fondsbransje har ventet i relativt mange år på å kunne få anledning til å forvalte og markedsføre spesialfond. Som nevnt over hadde vi helst sett at det gjennom forskrifter ble etablert klare retningslinjer for denne virksomheten, men vi innser at dette i praksis ikke er mulig å få til nå.

Vi finner dermed å kunne støtte Kredittilsynets forslag om at det skal vinnes erfaringer før mer detaljerte retningslinjer eventuelt utarbeides. Forutsetningen for vår støtte, er imidlertid at det legges til rette en fleksibel og dynamisk regelverksutvikling på området slik at den praksis som nå skal utvikle seg kommer inn på et godt spor. Det er dessuten viktig at Kredittilsynet kanalisere tilstrekkelig ressurser til dette arbeidet slik at godkjennelsesprosessen kan gjennomføres relativt raskt.

### **Markedsføring av utenlandske spesialfond**

I høringsbrevet viser Finansdepartementet til at Kredittilsynet reiser spørsmål ved hvorvidt ny § 6-12a kan forstås slik at det er det enkelte foretak som har ansvaret for å ta stilling til om et utenlandsk spesialfond tilsvarer norsk spesialfond og at § 6-13 dermed ikke gjelder.

Vårt utgangspunkt er at § 6-13 bør gjelde for utenlandske spesialfond, og vi antar i likhet med departementet at så også er tilfelle. Dersom rettstilstanden på området likevel anses som usikker, er det etter vårt syn derfor viktig at dette eventuelt klargjøres gjennom en lovendring.

I den forbindelse viser vi til at det er flere gode grunner som taler for at det nettopp er Kredittilsynet som bør avgjøre hvorvidt et utenlandsk spesialfond kvalifiserer som spesialfond etter norsk rett. Som Kredittilsynet selv skriver i høringsnotatet, er spesialfond så uensartede at det er vanskelig å gi generelle regler i forskrift. Distributører av utenlandske spesialfond vil derfor utsette seg for risiko både i forhold til investorer, tilsynsmyndigheter og generell renommérisiko, dersom denne vurderingen overlates til dem. Et regime der distributørene selv har ansvaret for å foreta vurderingen av det enkelte spesialfond opp mot lovens bestemmelser, vil eventuelt kunne innføres etter noen år når praksis har blitt etablert og kommunisert.

### **Spesialfonds investeringsområde**

Kredittilsynet skriver at det ikke utelukker at en generell utvidelse av investeringsområdet for spesialfond til å gjelde andre formuesobjekter enn finansielle instrumenter kan være positivt, men mener dette krever grundigere vurderinger. Når det gjelder KS-andeler viser Kredittilsynet til at det i tilknytning til høringen om implementeringen av MiFID anbefalte videre utredninger av rettsvirkningene før slike instrumenter inkluderes i verdipapirhandellovens definisjon av finansielle instrumenter. Vi forstår dermed

Kredittilsynet dit hen at en eventuell adgang for spesialfond (og ordinære verdipapirfond) til å investere i KS-andeler bør avvente denne prosessen (som vi har forstått er satt i gang).

Etter vår vurdering bør Kredittilsynet innenfor de rammer som loven setter ha størst mulig grad av fleksibilitet når det gjelder muligheten til å kunne godkjenne vedtekter for spesialfond. Dette er særlig viktig i en situasjon hvor retningslinjene skal utvikles i tråd med de erfaringer som vinnes. Dersom andeler i for eksempel kommandittselskaper og indre selskaper i utgangspunktet utelukkes fra investeringsuniverset, slik at norske spesialfond ikke gis adgang til å investere i slike instrumenter, vil det trolig også begrense utenlandske spesialfonds muligheter til å få markedsføringstillatelse. Dessuten vil dette begrense norske spesialfonds muligheter til å etablere fond i fond-strukturer, jf. at det i dag er mange utenlandske hedgefond og andre investeringselskaper som er organisert som "limited partnership", og hvor andeler i slike partnerskap sannsynligvis vil likestilles med KS/IS-andeler.

Vi er inneforstått med at investeringer i KS/IS-andeler reiser utfordringer i forhold til de likviditetskrav som også gjelder for spesialfond. Vi viser imidlertid til at spesialfond etter loven har adgang til å begrense innløsningsretten til kun å gjelde én gang i året. Dermed vil det heller ikke foreligge samme behov for et spesialfond for at de underliggende investeringene skal være like likvide som for et ordinært verdipapirfond. Det kan også være et potensielt problem at det kan medføre plikt til å tilføre ytterligere kapital til et kommandittselskap. Slike forhold må det imidlertid være rimelig å legge til grunn at et spesialfond vil være i stand til å vurdere selv. Eventuelle feilvurderinger vil for andelseierne uansett ikke medføre noe ansvar utover innskutt kapital.

Vi vil på denne bakgrunn tilrå at det allerede nå bør fastsettes en forskrift som gir spesialfond adgang til å kunne investere også i KS/IS-andeler.

### **Varigheten av et investeringsråd**

I høringsnotatet legger Kredittilsynet i punkt 6,1 opp til en relativt streng forståelse når det gjelder "holdbarhetsdatoen" for de investeringsråd som gis. Blant annet uttales følgende:

*"Kredittilsynet legger for øvrig til grunn at rådet kun dekker den transaksjonen som er omfattet av rådet. Rådet vil derfor ikke kunne benyttes som grunnlag for ytterligere plasseringer i spesialfondet eller i spesialfond generelt. En investor som bare plasserer halve beløpet som er anbefalt, kan heller ikke benytte investeringsrådet som grunnlag for å plassere det resterende beløpet i samme fond f eks seks måneder senere."*

Generelt sett har vi ingen innvendinger til en så vidt streng forståelse, men vi legger til grunn at uttalelsen ikke gjelder for de tilfeller investeringsrådet innebærer inngåelse av en jevnlig spareavtale, for eksempel månedlig, i et spesialfond.

### **Forenklet prospekt**

Kredittilsynet uttaler i punkt 10 at det ikke kan se at det er hjemmel i verdipapirfondloven § 7-2 for å fastsette unntak fra kravet om forenklet prospekt for spesialfond. Vi har i og for seg

ingen merknader til dette, men vi stusser litt over at Kredittilsynet ikke nevner at forskriftsbestemmelsene knyttet til forenklet prospekt aldri har trådt i kraft.

Slik vi har forstått departementet, har tankegangen vært å avvente regelverksutviklingen innenfor EU før bestemmelsene om forenklet prospekt gjøres gjeldende. I den forbindelse viser vi til utkastet fra EU-kommisjonen til det såkalte UCITS IV-direktivet, hvor krav om forenklet prospekt nå foreslås erstattet med et dokument kalt Key Investor Information.

### **Periodisk rapportering**

Vi registrerer noe overraskende at Kredittilsynet i punkt 12 foreslår at forskriftsreglene knyttet til verdipapirfonds periodiske rapportering også skal gjelde for spesialfond som selges til investorer som ikke anses profesjonelle. Dette forslaget er etter vår vurdering direkte i strid med forutsetningene som er lagt til grunn i lovproposisjonen og som en samlet finanskomité har sluttet seg til. Vi viser i den forbindelse til følgende uttalelser i avsnitt 15.4 i proposisjonen:

*"Kredittilsynet foreslår at lovreglene om verdipapirfonds periodiske rapportering skal få tilsvarende anvendelse for verdipapirfond<sup>1</sup>, men foreslår at de mer detaljerte forskriftsreglene ikke skal gjelde. Ingen høringsinstanser har merknader på dette punktet. Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag."*

Etter vår vurdering kan det således ikke herske noen tvil om at forskriften om periodisk rapportering (som for øvrig aldri har trådt i kraft) ikke gjelder for spesialfond.

### **Forvaltningsgodtgjørelse**

Vi er også overrasket over at Kredittilsynet synes å legge til grunn at første gangs tegningsbeløp i et spesialfond må være på minst fem millioner kroner for å kunne få godkjent vedtekter som gir adgang til asymmetrisk forvaltningsgodtgjørelse, jf. omtalen i avsnitt 13 i høringsnotatet. Dette mener vi er i strid med de forutsetninger som er lagt til grunn i lovforarbeidene og som en samlet finanskomité har sluttet seg til. Vi viser til departementets uttalelse i avsnitt 17.4 i lovproposisjonen:

*"Et trekk som skiller spesialfond fra alminnelige verdipapirfond, er at godtgjørelse fra andelseier i liten grad er regulert, jf. ovenfor i kapittel 3. Etter departementets vurdering bør spesialfond med konsesjon etter verdipapirfond loven stå relativt fritt til å utforme den nærmere struktur for forvaltningsgodtgjørelse, herunder om det skal kunne gis rabatter mv. på individuelt grunnlag. Det vises i den sammenheng til den sentrale rolle rådgiveren vil ha i distribusjonen av spesialfond, jf. ovenfor i kapittel 6."*

I kapittel 3 gir departementet følgende omtale av godtgjørelser i spesialfond:

*"Avgiftsstrukturen som hedgefond benytter kan også reise en særlig form for risiko. Det er vanlig at hedgefondforvaltere tar en avgift knyttet til verdiutviklingen i fondet (i*

---

<sup>1</sup> Trykkfeil i proposisjonen. For at setningen skal gi mening, må det være *spesialfond* det skulle stått og ikke *verdipapirfond*.

*tillegg til en fast avgift). Dette gir forvalteren incentiv til å oppnå gode resultater. Ulempen med slike avgifter er at forvalteren kan gis incentiv til å ta urimelig høy risiko. Forvalter (og andelseierne) vil få en gevinst om det går bra, mens det bare er andelseierne som taper penger dersom strategien ikke lykkes.”*

Lovgiver har således vurdert eventuelle negative konsekvenser av avkastningsbasert godtgjørelse, og tatt hensyn til dette i vurderingen av om det overhodet bør åpnes for spesialfond i Norge. Det er nettopp investeringsrådgiverens oppgave å vurdere hvorvidt en asymmetrisk forvaltningsgodtgjørelse gjør produktet uegnet for en investor. Det vil derfor etter vår vurdering være direkte i strid med lovforarbeidene dersom Kredittilsynet i sin skjønnsutøvelse legger til grunn at minste tegningsbeløp må være minimum 5 millioner kroner for at det skal kunne gis adgang til asymmetrisk forvaltningsgodtgjørelse i et spesialfond. Vi mener derfor at departementet bør sørge for at denne forståelsen blir lagt til grunn for Kredittilsynets skjønnsutøvelse.

Kredittilsynet legger videre til grunn at forskrift om differensiert forvaltningsgodtgjørelse ikke skal få anvendelse for spesialfond. Dette er helt i tråd med forutsetningene i lovproposisjonen, og vi har ingen merknader til dette. Vi legger imidlertid til grunn at dette betyr at et spesialfond vil ha anledning til å etablere ulike andelsklasser.

## **Likviditet**

I høringsnotatet (punkt 15) viser Kredittilsynet at det i tilknytning til implementering av det såkalte gjennomføringsdirektivet (som var på høring for kort tid siden), er foreslått at verdipapirfondloven § 4-5 første ledd endres slik at det eksplisitt fremgår at et verdipapirfond bare kan investere i likvide finansielle instrumenter. Siden spesialfond er unntatt fra verdipapirfondlovens spesifikke krav knyttet til likvid plassering (§ 4-6), vil innholdet i det generelle likviditetskravet framstå som uklart, og kan medføre begrensninger som ikke var tiltenkt da lovbestemmelsene om spesialfond ble vedtatt i vår. Det bør derfor etter vår vurdering gjøres unntak for spesialfond når det gjelder den foreslåtte endringen i § 4-5. Denne vurderingen forsterkes ytterligere dersom vårt forslag om å gi spesialfond adgang til å investere i KS/IS-andeler følges opp av departementet.

Vi viser for øvrig til at foreningen i forbindelse med høringen om gjennomføringsdirektivet, tilrådte (i tråd med CESRs vurderinger) at et verdipapirfond både må kunne kjøpe og selge kredittderivater. Dette er en vurdering som selvsagt også gjelder for spesialfond (kanskje i enda større grad).

## **Depotmottaker**

Departementet har i lovproposisjonen lagt til grunn at *”tydeliggjøring og ansvarliggjøring av depotmottakers rolle er en viktig forutsetning for å åpne opp for etablering av spesialfond etter verdipapirfondloven”*. I den forbindelse ble det innført en ny lovbestemmelse (§ 5-4) som pålegger depotmottakere for spesialfond å kontrollere forvaltningsselskapets beregning av forvaltningsgodtgjørelse.

Fra depotmottakers ståsted er det helt klart ønskelig at det så langt som mulig etableres klare retningslinjer som kan legges til grunn for utøvelsen av de ulike depotmottakeroppgavene.

Det representerer derfor en særlig utfordring for depotmottakere at det ikke fastsettes noen forskriftsbestemmelser i henhold til de mange hjemler som ble innført ved lovrevisjonen.

I denne situasjonen vil det være fordelaktig dersom det legges opp til en praksis som innebærer at avtalen mellom depotmottaker og forvaltningsselskap først endelig inngås etter at Kredittilsynet har godkjent vedtektene til det aktuelle spesialfondet. På denne måten vil depotmottakeren kunne basere seg på den gjennomgangen og vurderingen som Kredittilsynet har foretatt når det gjelder forvaltningsselskapets kompetanse, systemer, risikoovervåking mv. Depotmottakeren vil dermed kunne skaffe seg oversikt over hvilke risikoer og plikter som er involvert, før den foretar en endelig beslutning om å påta seg depotmottakeroppdraget.

## Utlån

Kredittilsynet foreslår ingen endringer i forskriften som regulerer verdipapirfonds utlån av finansielle instrumenter. I lovproposisjonen (side 63) viser departementet til at det har bedt om innspill fra relevante næringsorganisasjoner på dette punktet, og at det vil vurdere forskriftsendringer i lys av slike innspill. I den forbindelse viser vi til at vi i samarbeid med FNH er i ferd med å ferdigstille et innspill som vi håper å kunne oversende departementet i løpet av relativt kort tid.

Med vennlig hilsen  
Verdipapirfondenes forening



Lasse Ruud  
Adm. direktør