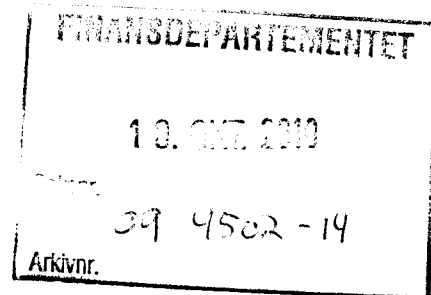




Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo



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

Deres ref: 09/4502 Vår ref: #99995v1/th  
AG/KrR

Saksbehandler: Trude Hafslund  
th@advokatforeningen.no  
T +47 22 03 50 61

28.09.2010

## Høringsuttalelse - Forslag til ny verdipapirfondlov og forskrift

### 1. INNLEDNING

Vi viser til departementets høringsbrev av 30. juni 2010 vedrørende ovennevnte høring.

Det er en prioritert oppgave for Advokatforeningen å drive rettspolitisk arbeid gjennom høringsuttalelser. Advokatforeningen har derfor en rekke lovutvalg inndelt etter fagområder. I våre lovutvalg sitter advokater med særskilte kunnskaper innenfor det aktuelle fagfelt og hvert lovutvalg består av advokater med ulik erfaringsbakgrunn og kompetanse innenfor fagområdet. Arbeidet i lovutvalgene er frivillig og ulønnet.

Advokatforeningen ser det som sin oppgave å være en uavhengig høringsinstans med fokus på rettssikkerhet og på kvaliteten av den foreslåtte lovgivningen.

I saker som angår advokaters rammevilkår vil imidlertid regelendringen også bli vurdert opp mot advokatbransjens interesser. Det vil i disse tilfellene bli opplyst at vi uttaler oss som en berørt bransjeorganisasjon og ikke som et uavhengig ekspertorgan. Årsaken til at vi sonderer mellom disse rollene er at vi ønsker å opprettholde og videreutvikle den troverdighet Advokatforeningen har som et uavhengig og upolitisk ekspertorgan i lovgivningsprosessen.

I den foreliggende sak uttaler Advokatforeningen seg som ekspertorgan. Saken er forelagt lovutvalget for børs- og verdipapirhandelrett. Lovutvalget består av Susanne Munch Thore (leder), Anders Arnkværn, Lars Knem Christie og Tone Merete Østensen.

### ADVOKATFORENINGEN AVGIR FØLGENDE HØRINGSUTTALELSE:

### 2. BAKGRUNN

Finansdepartementet har ved brev av 30. juni 2010 sendt forslag til ny verdipapirfondlov og forslag til konsolidering av forskriftsregelverket for verdipapirfond på høring. Forslaget er utarbeidet av en arbeidsgruppe nedsatt av Kredittilsynet (nå Finanstilsynet). Bakgrunnen for

departementets mandat til arbeidsgruppen er et nytt EU direktiv om verdipapirfond (Direktiv 2009/65/EF UCITS IV) med gjennomføringsfrist 1. juli 2011.

Advokatforeningens høringsinnspill adresserer Finansdepartementets særskilt anmerkede punkter i departements brev av 30. juni d.å, i den rekkefølge som angitt i punkt 3 og 4. Innledningsvis fremkommer imidlertid enkelte generelle synspunkter.

### **3. KOMMENTARER TIL DE ENKELTE FORSLAGENE**

#### **3.1 Innledende bemerkninger**

Advokatforeningen vil innledningsvis bemerke at det er sentralt å klargjøre grensesnittet for hvilke typer av "fond" som er obligatorisk regulert av loven. I den grad andre typer selskapskonstruksjoner skal kunne omfattes av loven etter særskilt søknad og dispensasjon, må dette tydeliggjøres.

Advokatforeningen mener således at definisjonen av "verdipapirfond" kan klargjøres ytterligere ved at det inntas en presisering om andelseiernes rett til løpende innløsning og således tydeliggjøre at forslagene om lukkede fond og fond rettet mot en begrenset krets vil være unntak fra lovens definisjon av verdipapirfond.

Den norske legaldefinisjonen av et verdipapirfond samsvarer på sentrale punkter med virkeområdet for UCITS-direktivets definisjon av "UCITS" (direktiv 2009/65/EF artikkel 1 nr 2b, jf også definisjonen av "investeringsforetak" i direktiv 85/611 EØF artikkel 1 nr 2). En sammenligning av verdipapirfondloven og direktivet viser imidlertid at deler av direktivets definisjon er utelatt fra den norske bestemmelsen. Dette gjelder blant annet kravet til andelseiers innløsningsrett. Avviket mellom definisjonen i verdipapirfondloven og UCITS-direktivet reiser slik sett et spørsmål om krav til andelseiers innløsningsrett kan innfortolkes i formuleringen "utstedelse av andeler", og av den grunn utgjøre et vilkår for lovens anvendelsesområde. Finanstilsynet kan tillate å begrense innløsningsretten til en tidsperiode, men har gitt uttrykk for at det ikke er hjemmel til å gi fullstendig dispensasjon fra innløsningsvilkåret, jf og § 6-9 siste ledd. Uten innløsningsrett for andelseierne, vil investeringsforetaket i utgangspunktet ikke være et verdipapirfond etter gjeldende rett.

Advokatforeningen foreslår derfor at begrepet "verdipapirfond" formuleres på følgende måte:

*"§1-2*

*Med verdipapirfond (fond) menes selvstendig formuesmasse oppstått ved kapitalinnskudd fra en ubestemt krets av personer mot utstedelse av andeler i fondet [med en løpende rett til innløsning], og som for det vesentlige består av finansielle instrumenter og/eller bankinnskudd."*

Hva gjelder adgangen til å dispensere fra dette kravet, slik at s.k. lukkede fond kan omfattes av loven etter særskilt søknad og dispensasjon, vises det til punkt 3.7 og 3.8 under.

Begrepet "verdipapirfond" reiser også særlige spørsmål i forhold til utenlandske fondskonstruksjoner, jf nærmere omtale i punkt 3.4 nedenfor.

### **3.2 Andelseiermøte- og vedtektsendringer**

Etter gjeldende rett vil vedtektsendringer kun være gyldige dersom flertallet av styremedlemmene som er valgt av andelseierne stemmer for. Endringer må godkjennes av Finanstilsynet. Godkjenning kan kun gis dersom ”endringen antas å være i andelseiernes interesse”. EØS-retten oppstiller ikke krav til prosedyren for vedtektsendringer.

Arbeidsgruppen foreslår endrede regler for godkjenning av vedtektsendringer. Advokatforeningen er enig i en prosedyre for vedtektsendringer som foreslått og som (i relasjon til andelseiermøte-tilslutning) er harmonisert mest mulig med de foreslåtte reglene for fusjon. Advokatforeningen er videre enig i at de foreslåtte regler gir andelseierne bedre direkte innflytelse over beslutningene, og at regler om gebyrfri innløsning i tilfelle av vedtektsendring, på linje med reglene for fusjon, vil ivareta andelseiernes interesser.

Advokatforeningen vil peke på retten til gebyrfri innløsning ved vedtektsendringer tilsier at det bør være materielle vedtektsendringer som bør gi slik rett, noe som understøtter arbeidsgruppens forslag i kapittel 11 om at mindre materielle bestemmelser ikke skal behøves inntatt i vedtektene. Advokatforeningen er videre enig i at Finanstilsynets prøving ikke lenger bør omfatte hvorvidt endringen antas å være i andelseiernes interesser men begrenses til kontroll av om prosessuelle krav er oppfylt, og deler arbeidsgruppens syn på dette.

Kravet til 75% tilslutning fra representerte andeler på andelseiermøte (uten oppmøtekrav) må sees opp mot forslaget om tilsvarende samtykkekrav fra andelseiere i andelseiermøte i forbindelse med fusjon. Det foreslåtte samtykkekravet fra andelseiermøtet er nytt. I henhold til direktivet kan det ikke oppstilles strengere krav enn 75% andelseiertilslutning, og det kan ikke stilles oppmøtekrav strengere enn oppmøtekravene i nasjonal aksjelovgivning. For øvrig er Advokatforeningen enig i at det slik reglene er foreslått ikke kan, og heller ikke bør, oppstilles møtekrav for vedtak om vedtektsendring.

### **3.3 Vedtektsendringer og prospekt**

Arbeidsgruppen foreslår at enkelte opplysninger som i dag kreves inntatt i vedtekter, i stedet kan fremgå av prospektet alene. Bakgrunnen for dette er at gjeldende regler for innholds krav til vedtektene ikke har vært revidert i tråd med tilpasningen til EØS-regelverket. Sentrale elementer så som investeringsmandat, forvaltningsgodtgjørelse og kostnader som belastes fondet, regler for rett til tegning og innløsning, tegnings- og innløsningsgebyrer og regler for utdeling av midler, skal fortsatt fremgå av vedtektene. Motsetningsvis foreslås det at for eksempel depotmottakers navn, prosedyrer for innløsning, retningslinjer for offentliggjøring av prospekt mv kan inntas i prospekt uten å inntas i vedtekter. De elementer som etter forslaget ikke kreves inntatt i vedtekter, vil dermed kunne være gjenstand for en enklere endringsprosedyre enn den som gjelder for vedtektsendringer, noe som er i tråd med gjeldende EØS-regelverk.

Advokatforeningen er enig i avgrensningen, herunder at regler som uansett følger av bakgrunnsretten, eller regler som må oppfattes av mer prosessuell enn materiell art ikke behøver inntas i vedtektene. Dette vil også være hensiktsmessig i lys av den foreslåtte prosedyre for endring av vedtekter som er foreslått av arbeidsutvalget, jf pkt 3.2 over.

### **3.4 Markedsføring i Norge av utenlandske verdipapirfond som ikke er UCITS fond.**

#### *3.4.1 Generelt*

Arbeidsgruppen foreslår ikke konkrete endringer i gjeldende verdipapirfondlov § 6-13 (foreslås videreført i utkastet § 11-4), men det bes om ”høringsinstansenes syn på i hvilken grad reglene om markedsføring av utenlandske verdipapirfond i Norge bør endres”.

Advokatforeningen mener at gjeldende bestemmelser om markedsføring av utenlandske fond (som ikke er UCITS) bør endres, og vil foreslå konkrete lovendringer på dette punkt, jf nærmere nedenfor.

#### *3.4.2 Definisjonen av ”utenlandsk verdipapirfond”*

Et første spørsmål som ofte kommer på spissen ved markedsføring av utenlandske fondskonstruksjoner inn i Norge, er hvorvidt man står overfor et utenlandsk ”verdipapirfond” eller ikke. Markedsføringsrestriksjonene i vpfl. § 6-13 gjelder bare slike utenlandske ”verdipapirfond”.

Salg av aksjer utstedt av utenlandske selskaper kan markedsføres inn i Norge uten noen form for forhåndsgodkjennelse, og vil kun være underlagt reglene i verdipapirhandelloven om prospektplikt (med tilhørende unntak) og konsesjonsplikt ved ytelse av eventuelle investeringstjenester. Dreier det seg om utenlandske konstruksjoner som kan likestilles med KS/ANS-strukturer (som pr i dag ikke er definert som finansielle instrumenter), kan andelene trolig selges inn i Norge uten prospekt eller krav til eventuelle tjenesteytere. Kategoriseringen av utenlandske fondskonstruksjoner er således av stor praktisk betydning, men det kan være meget utfordrende å klassifisere fondskonstruksjoner fra fremmede jurisdiksjoner. Ofte benyttes selskapsformer som er fremmed for norsk rett, og det må således gjøres en konkret vurdering av de sentrale egenskapene ved konstruksjonen. Det er et åpenbart behov for veiledning fra myndighetene om disse forholdene.

Legaldefinisjonen av verdipapirfond i vpfl. § 1-2 gir liten veiledning i disse tilfellene, siden en rekke sentrale egenskaper ved verdipapirfond ikke fremgår av definisjonen. Det antas at følgende kriterier kan være relevante ved den nærmere vurderingen av om man har å gjøre med et ”verdipapirfond”:

- i. investors løpende innløsningsrett (løpende innløsning taler for ”fond”),
- ii. fondets investeringsmandat (investering i annet enn finansielle instrumenter taler i mot ”fond”),
- iii. hvorvidt fondet er underlagt prospektreglene i andre EØS-stater (prospektplikt taler mot ”fond”),
- iv. investors ansvar utover innskutt kapital (slikt ansvar taler imot ”fond”),
- v. tilsyn med fondet i hjemstat (tilsyn kan isolert sett tilsi at det er et fond).

Selv om departementet skulle være enig i at løpende innløsningsrett bør fremgå av definisjonen av et verdipapirfond (se punkt 3.1), vil det fortsatt være praktisk utfordrende å fastslå om en utenlandsk fondskonstruksjon er et ”verdipapirfond” eller ikke. Etter Advokatforeningens syn er

det lite tilfredsstillende at slike grunnleggende spørsmål ikke er søkt løst i den nye loven. Samtidig erkjennes at det kan være utfordrende å angi de nærmere kriterier i lovtekst. Advokatforeningen vil derfor oppfordre til at Finanstilsynet utarbeider et rundskriv som kan klargjøre innholdet i begrepet "utenlandske verdipapirfond". Det antas at ovennevnte kriterier kan danne et utgangspunkt for en slik konkretisering og klargjøring, og Advokatforeningen bistår gjerne med praktiske innspill ved utformingen av et eventuelt rundskriv.

#### *3.4.3 EØS-rettslige problemstillinger knyttet til gjeldende rett og arbeidsgruppens argumentasjon*

Ved sin vurdering av om reglene om markedsføring bør endres, synes arbeidsgruppen å ta utgangspunkt i "det markedsmessige behovet for at utenlandske verdipapirfond gis adgang til å markedsføre seg i Norge". Det uttales i den sammenheng at et slikt "eventuelt behov", i første rekke er knyttet til institusjonelle og andre profesjonelle kunder.

Advokatforeningen er ikke enig i en slik tilnærming, og vil anføre at både gjeldende rett og arbeidsgruppens argumentasjon er utfordrende i forhold til Norges forpliktelser etter EØS-avtalen.

Når det gjelder relevante EØS-regler, synes arbeidsgruppen å legge til grunn at Norges forpliktelser etter EØS-avtalen tilsier at "norsk regelverk [må] åpne for markedsføring av samme type utenlandske fond fra andre EØS-land, som norske fond". Advokatforeningen vil minne om at EØS-avtalen i utgangspunktet ikke bare pålegger norske myndigheter et diskrimineringsforbud, men også et restriksjonsforbud. Det kan med tyngde anføres at vpfl. § 6-13 slik den praktiseres i dag innebærer en restriksjon på de frie kapitalbevegelser i strid med EØS-avtalen artikkel 40. Slike restriksjoner kan bare opprettholdes dersom (i) de er nødvendige på grunnlag av tvingende allmenne hensyn (investorbeskyttelse er relevant, markedets behov er det ikke), (ii) at restriksjonen ikke går lenger enn det som er nødvendig og (iii) at de hensyn som søkes ivaretatt ikke er ivaretatt i fondets hjemstat. Etter Advokatforeningens syn kan det reises spørsmål ved om vpfl. § 6-13 i sin nåværende form oppfyller disse kriteriene, særlig fordi bestemmelsen er tolket slik at det kreves at fondets regler om organisering, drift og forvaltningsmandat tilsvarer reguleringen av norske fond. Det skjer med andre ord ingen konkret vurdering av om hensynet til investorbeskyttelse tilsier restriksjoner på markedsføringen eller ikke. I avsnitt 3.4.4 nedenfor foreslås justeringer i bestemmelsen som søker å hensynta dette, men i den grad bestemmelsen opprettholdes, anmodes departementet å klargjøre sin holding til disse spørsmålene.

Under enhver omstendighet bør det slås fast i lovens forarbeider at markedets "behov" for utenlandske verdipapirfond, ikke anses som relevant ved vurderingen av om bestemmelsen skal videreføres. Det følger av fast rettspraksis fra EF-domstolen at en slik "behovsprøving" på vegne av markedet ikke kan legitimere restriksjoner på de grunnleggende friheter nedfelt i traktaten.

#### *3.4.4 Kravet om "beskyttelse minst på linje med" beskyttelse ved investering i norsk verdipapirfond*

Det kan neppe være tvil om at det er behov for visse restriksjoner på markedsføring av utenlandske fond som ikke er UCITS-fond inn i Norge. Etter Advokatforeningens syn går imidlertid dagens krav om "beskyttelse minst på linje med" norske fond for langt. For det første vil fond som reelt sett innebærer en lavere risiko enn norske fond kunne utelukkes under henvisning til at de er organisert på en noe annen måte enn norske fond. For det andre vil utenlandske fond som kan benytte visse investeringsteknikker som i prinsippet går lenger enn

norske fond kan bruke (for eksempel bruk av derivater) kunne utelukkes, selv om det enkelte fond benytter de aktuelle strategier på en måte som ikke øker fondets risikoprofil. Det underliggende problemet med dagens regulering er således ikke at man søker å ivareta investorbeskyttelse, men at man bruker reguleringen av norske fond som målestokk for å ivareta dette hensynet. Det er denne sammenligningstesten som er særlig problematisk i forhold til EØS-reglene (jf ovenfor), og som i tillegg kan gi utilsiktede utslag i praksis. I praksis er det heller ikke mulig å foreta en klar vurdering av hva som er en "tilsvarende beskyttelse" ettersom det er uklart hva som ligger i dette og hvilke bestemmelser mv i norsk rett man skal vurdere om også foreligger for et utenlandsk fond. Praksis vil derfor kunne bli mer restriktiv enn det kanskje var lagt opp til i forbindelse med utarbeidelsen av bestemmelsen.

En særlig problemstilling er hvilke konsekvenser de nye reglene om spesialfond vil få for markedsføringen av utenlandske fond inn i Norge, siden man med de nye reglene på vesentlige punkter har endret målestokken for hva som ligger i "tilsvarende beskyttelse". Dersom gjeldende praktisering av vpfl.§ 6-13 opprettholdes, kan utenlandske "hedgefond" med relativt lav risiko utelukkes fra det norske markedet, fordi det er underlagt andre regler om for eksempel organisering og drift enn norske spesialfond, selv om den utenlandske modellen ikke nødvendigvis er mer risikofylt enn den norske. De nye reglene om spesialfond kan derfor ytterligere tydeliggjøre svakhetene ved gjeldende regulering.

Alt i alt tilsier disse forholdene at man ved vurderingen av om utenlandske verdipapirfond (som ikke er UCITS) kan markedsføres i Norge, fokuserer på om hensynet til norske investorer gis "betryggende beskyttelse". Dette vil gi anvisning på et bredere skjønnsstema enn gjeldende regler, samtidig som man tar hensyn til investor. Videre vil forholdet til EØS-forpliktelsene være mindre utfordrende ved en slik løsning, siden den gir anvisning på en mer konkret og fleksibel vurdering enn dagens ordning. I lys av ovennevnte foreslås følgende justeringer i lovforslaget § 11-4 første ledd nr. 4:

*verdipapirfondet og forvaltningen av det oppfyller de krav som gjelder for å drive virksomheten i hjemlandet og at disse kravene gir investorer i Norge **betryggende beskyttelse**.*

### **3.5 Andelsklasser**

Høringsnotatet behandler i pkt. 13 spørsmålet om hvorvidt det bør gis en forskriftshjemmel for utfyllende regler om andelsklasser. Flertallet går inn for en slik løsning. Flertallet bygger sin vurdering på hensynet til norskregistrerte verdipapirfonds konkurransevne. Andelsklasser er tillatt innenfor UCITS, og det tilbys allerede en lang rekke fond i Norge med slike andelsklasser. UCITS 4 vil ytterligere kunne øke konkurransen fra utenlandskregistrerte fond.

Det nærmere regelverk forutsettes fastsatt i forskrift. I forberedelsen av slik forskrift vil argumenter for og imot andelsklasser måtte utredes nærmere og gjøres til gjenstand for høring.

Flertallet peker dessuten på at det næringspolitisk er uheldig å begrense forvaltningsbransjens utviklingsmuligheter uten at det kan begrunnes nærmere, ikke minst i lys av at norske andelseiere allerede møter andelsklasser i utenlandske fond som markedsføres i Norge.

Mindretallet går imot en forskriftshjemmel. Begrunnelsen synes å være at arbeidsgruppen ikke selv har hatt mulighet til å vurdere de nærmere konsekvenser av å åpne for andelsklasser, samt at

det først bør vinnes erfaring med om reglene om differensiering av honorar før det vurderes å åpne for andelsklasser.

Advokatforeningen støtter flertallets forslag. Advokatforeningen mener at et forbud krever en begrunnelse, og spesielt der det foreligger identifiserte hensyn som taler for at det ikke bør gis et forbud. Flertallet har selv pekt på at det allerede eksisterer fond i Norge som tilbyr andelsklasser. Advokatforeningen vil vise til at det etter UCITS 4 vil være adgang for norske forvaltningsselskap å både opprette og forvalte verdipapirfond som er etablert i jurisdiksjoner som tillater andelsklasser. Det er dermed intet som tilsier at et fortsatt forbud mot andelsklasser vil ha noen annen effekt enn at de aktuelle fondene må etableres utenfor Norge. Advokatforeningen mener en slik løsning vil kunne svekke fremtidig etablering av norske verdipapirfond.

Advokatforeningen peker på at en eventuell utsettelse av fastsettelsen av en forskriftshjemmel vil kunne virke konkurransevridende. En manglende hjemmel vil kunne medføre at regelverket ikke følger med utviklingen av bransjen, og dermed virke som en selvstendig faktor i retning av utenlandsetableringer av fond – som eventuelt deretter vil kunne tilbys overfor norske investorer. Advokatforeningen støtter Konkurransetilsynets høringsuttalelse på dette punkt.

### **3.6 Utlån av finansielle instrumenter**

Arbeidsgruppens flertall foreslår at forvaltningsselskapers adgang til å låne ut finansielle instrumenter gjennom/med et enkelt verdipapirforetak økes fra 5 til 20 prosent av fondets eiendeler. Arbeidsgruppens mindretall foreslår at grensen økes til 10 prosent. Begrunnelsen for mindretallets forslag er at det ikke er tilstrekkelig utredet hvilke rettigheter verdipapirfondet har som utlåner ved eventuell konkurs i verdipapirforetaket som formidler lånet.

Nåværende regulering med maksimalt 5 prosent utlån når et verdipapirforetak er formell motpart, har i praksis medført en begrenset utlånsvirksomhet. Gjeldende regulering har derfor ikke i tilstrekkelig grad sikret verdipapirfondene anledning til kostnadseffektiv og rasjonell utlånsvirksomhet.

Verdipapirforetakene har en plikt til å påse at det stilles betryggende sikkerhet for utlånet i forholdet mellom verdipapirforetaket og innlåner, men verdipapirforetaket stiller normalt ikke tilsvarende sikkerhet overfor opprinnelig utlåner (verdipapirfondet). Advokatforeningen antar at sikkerheten vil holdes adskilt fra verdipapirforetakets egne midler, slik at risikoen for at et beslag etter norsk rett vil omfatte sikkerhetene dersom verdipapirforetaket går konkurs normalt vil være begrenset. Risikoen for at et verdipapirfond påføres et tap i en slik situasjon er sannsynligvis mindre enn risikoen for tap dersom verdipapirfondet har plassert innskudd i en kredittinstitusjon (som også er verdipapirforetak) ettersom innskuddene inngår som en del av bankenes funding. Et verdipapirfond kan plassere inntil 20 prosent av sine midler som innskudd i en enkelt kredittinstitusjon. Advokatforeningen mener det ovenstående taler for at grensen for utlån kan økes fra 5 til 20 prosent i tråd med flertallets oppfatning.

### 3.7 Adgang til å lukke et verdipapirfond

Høringsnotatet behandler i pkt. 17.2.5 lukking av verdipapirfond. Med "lukkede" verdipapirfond menes verdipapirfond som lukkes både for tegning etter en initiell tegningsperiode, og som i tillegg er lukket for innløsning, enten helt frem til avvikling av verdipapirfondet, eller i vedtektsfestede intervaller (delvis lukkede fond).

Dagens verdipapirfondlov åpner for at tegnings- og innløsningsadgangen kan begrenses i fondets vedtekter, jf dagens vpfl. § 6-7 og § 6-9. Det er ikke angitt noe krav til at fondet skal være åpent for innløsning innenfor gitte intervaller. For spesialfond er det imidlertid maksimal lukkeperiode for innløsning angitt til maksimalt 12 måneder, jf dagens vpfl. § 6-9 a). Finanstilsynet har så langt i et konkret vedtak lagt til grunn at denne begrensningen gjelder generelt for alle lukkede verdipapirfond, ikke bare for spesialfond.

Som omtalt innledningsvis mener Advokatforeningen at det vil være klargjørende å tydeliggjøre at den type verdipapirfond som omfattes av loven på obligatorisk basis vil være fond med løpende innløsningsrett. I den grad fond uten slik løpende innløsningsrett skal kunne omfattes av lovens bestemmelser, må det videre tydeliggjøres at dette vil være basert på dispensasjon basert på frivillig søknad fra forvalter fordi fondet ønsker å underlegges et regelverk det ellers ikke vil være underlagt.

I flertallets høringsutkast til §10-1 legges det til grunn at dagens lovttekst vedrørende lukkede fond videreføres. Problemstillingen er i hvilken grad praksis skal omfatte dispensasjoner for fond uten løpende innløsningsrett og med maksimal lukningsperiode utover 12 måneder. Flertallets forslag, som på dette punkt viderefører gjeldende lovttekst, innebærer at det foreligger en hjemmel hvorefter det vil være opp til forvaltningspraksis å etablere i hvilken grad lukkede fond skal godkjennes som nasjonale fond, basert på dispensasjon. Advokatforeningen ser at det kan argumenteres for at de hensyn som gjør seg gjeldende for spesialfond ikke nødvendigvis har samme vekt i et annet nasjonalt fond. I tråd med høringsutkastet kommenteres ikke regler om spesialfond som sådan her. (For ordens skyld bemerkes det likevel at slik teksten er foreslått utformet, vil betegnelsen "lukket" ha ulik mening for nasjonale fond og spesialfond, jf flertallets forslag i §10-1 og forslaget i §10-2).

Advokatforeningen antar oppsummeringsvis at forslaget til § 10-1, i likhet med dagens § 6-9, prinsipielt ikke er til hinder for en tolkning som gir hjemmel for å åpne for helt lukkede fond, basert på søknad men avhengig av fremtidig dispensasjonspraksis. Det må fremgå klart at dette vil være basert på en frivillig ordning etter søknad og dispensasjon. Videre må det også fremgå tydelig av lovens struktur og fremtidig praksis at en dispensasjonspraksis basert på søknader ikke skal påvirke det prinsipielle system hvorefter strukturer (utenlandske så vel som norske) som ikke oppfyller hovedkennetegnene for verdipapirfond regulert av loven, herunder innløsningskriteriet, ikke krever godkjenning og ikke vil være underlagt loven. Det vises også til punkt 3.1 over.

I tråd med det ovenstående kan følgende endring i § 10-1 femte. ledd (etter flertallets forslag) være klargjørende – endringsforslaget er markert:

*Verdipapirfond som har samtykke til å utstede andeler i en begrenset tidsperiode skal betegnes som verdipapirfond med begrenset eller lukket inngang. Verdipapirfond som har samtykke til å innløse andeler i en begrenset tidsperiode skal betegnes som verdipapirfond med begrenset*



*utgang. Verdipapirfond som **etter samtykke** ikke har innløsningsrett **i fondets løpetid** skal benevnes som fond med lukket utgang. Verdipapirfond som har samtykke til begge begrensninger skal i fondets vedtekter og prospekt betegnes som lukket verdipapirfond. I prospektet skal det redegjøres særskilt for ordningen med begrenset tegnings- og/eller innløsningsperiode. Det skal opplyses om tegnings- og/eller innløsningsperioden, hva som er formålet med ordningen og hva ordningen innebærer for andelseierne.*

### **3.8 Begrenset krets av innskytere**

Arbeidsgruppens flertall foreslår at det skal åpnes for at det kan etableres verdipapirfond (nasjonale fond) der andeler i fondet kan tegnes av en "bestemt krets". Mindretallet mener at man ikke bør gjøre unntak fra lovens utgangspunkt om at verdipapirfond består av kapital fra en "ubestemt krets" av personer. Bakgrunnen for mindretallets standpunkt er blant annet at uttrykket "ubestemt krets" avgrenser verdipapirfondlovens virkeområde mot andre måter å organisere investeringsvirksomhet på.

Advokatforeningen mener det er hensiktsmessig å åpne for at det kan etableres verdipapirfond (nasjonale fond) der andeler i fondet kan tegnes av en "bestemt krets". Det vil kunne være behov for å ha en organisasjonsstruktur som verdipapirfond også i de tilfeller man henvender seg til en "bestemt krets". På denne måten kan fondets investeringsprofil i større grad tilpasses investors profil. Verdipapirfondsproduktet er et gjennomregulert produkt. Etter Advokatforeningens syn er det således positivt at flere kollektive investeringer organiseres som et verdipapirfond. Etter det Advokatforeningen erfarer begrenses kretsen av fondets andelseiere i dag ved at minimumstegning settes høyt, slik at det i praksis bare er enkelte investorer som har anledning til å delta. Advokatforeningen mener det derfor også er hensiktsmessig å klargjøre at dagens praktisering er i samsvar med loven.

Advokatforeningen påpeker imidlertid at lovendringen ikke bør forhindre øvrige måter å organisere investeringsvirksomhet på, herunder eksempelvis gjennom aksjespareklubber. Advokatforeningen er i denne sammenheng enig i forslaget om å fastholde begrepet "ubestemt krets" i den opprinnelige definisjonen av verdipapirfond, jf. utkastet til ny verdipapirfondlov § 1-2, og at adgangen til å etablere verdipapirfond med "bestemt krets" fremgår av separat lovhjemmel, jf. utkastet til ny verdipapirfondlov § 10-1. På denne måten tydeliggjøres at innføringen av "bestemt krets" ikke er ment å omfatte øvrige måter å organisere investeringsvirksomhet på, som for eksempel aksjespareklubber. Advokatforeningen mener at denne forskjellen på "bestemt krets" som faller henholdsvis innenfor og utenfor verdipapirfondloven, bør nærmere kommenteres i lovens forarbeider.

Vennlig hilsen



Merete Smith  
generalsekretær