

HØRINGSNOTAT OM SPECIALFOND

FORSLAG TIL ENDRINGER I

LOV 12. JUNI 1981 NR. 52 OM VERDIPAPIRFOND MV.

FORSKRIFT 28. JULI 1994 NR. 750
OM PROSPEKT FOR VERDIPAPIRFOND

FORSKRIFT 28. MAI 1999 NR. 654
OM ÅRSREGNSKAP M.M. FOR VERDIPAPIRFOND

FORSKRIFT 8. JULI 2002 NR. 799
OM MARKEDSFØRING AV UTENLANDSKE VERDIPAPIRFOND

FORSKRIFT 8. JULI 2002 NR. 800
OM VERDIPAPIRFONDS HANDEL MED DERIVATER

FORSKRIFT 6. JANUAR 2003 NR. 10
OM DIFFERENSIERING AV FORVALTNINGSGODTGJØRELSEN
FOR VERDIPAPIRFONDSANDELER

FORSKRIFT 13. AUGUST 2003 NR. 1045
OM FORVALTNINGSSLESKAPERS PERIODISKE
RAPPORTERING

KREDITTILSYNET

18. NOVEMBER 2004

Innhold

1	INNLEDNING	7
1.1	Mandat.....	7
1.1.1	Drøfting av mandatet.....	7
1.2	Om det skal kunne tilbys norske fondsprodukter med høy risiko, til hvem og i hvilke aktiva.....	8
1.2.1	«Hedgefond» og destabilisering.....	8
1.2.2	Konkurransesituasjonen for norske tilbydere av fondsprodukter.....	9
1.2.3	Økt offentlig og privat sparing.....	9
1.2.4	Ulike fondsprodukter under verdipapirfondloven.....	10
1.2.5	Innføring av spesialfond.....	10
1.2.6	Innføring av investorskiller.....	10
1.2.7	Anvendelsesområdet.....	11
2	FONDSPRODUKTER SOM KAN INNEBÆRE HØY RISIKO	13
2.1	Innledning.....	13
2.2	«Hedgefond».....	13
2.2.1	Fra Penger og Kreditte.....	14
2.2.2	Betenkning til Europaparlamentet.....	19
2.2.3	Svensk proposisjon om investeringsfonder.....	21
2.3	«Private equity».....	21
2.3.1	Rapport fra Nærings- og handelsdepartementet.....	21
3	GJELDENE RETT OM VERDIPAPIRFOND OG ANDRE KOLLEKTIVE INVESTERINGER	24
3.1	Innledning.....	24
3.2	Verdipapirfondloven.....	24
3.2.1	Sentrale plasseringsregler.....	24
3.2.2	Verdipapirfond og verdipapirfondsforvaltning.....	25
3.2.3	Tredelt funksjonsinndeling.....	25
3.2.4	UCITS-direktivet.....	26
3.3	Kollektive investeringer i ulike selskapsformer.....	27
3.3.1	Ulike selskapsformer.....	27
3.3.2	Hovedprinsipper for aksjeselskap.....	27
3.4	Enkelte gråsonespørsmål. Rettspraksis og forvaltningspraksis.....	28
3.4.1	Investeringsaksjeselskap. Opp- og nedskrivninger og B-aksjonærer.....	28
3.4.2	Innretning for en bestemt krets.....	28
3.4.3	Særskilt om plasseringer i annet enn finansielle instrumenter.....	29
3.5	Konklusjon vedrørende behov for kollektive plasseringer regulert av verdipapirfondloven.....	30
4	SKATTLEGGING	31
4.1	Andelseiere og verdipapirfond.....	31
4.2	Aksjeselskaper og aksjonærer.....	32

5	REGULERING I ENKELTE ANDRE LAND OG I EU.....	33
5.1	EU.....	33
5.1.1	Rapport fra Europaparlamentet.....	33
5.1.2	Oversikt fra Europaparlamentet om enkelte andre lands regulering.....	33
5.2	Sverige.....	34
5.2.1	Lov om investeringsfond.....	34
5.2.2	Plasseringsregler for verdipapirfond.....	34
5.2.3	Regulering av spesialfond.....	35
5.2.4	Informasjonskrav, rapportering og innsyn.....	36
5.2.5	Skattlegging av investeringsfond og andelseiere.....	36
5.3	Danmark.....	37
5.3.1	Fondstyper.....	37
5.3.1.1	Særskilt om andre kollektive investeringsordninger.....	37
5.3.2	Organisering.....	38
5.3.3	Plasseringsregler.....	38
5.3.4	Godtgjørelse.....	39
5.3.5	Returprovisjon.....	39
5.3.6	Forslag om regulering av hedgeforeninger.....	39
5.4	Irland.....	41
5.4.1	Fondstyper.....	41
5.4.1.1	Fond som tilbys allmennheten.....	42
5.4.1.2	Fond som tilbys profesjonelle investorer.....	42
5.4.1.3	Fond som tilbys kvalifiserte investorer.....	43
5.4.2	Vedtekter og prospekter.....	43
5.4.3	Lukkede fond (closed ended) – i egentlig forstand.....	44
5.4.4	Organisering.....	44
5.4.4.1	«Investment manager» og «investment advisor».....	44
5.4.4.2	«Fund administrator».....	44
5.4.4.3	Verdiberegning, beregning av andelsverdi og informasjon.....	44
5.4.4.4	«Depositary» (depotmottaker).....	45
5.4.5	«Prime Broker».....	45
5.4.6	Fond i flere-fond og fond i ett-fond.....	46
5.5	USA.....	46
6	PROFESJONELL INVESTOR.....	47
6.1	Regler i norsk rett.....	47
6.2	Directive on markets in financial instruments (MiFID).....	47
6.3	Norske investorer og direktivets kategorier.....	49
6.3.1	Kategori 1: foretak i finansmarkedet og under tilsyn.....	49
6.3.2	Kategori 2: store private og offentlige foretak.....	49
6.3.3	Kategori 3: offentlig virksomhet.....	50
6.3.4	Kategori 4: andre institusjonelle investorer.....	51
6.3.5	Kategori 5: andre som på forespørsel kan behandles som profesjonelle.....	52
6.3.5.1	Privatpersoner vurdert i forhold til finansformue.....	52
6.3.5.2	Privatpersoner vurdert i forhold til antall transaksjoner.....	53
6.3.5.3	Privatpersoner vurdert i forhold til stilling.....	53
6.3.5.4	Andre enn privatpersoner.....	53
6.4	Definisjon av profesjonell investor - utgangspunkt.....	53
6.5	Alternative definisjoner av profesjonell investor.....	55
6.6	Forslag til definisjon av profesjonell investor.....	55

7	FORSLAG TIL ENDRING AV VERDIPAPIRFONDLOVEN	56
7.1	Innledning	56
7.2	Definisjoner	56
7.2.1	Definisjoner, vpfl. § 1-2	56
7.2.1.1	Spesialfond	56
7.2.1.2	Venturefond	56
7.3	Plasseringsregler	56
7.3.1	Investeringsområde, vpfl. § 4-5	56
7.3.1.1	Gjeldende rett	56
7.3.1.2	Valutasikring	57
7.3.1.3	Fondsandeler	57
7.3.1.4	Pengemarkedsinstrumenter	58
7.3.2	Risikospredning, vpfl. § 4-8	58
7.3.2.1	Gjeldende rett	58
7.3.2.2	Generelt	58
7.3.2.3	Spesielt om bankinnskudd	59
7.3.3	Opptak av lån for regning av et verdipapirfond, vpfl. § 4-11	59
7.3.3.1	Gjeldende rett	59
7.3.3.2	Shortsalg	59
7.3.3.3	Lån og pantsettelse	59
7.3.3.4	Kausjons- og garantiforpliktelse	60
7.4	Risiko	60
7.4.1	Risiko i «hedgefond»	60
7.4.2	Risiko i «private equity»-fond	61
7.4.3	VaR-modeller og andre risikomodeller	61
7.4.4	Stresstester	62
7.4.5	Konklusjon	63
7.5	Lukking av fond	64
7.5.1	Utstedelse og innløsning av andeler, vpfl. §§ 6-7 og 6-9	64
7.5.1.1	Gjeldende rett	64
7.5.1.2	Generelt om lukket inngang og lukket utgang	64
7.5.1.3	Spesielt om lukket inngang	64
7.5.1.4	Spesielt om lukket utgang	64
7.5.1.5	Konklusjon	65
7.6	Likviditet	65
7.6.1	Krav til likvid plassering av verdipapirfondets midler, vpfl. § 4-6	65
7.6.1.1	Gjeldende rett	65
7.6.1.2	Vurdering og konklusjon	66
7.7	Verdiberegning og kunngjøring av andelsverdier	67
7.7.1	Lik rett i fondet – andelsverdien, vpfl. § 6-1 annet ledd	67
7.7.1.1	Gjeldende rett	67
7.7.1.2	Vurdering verdiberegning	67
7.7.1.3	Kunngjøring	70
7.7.1.4	Konklusjon verdiberegning	70
7.8	Bruk av betegnelsen spesialfond	71
7.8.1	Rett til å bruke betegnelsen verdipapirfond, vpfl. § 3-2	71
7.9	Maksimalgrenser for plasseringer i ett selskap/en utsteder	71
7.9.1	Risikoberegning, vpfl. § 4-9	71
7.10	Depotmottaker	72
7.10.1	Depotmottaker, vpfl. §§ 5-1, 5-2 og 5-3	72
7.10.1.1	Gjeldende rett	72
7.10.1.2	Generelt om oppgaver og ansvar	73
7.10.1.3	Oppbevaring av finansielle instrumenter, herunder utkontraktering	73

7.10.1.4.	Oppbevaring av bankinnskudd, herunder utkontraktering	74
7.10.1.5	Kontroll av forvaltningsselskapets disposisjoner	75
7.10.1.6	«Prime broker» og «administrator»	75
7.10.1.7	Drøfting og konklusjoner	76
7.11	Markedsføring og salg	77
7.11.1	Salg i Norge og salg fra utlandet, vpfl. §§ 6-11, 6-12, 6-13, 6-14 og 6-15	77
7.11.1.1	Gjeldende rett	77
7.11.1.2	Markedsføring av utenlandske fond og utenlandske fond for profesjonelle på andre vilkår enn norske spesialfond	79
7.11.1.3	Krav til markedsføringen, herunder markedsføringsforskriften	80
7.11.1.4	Ikke-diskriminering mellom salgskanaler	81
7.11.1.5	Profesjonsansvar ved salg av spesialfond	83
8	ENDRING AV FORSKRIFTER	86
8.1	Forskrift 8. juli 2002 nr. 800 om verdipapirfonds handel med derivater (derivatforskriften)	86
8.2	Forskrift 6. januar 2003 nr. 10 om differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen for verdipapirfondsandeler	89
8.3	Forskrift 8. juli 2002 nr. 799 om markedsføring av utenlandske verdipapirfond (markedsføringsforskriften)	91
9	INFORMASJON	93
9.1	Gjeldende informasjonskrav og forslag til endring i informasjonskravene for spesialfond	93
9.1.1	Verdipapirfondets vedtekter	94
9.1.1.1	Informasjon om at det er et spesialfond	94
9.1.1.2	Informasjon om investeringsmandatet og retningslinjer for plassering	95
9.1.1.3	Informasjon om verdiberegning	96
9.1.1.4	Informasjon om at bare profesjonelle investorer kan tegne andeler	96
9.1.1.5	Informasjon i vedtektene om lukking	96
9.1.1.6	Rapportering til andelseierne av brudd	97
9.1.1.7	Opplysningskrav for fond med særskilt plasseringsstrategi og lukkede fond mv.	97
9.1.2	Kunngjøring av andelsverdi	98
9.1.3	Årsregnskap, årsberetning og delårsrapporter	98
9.1.3.1	Forskrift om årsregnskap for verdipapirfond	98
9.1.3.2	Årsregnskap, årsberetning og delårsrapporter for spesialfond	99
9.1.4	Fullstendig og forenklet prospekt	99
9.1.4.1	Forskrift om prospekt for verdipapirfond	100
9.1.4.1.1	Forslag til endringer prospektforskriften	100
9.1.5	Forskrift om forvaltningsselskaps periodiske rapportering	101
9.1.5.1	Forslag til endring i forskrift om periodisk rapportering	101
9.1.6	Løpende rapportering til Kredittilsynet	101
9.1.6.1	Informasjon i kvartalsoppgaven for spesialfond	102
10	KOMMENTARER TIL ENKELTE BESTEMMELSER SOM IKKE FORESLÅS ENDRET	104
10.1	Verdipapirfondloven	104
10.1.1	Kapittel 2. Organisering av verdipapirfondsforvaltning	104
10.1.2	Kapittel 3. Verdipapirfond	110
10.1.2.1	Stadfestelse av vedtekter	110
10.1.2.2	Godkjenning av endringer i vedtekter	110
10.1.3	Kapittel 4. Verdipapirfondsforvaltning	111
10.1.4	Kapittel 8. Erstatning, tilsyn og straffebestemmelser	114

11	ØKONOMISKE OG ADMINISTRATIVE KONSEKVENSER	116
11.1	Generelt.....	116
11.2	Konsekvenser for private.....	116
11.3	Konsekvenser for det offentlige.....	116
12	FORSLAG TIL LOV OM ENDRINGER I LOV 12. JUNI 1981 NR. 52 OM VERDIPAPIRFOND MV.....	118
13	KREDITILSYNETS FORSLAG TIL FORSKRIFTEENDRINGER.....	122
13.1	Forskrift om endring av forskrift av 8. juli 2002 nr. 800 om verdipapirfonds handel med derivater	122
13.2	Forskrift om endring av forskrift av 8. juli 2002 nr. 799 om markedsføring av utenlandske verdipapirfond.....	123
13.3	Forskrift om endring av forskrift av 6. januar 2003 nr. 10 om differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen for verdipapirfondsandeler.....	124
13.4	Forskrift om endring av forskrift av 28. juli 1994 nr. 750 om prospekt for verdipapirfond.....	124
13.5	Forskrift om endring av forskrift av 13. august 2003 nr. 1045 om forvaltningsselskapers periodiske rapportering	125
13.6	Forskrift om endring av forskrift av 28. mai 1999 nr. 654 om årsregnskap m.m. for verdipapirfond...	125

1 INNLEDNING

1.1 Mandat

Finansdepartementet ga i brev datert 25. september 2003 Kredittilsynet følgende oppdrag:

Etter lov om verdipapirfond med tilhørende forskrifter er det kun i begrenset grad relevant hvorvidt investor i et verdipapirfond kan anses som en profesjonell investor eller ikke. Dette innebærer at de fleste regler som skal sikre investorbeskyttelse ikke sonderer mellom profesjonelle investorer og andre investorer.

Etter departementets syn bør det vurderes om norske fond på generelt grunnlag fortsatt bør være avskåret fra å tilby enkelte produkter som kan innebære en høy risiko. Det må kunne antas at profesjonelle investorer selv vil kunne foreta informerte investeringsvalg, forutsatt at de mottar god og relevant informasjon om de aktuelle fondene. Kredittilsynet bes derfor vurdere om og eventuelt hvordan det bør innføres reguleringsmessige skiller mellom profesjonelle investorer og andre investorer. Kredittilsynet bør i denne forbindelse gå gjennom lov- og forskriftsyverk med sikte på å identifisere de områder det kan være aktuelt å innføre et slikt skille, og foreslå utfyllende regler om informasjonskrav mv. der hvor en i tilfelle, på bakgrunn av en slik vurdering, vil tillate hedgefond (for profesjonelle investorer). Det bør også særskilt vurderes ulike alternativer mht. hvordan en bør foreta skillet mellom profesjonelle investorer og andre investorer. Kredittilsynet bes også vurdere behovet for og eventuelt utarbeide utkast til forskrift om dekket shortsalg, jf. verdipapirfondloven § 4-11.

Videre bes Kredittilsynet vurdere et tilsvarende skille (mellom profesjonelle investorer og andre investorer) i regelverket om markedsføring av utenlandske fond i Norge, herunder en vurdering av om og i tilfelle på hvilke vilkår utenlandske fond som retter seg mot profesjonelle investorer bør kunne markedsføres inn i Norge selv om de ikke oppfyller de mulige krav som måtte bli stilt til "profesjonelle fond" etter norske regler (jf. ovenfor). En slik mulig løsning forutsetter i tilfelle særlig strenge krav til god og relevant informasjon til de profesjonelle investorene.

De løsningene Kredittilsynet eventuelt foreslår, bør tilstrebe konkurransenøytralitet mellom ulike salgskanaler for verdipapirfond.

Kredittilsynet bes i tilknytning til disse vurderingene, også gjøre rede for regelverkssituasjonen i enkelte andre EØS-land.

Det bes om at ovennevnte vurderinger oversendes departementet, og – avhengig av konklusjonen – eventuelt i form av et høringsnotat som vil kunne sendes på alminnelig høring.

1.1.1 Drøfting av mandatet

Finansdepartementet ber Kredittilsynet vurdere «om norske fond på generelt grunnlag fortsatt bør være avskåret fra å tilby enkelte produkter som kan innebære en høy risiko» og «om og eventuelt hvordan det bør innføres reguleringsmessige skiller mellom profesjonelle investorer og andre investorer». Departementet antar at profesjonelle investorer selv vil kunne foreta informerte investeringsvalg, forutsatt at de mottar god og relevant informasjon om de aktuelle fondene.

Spørsmålene om og til hvem og i hvilke aktiva er avgjørende for resten av arbeidet og blir avklart i punkt 1.2. Hvordan slike skiller bør innføres er drøftet i kapittel 6.

Det er nødvendig å gå nærmere inn på hva «produkter som kan innebære en høy risiko» er. Kapittel 2 beskriver «hedgefond» og «private equity»-fond. Det finnes i dag ingen legaldefinisjon på «hedgefond» eller venturefond i Norge. I kapittel 3 vurderes kollektive investeringer under ulikt regelverk.

Det er bedt om en redegjørelse for regelverkssituasjonen i enkelte andre EØS-land. Kredittilsynet har valgt land som enten er naboer, viktige konkurrenter eller der tilsynsmyndigheten har bred erfaring med regulering av fondsprodukter med høy risiko. Redegjørelsen er samlet i kapittel 5.

Departementet uttaler at «de fleste regler som skal sikre investorbeskyttelse ikke sonderer mellom profesjonelle investorer og andre investorer». Kredittilsynet bes om å «gå gjennom lov- og

forskriftsverk med sikte på å identifisere de områder det kan være aktuelt å innføre et slikt skille». Kredittilsynet har vurdert en del slike områder. Investorbekyttelse er et sentralt lovhensyn og vurderingen må derfor bli omfattende. Vurderingene knyttet til lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond (vpfl.) er skilt i to kapitler, 7 og 10, avhengig av om det foreslås endringer eller ikke. Vurderingene knyttet til forskrifter framgår av kapittel 8. Bestemmelser det åpenbart ikke er behov for endringer i, er ikke kommentert.

Departementet ber om at det vurderes om det bør innføres investorskiller ved markedsføring av utenlandske fond i Norge. Vurderingen er tatt sammen med en vurdering av behovet for endringer i reglene om salg og markedsføring. Samme sted drøftes dessuten løsningene opp mot hensynet om at de skal tilstrebe konkurransenøytralitet mellom salgskanaler. Vurderingen er plassert i kapittel 7.

Det er bedt om forslag til utfyllende regler om informasjonskrav dersom man «vil tillate hedgefond (for profesjonelle investorer)». Kredittilsynet tolker mandatet slik at kravene skal gjelde alle fondsprodukter som kan innebære høy risiko dersom forslaget ikke avgrenses til «hedgefond». Mandatet må forstås slik at informasjon skal være et vesentlig ledd i reguleringen for fond som tilbys profesjonelle investorer og er drøftet i kapittel 9.

Kredittilsynet har allerede vurdert behovet for en forskrift om dekket shortsalg. I Kredittilsynets brev til Finansdepartementet datert 23. september 2004 foreslås regler om dekket shortsalg som en endring av forskrift 8. juli 2002 nr. 800 om verdipapirfonds handel med derivater (derivatforskriften). Det er foreslått at solgt termin (og tilsvarende posisjon i bytteavtale) og solgt kjøpsopsjon med fysisk eller finansielt oppgjør kan ha dekning ved eie av underliggende, ved utlånte finansielle instrumenter med tilbakelevering før oppgjørsfrist for shortsalg, ved kjøp av underliggende på termin (men ikke med innlån) og ved kjøp av underliggende med kjøpsopsjon. For nevnte derivater med fysisk oppgjør godtas også eie av finansielt instrument som er svært likvid og til enhver tid kan brukes til å kjøpe underliggende, men bare i ekstraordinære situasjoner. Kredittilsynet har foreslått at derivater med finansielt oppgjør i tillegg kan ha dekning i kontanter, visse likvide gjeldsinstrumenter og visse andre svært likvide finansielle instrumenter. Reglene er foreslått å gjelde for UCITS-fond.

1.2 Om det skal kunne tilbys norske fondsprodukter med høy risiko, til hvem og i hvilke aktiva

1.2.1 «Hedgefond» og destabilisering

Det har vært uttrykt en bekymring for at «hedgefond» og andre typer uregulerte fond kan påvirke den globale finansielle stabilitet. Flere eksempler har vært trukket fram: Mexico-krisen i 1994, angrep mot den australske dollaren i 1998, krisen i sørøst-Asia i 1997 og Long-Term Capital Management (LTCM) i 1998. I *Betänkning om fremtiden for "hedge funds" og derivater (A5-0476/2003)* fra Udvalget for Økonomi og Valutaspørsmål til Europaparlamentet 17. desember 2003 heter det «at der er risiko for systemskade på det globale finanssystem, hvis disse former for investeringer breder sig uden kvantificering eller kontrol». I den svenske proposisjonen 2002/03:150 En ny lag om investeringsfonder står det på sidene 126–127:

En intressant frågeställning är om förändringar i fondernas tillgångsvärden kan skapa processer som gör att marknaderna destabiliseras och som kan få ett förlopp som liknar en systemkris.

Det finns exempel på när fonder genom sitt agerande har satt det finansiella systemet i gungning. Det skedde när hedgefonden Long-Term Capital Management hamnade i betalningssvårigheter på grund av fondens strategi. Den huvudsakliga placeringsstrategin var att ta omfattande finansiella positioner i vissa värdepapper som man ansåg vara felprissatta i relation till andra värdepapper; detta finansierades i hög grad med lånade medel. När prisutvecklingen på fondens innehav inte blev som man förutsett fann sig fonden inlåst i sina positioner. Anledningen till att positionerna inte kunde avvecklas var att marknadens likviditet försämrades. Detta ledde i sin tur till stora kreditförluster för de banker som bistått fonden med lån. Slutsatsen från detta fallissemang är att

problem i stora belånade portföljer kan få återverkningar i det finansiella systemet. I första hand ligger dock ansvaret för att undvika denna typ av stabilitetsstörningar på de kreditgivande institutene. I andra hand ligger ansvaret hos den myndighet som ska tillse att kreditgivarna har kontroll över sin utlåning.

Kredittilsynet har ikke tatt stilling til om norske fondsprodukter som kan innebære høy risiko kan bidra til ustabilitet i Norge eller andre land. Uansett vil en regulering under verdipapirfondloven gi myndighetene en noe større kontroll enn om slike kollektive ordninger ikke er underlagt tilsyn.

1.2.2 Konkurransesituasjonen for norske tilbydere av fondsprodukter

Verdipapirfondenes Forening skriver i brev til Kredittilsynet datert 29. januar 2004:

Som en konsekvens av gjeldende regelverk, har flere norske aktører valgt å etablere fondsforvaltningsvirksomhet i jurisdiksjoner som for eksempel Irland – også i tilfeller der selve forvaltningen av produktet skjer i Norge. Dette gjøres ikke for å tilby produkter mot det irske markedet, men for å tilby profesjonelle, norske og internasjonale kunder fondsprodukter som det ikke er anledning til å produsere innenlands. Etter vår oppfatning bør derfor et av siktemålene med å innføre reguleringsmessige skiller mellom profesjonelle og andre, være at det kan bidra til nøytralitet i forhold [til] aktørenes beslutning om hvilken jurisdiksjon fondsforvaltningsvirksomheten skal etableres i. Manglende nøytralitet virker som en hemsko for videreutvikling av norsk finansnæring, hvilket vi antar ikke er noe tilsiktet mål for norske myndigheter.

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) skriver i brev til Kredittilsynet datert 14. januar 2004:

Arbeidsgruppen [nedsatt av FNH (Kredittilsynets anmerkning)] viser bl.a. til at profesjonelle investorer ikke har det samme behovet for beskyttelse som andre, men derimot har behov for et bredere produktspekter enn det som tillates av norsk rammelovgivning i dag. Ved å knytte en opplysningsplikt for forvaltningsselskapet til de forhold som avviker fra gjeldende verdipapirlovgivning, vil de profesjonelle investorene etter arbeidsgruppens vurdering få et tilstrekkelig grunnlag til å treffe en informert investeringsbeslutning på et forsvarlig grunnlag. Profesjonelle investorer søker i dag til utlandet for å få dekket sitt behov for denne type tjenester, noe som innebærer at norske forvaltningsmiljøer blir avskåret fra å ta del i dette markedssegmentet. Arbeidsgruppen peker videre på at slik markedet i praksis fungerer i dag, nærmest inviterer den norske rammelovgivningen på dette området til ulike former for omgåelser og andre uheldige, konkurransevridende effekter.

At gjeldende regelverk gir norsk fondsbransje en konkurranseulemppe i forhold til enkelte andre EØS-land synes klart. Det er imidlertid Kredittilsynets klare inntrykk at disse landene langt fra utgjør en majoritet. Flere land har imidlertid nettopp innført, eller er i ferd med å innføre, nye regler for fondsprodukter med høy risiko. Blant disse er Sverige, Danmark og Tyskland.

1.2.3 Økt offentlig og privat sparing

En aldrende befolkning i Europa har satt behovet for sparing i offentlig og privat regi på den politiske dagsorden. Betydelige midler kan bli satt til side for å møte framtidige pensjonsforpliktelser. Det øker etterspørselen etter kapitalforvaltning. Aktiviteten og kreativiteten på tilbudssiden må forstås i lys av dette. Ett eksempel er finansbransjens interesse for en eventuell regulering av fondsprodukter som kan innebære høy risiko.

En generell adgang til å kunne tilby fondsprodukter som kan innebære høy risiko betyr ikke at kollektivt forvaltede midler automatisk kan plasseres i slike produkter. Det vil avgjøres av hvilke regler som gjelder for den konkrete kategori investors plasseringer, altså typisk av reglene som gjelder for plassering av forsikringsmidler, pensjonsmidler, statlige, fylkeskommunale og kommunale midler eller verdipapirfond. Bare det siste reguleres av verdipapirfondloven. En endring av verdipapirfondloven endrer de rettslige rammebetingelsene for tilbyder – ikke for etterspørere.

Investorer som ønsker å plassere midler i finansielle instrumenter kan gjøre det på flere måter: for eksempel investere selv, sette midlene til individuell forvaltning hos et verdipapirforetak eller forvaltningsselskap eller tegne fondsandeler. Å investere selv gir mest frihet, men også minst vern. Kollektiv investering i verdipapirfond gir minst frihet, men presumptivt mest vern.

Den store fordelen med en generell adgang til å etablere fondsprodukter med høy risiko under verdipapirfondloven, er at det gir investorer anledning til å plassere midler i fondsprodukter som kan innebære høy risiko, men innenfor en rettslig ramme som må antas å gi atskillig større trygghet enn mindre regulerte former for kollektiv investering. For eksempel må operasjonell risiko knyttet til forvalter antas å bli vesentlig redusert.

1.2.4 Ulike fondsprodukter under verdipapirfondloven

Verdipapirfondloven med forskrifter er bygd opp slik at fond som følger hovedreglene tilfredsstiller minstekravene i UCITS-direktivet og kan selges grensekryssende i EØS-området. Slike fond er tilpasset allmennheten. Fond som avviker fra hovedreglene vil bli non-UCITS-fond, i Norge kalt nasjonale fond, fordi de ikke kan tilbys grensekryssende uten tillatelse fra hvert av landene de skal selges i.

Fondsprodukter som kan innebære høy risiko vil måtte ha omfattende unntak fra lov og forskriftsbestemmelser. Særlig må plasseringsreglene vurderes: vpfl. § 4-5 om investeringsområde, vpfl. § 4-8 om risikospredning, vpfl. § 4-11 om opptak av lån og shortsalg og derivatforskriften § 2 om grenser for maksimal derivateksponering.

Hovedutfordringen er å lage en regulering som balanserer fordelene ved større mangfold og bruk av flere investeringsstrategier med en tilstrekkelig grad av sikkerhet for midlene, likebehandling av andelseierne, regler som sikrer at forvaltningsselskapet handler i andelseierens interesse og regler om informasjon.

1.2.5 Innføring av spesialfond

Det heter i den svenske proposisjonen 2002/03: 150:

Regler för fonder som avviker från UCITS-direktivet återfinns i de flesta europeiska länder. Hur man valt att reglera dessa oharmoniserade fonder och vad som tillåts varierar dock från land till land. Gemensamma nämnare är dock behovet av andra fonder än UCITS-fonder som är underkastade ett regelverk.

Kredittilsynet foreslår at det lages en samlekategori for fondsprodukter som kan innebære høy risiko. Disse kalles spesialfond.

Verdipapirfond i henhold til verdipapirfondloven skal etter dette deles i tre:

1. UCITS-fond. Fondene følger hovedreglene i verdipapirfondloven med tilhørende forskrifter.
2. Nasjonale fond med investorbeskyttelse som UCITS-fond. Fondene kan ha unntak fra reglene i verdipapirfondloven med tilhørende forskrifter. Unntakene vil være på linje med de unntakene som har vært hjemlet til nå.
3. Spesialfond. Disse vil være nasjonale fond og regulering som gjelder plasseringsbegrensninger vil i hovedsak ikke gjøres gjeldende.

Lovforslag og forskriftsforslag er utformet slik at det er laget nye lovbestemmelser og forskriftbestemmelser for spesialfond hvor det framgår nye bestemmelser, tillegg, endringer, hvilke regler som ikke får anvendelse osv. Dette er vurdert som mer hensiktsmessig enn at endringene tas inn i de enkelte bestemmelser. Det ville blitt tungvint å finne fram i og ville dessuten medført ulemper i forhold til verdipapirfond som ikke er spesialfond.

1.2.6 Innføring av investorskiller

Verdipapirfond er en investeringsform der andelseier ikke har innflytelse på den løpende forvaltningen og derfor verken trenger innsikt eller erfaring. Innføring av fondsprodukter som setter få restriksjoner på hvordan midlene kan plasseres kan få store følger for andelseiere som ikke klart

ser forskjellen mellom slike produkter og ordinære verdipapirfond. Verdipapirfond er ment å være et alternativ for allmennheten. Forvaltningsselskapet skal stå for innsikt og erfaring. Loven slår uttrykkelig fast at forvaltningsselskapet skal ivareta andelseiernes interesser.

Unntak fra sentrale plasseringsregler vil svekke det lovbestemte investornet vesentlig, så vesentlig mener Kredittilsynet, at spesialfond bare bør kunne tilbys profesjonelle investorer. Med en profesjonell investor forstår Kredittilsynet en investor som må antas å ha den nødvendige erfaring og innsikt til å treffe egne investeringsbeslutninger og vurdere risikoen ved investeringen korrekt. Kredittilsynet mener det bør lages klare regler som skiller den profesjonelle investor fra andre investorer. Regler der forvaltningsselskapet etter et konkret skjønn, og uten fastsatte kriterier avgjør hvem som er profesjonelle er ikke tilstrekkelig sikre, kunne åpne for uensartet behandling og dessuten være lite forutsigbare. Det kan føre til en situasjon der den tilbyderen som er mest lemfeldig får flest kunder. Med andre ord at tilbydere som holder seg lojalt til reglene straffes økonomisk ved å få færre kunder. Kredittilsynet har i sitt forslag til definisjon av profesjonelle investorer tatt utgangspunkt i rådsdirektiv 2004/39/EF av 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om endring av direktiv 85/611/EØF (ISD), forkortet til MiFID, se kapittel 6.

Klare regler vil kunne ha som konsekvens at enkeltpersoner som etter en konkret vurdering må anses som profesjonelle, ikke vil kunne investere i spesialfond fordi de ikke tilfredsstiller de generelle kravene. Kredittilsynet mener hensynet til disse personene må vike. Vernet av den alminnelige investor, det vil si den tryggheten allmennheten skal kunne føle ved å tegne andeler i et verdipapirfond, må gå foran.

Det må antas å ta tid før forskjellene mellom spesialfond og andre verdipapirfond vil sette seg som en realitetsforståelse i markedet. Dersom det viser seg å bli et klart skille, og det skulle være ønskelig, er det mulig å tenke seg en gradvis avvikling av profesjonsskillet. Da vil det også være mer erfaring med spesialfondenes virksomhet.

1.2.7 Anvendelsesområdet

Et verdipapirfonds midler kan plasseres i finansielle instrumenter og bankinnskudd, jf. vpfl. § 1-2 første ledd nr. 1 og 2. Det kan plasseres i samtlige derivater nevnt i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (vphl.) § 1-2 annet ledd nr. 4-7, herunder valuta- og indeksderivater, jf. vpfl. § 4-5 første ledd nr. 4-6 og derivatforskriften § 1 annet ledd. Nasjonale fond kan plassere i varederivater, jf. derivatforskriften § 1 tredje ledd.

Verdipapirfond kan ikke plassere i eiendom, andeler i kommandittselskaper, varer, indekser, rentestørrelser, valuta og kredittderivater (derivative instruments for the transfer of credit risk). Nedenfor vurderes om enkelte aktiva som etter gjeldende rett er utenfor plasseringsområdet, bør falle innenfor.

Svenske spesialfond kan ikke investere direkte i eiendom. Det heter i proposisjon 2002/03:150 En ny lag om investeringsfonder punkt 11.4.1:

Några principiella hinder mot att specialfonder skulle få investera i fastigheter har utredningen inte funnit. Fastigheter som placeringstillgång är enligt utredningen en sparform som har många av de egenskaper som värdepapper har. Ett sådant förslag skulle också kunna gynna fastighetsmarknaden. Utredningen har emellertid gjort bedömningen att skatteproblematiken är en avgörande fråga. Att närmare ange lösningar på dessa problem har dock legat utanför utredningens mandat. Enligt utredningen skulle fastighetsfonder fordra relativt omfattande förändringar av fondlagstiftningen, såvitt avser inte bara den grundläggande juridiska konstruktionen utan också avseende placeringsbestämmelser m.m. Utredningen gör bedömningen att det med hänsyn till skatteproblematiken för närvarande saknas tillräckliga skäl att göra sådana förändringar i fondlagstiftningen och i annan lagstiftning som skulle fordras för att införa fastighetsfonder.

Svenske fond kan heller ikke plassere i råvarer. Om råvarer uttales det i punkt 11.4.2 i den svenske proposisjonen:

Den fysiske handelen med råvaror skiljer sig markant från finansiella investeringar. Fonden skulle i så fall kunna bli tvungen att köpa och sälja råvaror för leverans. En väl fungerande fond skulle säkert kunna undvika att någonsin behöva hantera råvarorna rent fysiskt. Leverans kan ju ske direkt från producenten (som fonden köper av) till kunden (som fonden säljer till). Det kan dock uppstå situationer när detta inte är möjligt. De praktiska problem detta skulle medföra gör än fondformen lämpar sig sämre för denna typ av verksamhet. Det finns också en rad bättre alternativa strukturer för denna typ av verksamhet. Det bör därför inte vara möjligt att placera fondmedel direkt i råvaror.

En reportasje i *Dagens Näringsliv* 21./22. august 2004 illustrerer problemet:

Verdens første vinfond (...) skulle bli en gullkantet investering. Nå blir fondet isteden avvirket. Nær 300.000 flasker toppvin kjøpt for 110 millioner kroner, skal selges. Det er uklart om investorene får igjen pengene sine.

Det framgår av artikkelen at drøyt 100 investorer tegnet seg i vinfondet AWM Fine Wine Fund i begynnelsen av 2002. Ideen var å lage et fond – til forveksling lik et aksjefond, men med vinflasker – og ikke finansielle instrumenter – som aktiva. Eierne var norske og også mange av investorene. Minsteinnsatsen var 210 000 kroner. Styrets leder uttaler:

Fondet ble tungt å drive. Det ble ikke stort nok. (...) Fondet er registrert på Cayman Islands der reglene for verdifastsettelse er svært strenge. Vi fikk problemer med å kunne dokumentere prosedyren ved den enkelte verdifastsettelsen overfor fondets revisor. Hele ideen var jo at verdien ville være litt usikre. Men da vi fikk krav om at det hvert kvartal måtte lages dokumentasjon for alle fondets 2000 vinmerker og årganger, kom vi til at det ville bli altfor kostbart å videreføre fondet. (...) Vi har derfor i samråd med de store aksjonærene tatt en beslutning om å avvikle hele vinfondet så fort det er praktisk mulig (...) det vil vel være naturlig å la de som ønsker det, ta ut verdien i vin.

Kredittilsynet slutter seg til den svenske vurderingen når det gjelder eiendom og råvarer og legger til grunn at en indirekte eksponering mot eiendoms-, råvare- og valutamarkedet ved å plassere i aktiva som eiendomsselskaper, varederivater og valutaderivater vil være tilstrekkelig også for spesialfond. Før en eventuell utvidelse av anvendelsesområdet til å gjelde eiendom og råvarer må konsekvensene utredes særskilt.

I rådsdirektiv 2004/39/EF av 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om endring av direktiv 85/611/EØF (ISD), forkortet til MiFID, inkluderes «derivative instruments for the transfer of credit risk» i definisjonen av finansielle instrumenter. Kredittilsynet anbefaler at vurderingen av «derivative instruments for the transfer of credit risk» utsettes til en eventuell ny definisjon av finansielle instrumenter i verdipapirhandelloven er vedtatt.

FNH har i brev datert 14. januar 2004 foreslått at spesialfond skal få adgang til å plassere i alle typer finansielle derivatinstrumenter ettersom disse utvikler seg. Det vil si uavhengig av om de er tatt inn i definisjonen i vphl. § 1-2 annet ledd nr. 4 til 7 og plasseringsområdet for fond. FNH mener spesialfond da vil kunne ta del i markeder for nye instrumenter når de blir introdusert, altså i en fase hvor fortjenestemulighetene kan være størst. Problemet med en slik generell adgang er at konsekvensene er vanskelig å overskue. Det står dessuten i motstrid til at andelseier skal kjenne fondets plasseringsområde ved tegning.

Vpfl. § 1-5 gir en forskriftshjemmel om at loven kan gjelde for fond som tar sikte på å anskaffe andre formuesgjenstander enn finansielle instrumenter. Den skulle være tilstrekkelig, dersom det på et senere tidspunkt er ønskelig å utvide plasseringsområdet i verdipapirfondloven og man ikke ønsker å gå veien om lovendring.

Kredittilsynet foreslår dermed ingen utvidelse av anvendelsesområdet for spesialfond. Kredittilsynet ber imidlertid høringsinstansene kommentere spørsmålet.

2 FONDSPRODUKTER SOM KAN INNEBÆRE HØY RISIKO

2.1 Innledning

Det følger av mandatet at Kredittilsynet skal vurdere om norske fond bør være avskåret fra å tilby produkter som kan innebære høy risiko.

Kjennetegn ved slike kan være at de:

1. plasserer i andre aktiva enn finansielle instrumenter og bankinnskudd og/eller
2. benytter investeringsteknikker som ikke er tillatt etter verdipapirfondloven og/eller
3. plasserer midlene i lite likvide finansielle instrumenter.

Fond etter nr. 1 er omtalt i punkt 1.2.7. Kredittilsynet konkluderer med at plasseringsområdet ikke utvides. Slike produkter omtales derfor ikke nærmere nedenfor.

Nedenfor redegjøres det for to typer fond som kan falle inn under 2 og/eller 3, «hedgefond» og «private equity»-fond, og som i dag vanligvis ikke etableres som verdipapirfond under verdipapirfondloven.

Produkter som kan innebære høy risiko, markedsføres blant annet med henvisning til diversifiseringsgevinsten. Et eksempel er prospektet til DnB Diversified Hedgefond 2003/2008, et bankinnskudd med «hedgefond»-avkastning:

Mens tradisjonelle fond investerer i aksjer, obligasjoner og sertifikater, vil hedgefond i tillegg kunne investere i for eksempel derivater, konvertible obligasjoner, valuta, råvarer og short-posisjoner. Nettopp bruken av så mange ulike virkemidler og strategier gjør hedgefond til et godt sparealternativ, spesielt dersom øvrige investeringer i stor grad er knyttet direkte til aksjemarkedet.

En av fordelene til et hedgefond er at det har lav samvariasjon med avkastningen til andre investeringsalternativer som for eksempel aksjer. Dette innebærer at avkastningen til hedgefond i liten grad svinger i takt med avkastningen til de andre investeringsalternativene over tid. Resultatet er en betydelig reduksjon av risikoen i en portefølje der man inkluderer hedgefond.

Diversifiseringsgevinsten omtales i årsrapporten til Statens petroleumsfond for 2001 på side 42:

Et hedgefond som opererer innenfor aksjemarkedet, kan tenkes å ha en risikoprofil som er helt forskjellig fra den generelle markedsutviklingen. Mens et vanlig aksjefond kjøper seg opp i en rekke aksjer, vil et typisk hedgefond kombinere slike aksjeposisjoner med at man også har en rekke «negative» posisjoner implementert ved salg av lånte aksjer (short-posisjoner). Den samlede verdiutviklingen kan svinge uavhengig av den generelle trenden i aksjemarkedet. Om man lykkes godt med å «short selge» aksjer som faller mye i verdi, kan et slikt fond oppnå høy avkastning selv i et negativt aksjemarked. Men med dårlig evne til å plukke riktige aksjer kan man også tape mye selv om aksjemarkedene stiger.

En del av de fondsprodukter som kan innebære høy risiko vil ha en større eller mindre del av beholdningen i lite likvide papirer. Dette vil typisk gjelde for «private equity»-fond, men også for en del «hedgefond». På Norges Banks hjemmeside står det følgende om likviditetspremien under «Ord og uttrykk»:

Ulike verdipapirer er mer eller mindre lett omsettelige. For eksempel omsettes det i de fleste land statsobligasjoner for store beløp hver dag, mens det for enkelte obligasjoner utstedt av private selskaper kan være vanskelig å finne en kjøper eller selger om en ønsker å foreta en handel. Papirer som det er vanskelig å få solgt har gjerne litt høyere avkastning på grunn av det. Denne meravkastningen kalles en likviditetspremie.

2.2 «Hedgefond»

Strukturer som kaller seg «hedgefond» er en uensartet gruppe. Det finnes i dag ingen legaldefinisjon på «hedgefond» i Norge. Kredittilsynet er heller ikke kjent med at det finnes

alminnelig aksepterte definisjoner internasjonalt. «Hedgefond» benyttes da også på mange ulike typer selskaper og fond, uten at formuesmassen er et verdipapirfond i verdipapirfondlovens forstand. Selskapsform, investeringsstrategi og risiko varierer. Det samme gjør eierskap, forvalter, investor, godtgjørelsesstruktur og hvilken informasjon fondet gir til investorer og til allmennheten. Vedtektene til «hedgefond» som benytter shortsalg, bruk av opplåning eller derivater for å øke risikoen i porteføljen i større utstrekning enn det som følger av norsk regelverk kan i henhold til dagens verdipapirfondlov med forskrifter ikke stadfestes. Det er ikke hjemmel til å dispensere fra reglene om shortsalg, låneopptak og risikoøkende derivatstrategier. Det samme gjelder visse andre teknikker som ofte benyttes av «hedgefond».

2.2.1 Fra Penger og Kredit

Nedenfor beskrives «hedgefond» med utdrag fra artikkelen «Truer hedgefond den finansielle stabilitet?» av Kristine Andenæs Axelsen i *Penger og Kredit* 99/4. (Notene er fortløpende nummerert, og følger dermed ikke nummereringen i den opprinnelige artikkelen.)

(...)

2 Hva er et hedgefond?

Det finnes ingen presis definisjon av et hedgefond. Det engelske ordet hedge betyr å sikre, men i motsetning til hva navnet antyder, tar flere av fondene spekulative posisjoner. De er vanligvis organisert som partnerskap med begrenset ansvar. På denne måten unngår de direkte regulering. De er således ikke under tilsyn, har ikke informasjonsplikt og er ikke underlagt restriksjoner med hensyn til hva slags transaksjoner de kan foreta seg. Forvalternes inntekt er basert på avkastningen i selskapet, noe som oppmuntrer forvalterne til å ta stor risiko for å øke selskapets egen avkastning. Rundt halvparten av verdens hedgefond er registrert i USA. De resterende er stort sett registrert i såkalte «offshore» sentre.

Minimumsplassering i et hedgefond er ofte over USD 1 million. For Tiger Fund, et av de største hedgefondene, er minimumsinnsatsen USD 5 millioner. Mange hedgefond krever at investorene binder kapitalen sin for en viss tid, vanligvis mellom fire måneder og ett år. Dette gir forvalterne større fleksibilitet til å investere på lengre sikt og til å kunne investere i mindre likvide instrumenter. Selv om hedgefond tradisjonelt har vært for private investorer, har det p.g.a. den høye avkastningen enkelte fond har hatt, vært en økende interesse for dem blant institusjonelle investorer som pensjonsfond, verdipapirfond, forsikringsselskaper og også banker. Rundt 80 prosent av investorene i hedgefond består av private investorer og 20 prosent består av institusjonelle investorer.²

(...)

2.1 Investorenes og forvalteres insentiver

Hedgefond er attraktive for kapitalsterke investorer som ønsker å oppnå høy avkastning og samtidig diversifisere porteføljen. Det har historisk vært lav korrelasjon mellom avkastningen i aksje- og obligasjonsmarkedet og avkastningen til hedgefond.³ Ved å inkludere hedgefond i porteføljen kan investorene få et bedre forholdstall mellom avkastning og risiko. Det faktum at forvalterne har svært sterke insentiver til å maksimere avkastningen både gjennom egne innskudd og høye avkastningsbaserte honorarer, gjør hedgefond til et attraktivt investeringsobjekt.

(...)

3 Strategier

(...)

Noen hedgefond er aktive i mange markeder og instrumenter, mens andre fokuserer på spesifikke markeder eller instrumenter. Et hedgefond vil som oftest ikke tilhøre kun en av kategoriene over. Forvalterne har en tendens til å variere strategiene over tid avhengig av faktorer i markedet, og kan også kombinere flere typer strategier. Noen fond bruker avanserte kvantitative teknikker, mens andre holder seg til subjektive vurderinger. Forvalterne gir forholdsvis frie tøyler til å velge strategi for å nå avkastningsmålene. Dette for å kunne reagere raskt når mulighetene byr seg.

Hedgefond leter etter arbitrasjemuligheter⁴ og investeringsmuligheter der markedsprisene divergerer fra det de mener fundamentale faktorer tilsier. Da disse prisskjevhetene er ansett som midlertidige, forventer hedgefond å

¹ Land/byer som på grunn av gunstige skattebetingelser og lite eller ingen regulering er attraktive å drive finansiell virksomhet fra.

² OECD (februar 1999).

³ Edwards (1999) fant en korrelasjon på 0,46 mellom avkastningen til en verdivektet portefølje av hedgefond og S&P 500 med data fra januar 1990 til august 1998. Han har begrunnet denne lave korrelasjonen med at hedgefond anvender mange forskjellige strategier. Hedgefond som for eksempel har som strategi å selge blanko (salg av finansielle instrumenter som selgeren ikke eier på salgstidspunktet heter blankosalg - «short sale» på engelsk) vil ha liten eller negativ korrelasjon med avkastningen i verdipapirmarkedet.

⁴ Arbitrasje er definert som muligheten til å profitere fra uoverensstemmelser i prisen på to instrumenter som ved forfall har samme verdi. I nyere litteratur har betegnelsen på arbitrasje blitt noe videre ved å inkludere profittering fra feilpriser av lignende instrumenter. Denne type arbitrasje

tjene penger og avvikle sine posisjoner etter kort tid. Et eksempel på en arbitrasjemulighet kan være der avkastningen på private obligasjoner er historisk høy relativt til avkastningen på statsobligasjoner. En investor med et slikt syn spekulerer i at kreditt og/eller likvidetsrisikopremien vil falle tilbake til historisk nivå. Investorene vil i dette tilfelle kjøpe private obligasjoner og selge statsobligasjoner blanko. Samtidig kan fondet isolere typer risiko de ikke er villige til å ta, for eksempel ved å sikre seg mot en generell økning i renten slik at de kan få gevinst fra en utvikling i prisskjevhetene alene. Hedgefond kan på denne måten ha en viktig funksjon i å korrigere feilpriser raskt og effektivt.

Generelt er hedgefond mer aktive brukere av derivater enn andre fondsforvaltere. Bruk av derivater er attraktivt for hedgefond, da det øker giringen deres (belåning i form av gjeldsfinansiering eller bruk av derivater) og dermed også muligheten for høy avkastning på egenkapitalen. Ofte er det også bedre likviditet i derivatmarkedet enn i de underliggende papirene, og kostnadene er som regel lavere.

3.1 Giring

Høy grad av giring gjør at hedgefondenes investeringsporteføljer blir mer følsomme overfor forandringer i markedspriser. Det åpner for mulighetene til høy avkastning, men også mulighetene til store tap dersom markedet skulle bevege seg i deres disfavør.

Lånefinansierte posisjoner kan være flyktige og bli trukket raskt ut i krisesituasjoner. Dette kan medvirke til store prisbevegelser og ha implikasjoner for finansiell stabilitet.

Hedgefond kan øke sin giring ved å ta opp lån, gjennom bruk av gjenkjøpsavtaler, blankosalg og derivatkontrakter. Valg av finansiering påvirkes av tilgjengeligheten. For eksempel har statsobligasjonsmarkeder blitt attraktive for hedgefond dels p.g.a. likviditeten i disse markedene og dels p.g.a. det tilknyttede gjenkjøpsavtalemarkedet som muliggjør lånefinansiering. Mange fond varierer giringen avhengig av risikoen i investeringen. Hvis risikoen er lav, økes giringen og omvendt. Likviditeten i markedet kan også påvirke graden av giring.

Graden av giring er vanskelig å estimere fordi hedgefond ikke har noen rapporteringsplikt, og estimatene som finnes er basert på frivillig rapportering. Det er også usikkert hvordan giringen er kalkulert og om alle har kalkulert den på samme måte. De estimatene som er laget, må derfor anses som grove anslag. Estimer gjort av Van Hedge Fund Advisors med tall fra desember 1998 viser at for 56 prosent av hedgefondene var forholdet mellom totale aktiva og egenkapital mindre enn 2:1. I underkant av 30 prosent av fondene girer seg ikke. Til sammenligning viser tall fra OECD (1999) at for investeringsbanker var dette forholdstallet rundt 20:1 i midten av 1998.⁵

Selv om de fleste hedgefond er små målt i egenkapital er de signifikante aktører som kan ta store og konsentrerte posisjoner, særlig i små markeder. Giringen kan variere sterkt mellom forskjellige fond. Da LTCM fikk problemer i august 1998, ble det hevdet at selskapet hadde et aktiva/egenkapitalforhold i overkant av 50:1.⁶ Det indikerer at hedgefond som kan vise til gode resultater, får god tilgang på kreditt i banker og meglerhus.

3.2 Stabiliserende eller destabiliserende spekulasjon?

Hedgefond og andre investorer som er villige til å ta stor risiko har en viktig rolle i det finansielle systemet. Aktivitetene til hedgefond og andre investorer bidrar i reallokeringen av risiko ved at disse tar risiko andre ikke er villige til å bære. Dette gjør at investorer får tilpasset sine porteføljer bedre, noe som igjen kan gi lavere finansieringskostnader og dermed økt effektivitet i økonomien.

Effektiv allokering av risiko og kapital krever likvide markeder og at prisene er i samsvar med underliggende fundamentale forhold. Mange hedgefond har som strategi å ta posisjoner i finansielle instrumenter de oppfatter som feilpriset. De kjøper i et fallende marked med en forventning om oppgang på et senere tidspunkt, slik at de da kan selge med profitt. I et stigende marked vil de selge dersom de forventer at prisene skal nedjusteres. Dersom strategien lykkes, vil hedgefond ha en dempende effekt på ubalanser i tilbud og etterspørsel ved at underprisede verdipapirer blir dyrere, og overprisede blir billigere. Dette er prisstabiliserende. Denne type handel er også likviditetsfremmende fordi hedgefond er villige til å ta posisjoner mot markedet.

Fondenes virksomhet kan også virke destabiliserende. Hvis fondene kjøper når prisene øker og selger når prisene går ned (positive feedback trading), kan de bidra til volatile priser og til at prisene avviker fra sine likevektsverdier. Slik handel kan forekomme dersom fondene «angriper» et objekt, for eksempel et lands valuta,

(også kalt forventningsarbitrasje) involverer to transaksjoner: kjøp av de underprisede og salg av de overprisede instrumentene.

⁵ Det er blitt argumentert for at denne type sammenligning er misvisende, da disse institusjonene driver forskjellig virksomhet. Mesteparten av virksomheten bankene driver, er knyttet til kunder og ikke egenhandel. Egenhandelen i banker er på et disaggregert nivå, mens hedgefond på sin side tar konsentrerte posisjoner kontrollert av forvalterne. De har derfor større sannsynlighet for å påvirke markedet.

⁶ The President's Working Group on Financial Markets (1999).

med sikte på å presse prisen i en bestemt retning. Men det kan også være et resultat av at de følger mer mekaniske handlingsregler som «stop loss»-ordre⁷ og margininnbetalinger.⁸ «Stop loss»-ordre kan gi opphav til «positive feedback trading» ved at fondet vil måtte selge idet prisen på et instrument har falt under et bestemt nivå. Salg av instrumentet i denne situasjonen kan legge ytterligere press på prisene. En margininnbetaling kan ved fallende priser føre til at selskapet må likvidere en del av sine posisjoner for å øke marginen. Dermed øker prispresset. Andre markedsdeltakere enn hedgefond kan også ha en slik «positive feedback trading»-ffekt på markedet. Men hedgefond kan konsentrere sine posisjoner og er raske til å endre dem.

Da hedgefond disponerer en relativt liten forvaltningskapital, er det blitt argumentert for at de har liten mulighet til å påvirke markedsprisene (...). Men gjennom lånefinansiering, bruk av derivater og konsentrerte posisjoner kan de likevel ha betydelig innvirkning på markedsprisene. Selv om fondene er små i internasjonal sammenheng, er fondsforvalterne sett på som kompetente prognosemakere, og andre investorer følger ofte i deres fotspor og tar de samme posisjonene - flokkadferd. Det er også blitt hevdet at hedgefond har forsøkt å utnytte dette omdømmet til å manipulere markedene gjennom strategier som påvirker tilpasningen til andre markedsdeltakere. Dette kan føre til store markedsbevegelser og økt volatilitet.

Ved å se på enkelte episoder hvor hedgefond har vært aktører, kan en muligens få innblikk i hvorvidt deres aktiviteter er stabiliserende eller ikke.

3 Episoder der hedgefond har vært aktører

4.1 ERM-krisen 1992

I perioden 1987-1991 var det stor flyt av kapital til ERM-land med høyt rentenivå. Investorene lånte billig i land som Tyskland, og plasserte i land med høy avkastning, som Italia, ut fra en tro på at valutaene ikke ville bevege seg tilstrekkelig til å oppveie rentedifferansen. Dette var kjent som «the convergence play». Hedgefond var deltakere i dette spillet.

Etter hvert oppstod det av ulike grunner tvil om valutakursene kunne opprettholdes, og investorene begynte å trekke seg ut av høyrentevalutaer. Hedgefond var tidlig ute. De var blant de første som begynte å ta korte posisjoner i europeiske valutaer i forventning om å kunne kjøpe tilbake de samme valutaene billigere etter devaluering.

Størrelsen på transaksjonene hedgefond sto for, er usikker, men det er antatt at da hedgefondene endret sine posisjoner fungerte det som et signal for andre fondsforvaltere til å revurdere sine posisjoner. Til slutt utløste dette ERM-krisen i 1992 og det er i ettertid blitt hevdet at Soros fond alene stod for USD 10 milliarder blankoposisjoner i GBP. Investeringselskap, pensjonsfond, forsikringselskaper, og ikke-finansielle selskaper sto likevel for de største posisjonene.⁹

4.2 Kriser i fremvoksende økonomier

Studier av Mexicokrisen i 1994 konkluderer med at det var innenlandske investorer som ledet an i krisen, og at hedgefond bare spilte en mindre rolle. I Mexico, som i flere andre fremvoksende økonomier, hadde hedgefond og «proprietary traders»¹⁰ ikke mulighet til å låne den lokale valutaen fra innenlandske banker. Dermed ble det vanskelig å selge den mexikanske valutaen (peso) blanko.

I Øst-Asia i 1996-97 kjøpte internasjonale investorer obligasjoner i valutaer med høy rente, og finansierte dem i valutaer med lav rente, hovedsakelig japanske yen.¹¹ Dette gav god avkastning for investorene så lenge ikke valutaene beveget seg. I Thailand var denne strategien lønnsom i 18 av de 20 kvartalene før annet halvår 1997. Hedgefond var deltakere i denne virksomheten i likhet med forretningsbanker, investeringsbanker, pensjonsfond, aksjefond og andre institusjonelle investorer. Hendelser i Thailand i annet halvår 1996 og første halvår 1997¹² førte til usikkerhet rundt stabiliteten i den thailandske valutaen (baht) samtidig med at forandringer i globale finansielle faktorer, bl.a. en økning av rentenivået i flere vestlige land, gjorde det mindre attraktivt å ha posisjoner i land som Thailand. Flere aktører mente det var stor sannsynlighet for at det ville komme en devaluering av bahten, og begynte å selge valutaen på termin. Det ser ut som mesteparten av terminkontraktene ble inngått i mai 1997 med Bank of Thailand som motpart.¹³ Hvis det var flokkadferd som medvirket til krisen,

⁷ En ordre til megler om å selge et verdipapir hvis kursen faller under et visst nivå.

⁸ Hvis fondet f. eks har inngått en gjenkjøpsavtale, må det plassere verdipapirer til sikring av kontraktsoppfyllelse. Dersom markedsprisen på verdipapirene synker, blir fondet anmodet om å øke marginen.

⁹ IMF (1998).

¹⁰ Meglere som handler på egen bok.

¹¹ Dette er blitt kalt for «the yen carry trade».

¹² Her kan nevnes kollapsen av Bangkok Bank of Commerce og sentralbankens tilførsel av likviditet for å stabilisere det finansielle systemet i juli 1996.

¹³ Det er vanskelig å estimere presist når hedgefond soigte baht på termin.

kan det synes som hedgefond var i den bakre delen av flokken. Først i flokken var innenlandske selskaper og banker samt internasjonale forretningsbanker.¹⁴

Ved siden av posisjoner i thailandske baht, tok hedgefond også betydelige posisjoner i indonesiske rupiah og malaysiske ringgit.

4.3 Australia¹⁵

Krisen i Øst-Asia smettet over til Australia, Singapore og Hong Kong. Ubekreftede estimater antyder at det var posisjoner tilsvarende 5 prosent av BNP i enkelte av landene i 1998.¹⁶

Den australske dollaren (AUD) falt i løpet av en drøy måned i 1998 med vel 25 prosent. Ifølge den australske sentralbanken skyldtes en stor del av fallet aktiviteten til hedgefond. Det var ingen fundamentale økonomiske faktorer som tilsa at AUD skulle depresiere i dette omfanget. Rapporter antydte at hedgefond tok korte posisjoner i størrelsesorden AUD 10-15 milliarder, som er 2,5 prosent av BNP. Hedgefondenes aktiviteter var et signal til andre markedsaktører om at de «var i ferd med å angripe den australske dollaren». Hedgefond hadde gjennom lengre tid bygget opp et rykte om at de oppnådde svært høy avkastning på sine investeringer, og det ble hevdet at de bevisst brukte dette til å påvirke markedet i sin favør. I et allerede nervøst marked, som en følge av krisen i Asia, begynte andre aktører følgelig å selge sine beholdninger av AUD, og potensielle kjøpere ble skremt bort. I det australske tilfellet profitterte trolig ikke hedgefond mye. Da LTCM kollapset og bankene ble mer restriktive med utlån, steg verdien av AUD tilbake til nivået før hedgefondene begynte å ta posisjoner.

Australia er en mellomstor økonomi med frie og likvide markeder. Den australske dollar er den syvende mest handlede valuta i verden, og økonomien i Australia er solid. Den australske sentralbanken mener at likvide markeder i mellomstore økonomier er attraktive for hedgefond, fordi det gir mulighet til å etablere og senere reversere store posisjoner relativt til størrelsen på markedet. I små markeder kan ofte likviditeten være for dårlig.

På grunn av mangel på data er det uklart hvilken rolle hedgefond har spilt i krisene som er blitt omtalt over. Det ser imidlertid ut som om hedgefond er til stede når noe skjer, men de er sjelden de eneste aktørene, og det er usikkerhet rundt hvilke aktører som først posisjonerer seg.

4.4 Long-Term Capital Management 1998

LTCM er et partnerskap med begrenset ansvar som startet opp i 1994 med en egenkapital på USD 1,3 milliarder. I overkant av USD 100 millioner var kapital fra forvalterne. Minimumsinnsatsen var USD 10 millioner og det var en bindingstid på 3 år. Forvalterne mottok 25 prosent av avkastningen. I tillegg var det et administrasjonshonorar på 2 prosent av forvaltningskapitalen. De første 4 årene hadde LTCM veldig god avkastning (...).

LTCM var et markedsnøytralt fond som først og fremst lette etter arbitrasjemuligheter. Det var aktivt i mange markeder, bl.a. i markedene for stats- og private obligasjoner, egenkapitalmarkeder og derivatmarkeder, både over børs og i det såkalte «over-the-counter» markedet (OTC).¹⁷ Hovedsakelig kjøpte LTCM obligasjoner som de anså som undervurderte, og solgte blanko obligasjoner de anså som overvurderte. Derivatkontraktene kopierte denne strategien. LTCM mente at kredittrisikopremien mellom høyrisiko og lavrisiko obligasjoner var overdrevent stor på slutten av 1997 og tidlig i 1998, delvis som en følge av krisen i Asia sommeren 1997. LTCM belånte sin kapital og hadde et forhold mellom totale aktiva og egenkapital på rundt 25:1 i begynnelsen av 1998. De var ytterligere eksponert gjennom de inngåtte derivatkontraktene og fordi deler av porteføljen bestod av illikvide instrumenter.

Den 17. august 1998 offentliggjorde russiske myndigheter en midlertidig stans i betjeningen av store deler av offentlig og privat gjeld samtidig som rubelen ble tillatt å depresiere. En følge av dette var økte kreditt- og likviditetsrisikopremier, svekkede aksjemarkeder og økt volatilitet i de globale finansmarkedene. Økningen i risikopremiene i de globale finansmarkedene viste at korrelasjonsforutsetningene¹⁸ som lå til grunn for diversifiseringen i LTCMs modeller sviktet. Resultatet ble store tap for LTCM. I slutten av september 1998 var de nær ved å gå konkurs. Da hadde egenkapitalen sunket fra USD 4,8 milliarder til USD 600 millioner. Med medvirkning fra Federal Reserve ble det satt sammen et konsortium bestående av 16 banker og meglerselskaper som rekapitaliserte LTCM mot at de overtok ledelsen og fikk en 90 prosent eierandel i selskapet. Disse selskapene ville tapt betydelig hvis LTCM hadde gått konkurs.

¹⁴ IMF (1998).

¹⁵ Mye av informasjonen om Australia er basert på Reserve Bank of Australia (juni 1999).

¹⁶ IMF (september 1999).

¹⁷ OTC markedet innebærer at skreddersydde kontrakter inngås direkte mellom partene.

¹⁸ I LTCMs komplekse matematiske modeller var det lav korrelasjon mellom markedene og mellom produktene, og ifølge modellene var porteføljen veldiversifisert.

Det var flere grunner til at LTCM greide å oppnå så høy giring. Mangel på åpenhet og antall motparter gjorde at det var vanskelig for motpartene å få et fullstendig bilde av LTCMs posisjoner. I gjenkjøpsavtalemarkedet hadde LTCM rundt 75 motparter og i OTC-markedet mer enn 50. P.g.a. konkurranse og et ønske om å få innsikt i LTCMs strategier gikk motpartene på akkord med sine prinsipper for kredittrisikovurdering og tilbød generøse kontrakter for gjenkjøpsavtaler og OTC-derivater.¹⁹ I noen tilfeller ble det for eksempel ikke krevd initial margin. Motpartene hadde stor tiltro til LTCMs forvaltere, som hadde et meget godt rykte,²⁰ og selskapet kunne vise til god avkastning.

Grunnen til at Federal Reserve involverte seg i LTCM, var frykt for at en konkurs ville utløse sterke reaksjoner i et marked som allerede var turbulent. I ettertid er det spesielt fondets store eksponering overfor motpartene, og da særlig bankene, som er blitt diskutert. Etter det som skjedde i LTCM, krever nå både banker og investorer mer innsyn i deres aktiviteter. Dette har redusert hedgefondenes mulighet til å oppnå høy giring.²¹ Hedgefondenes forbindelse til banker og andre kreditorer, og deres rolle i de finansielle markedene, er en viktig faktor i diskusjonen om hvorvidt hedgefond bør reguleres.

5 Bankenes eksponering til hedgefond

Sett fra et finansielt stabilitetssynspunkt er ikke hedgefond isolert sett særlig interessante. De deltar ikke i betalingsformidlingen. Investorene er rike og sofistikerte og bør vite hvilken risiko de tar. Fondene virker imidlertid inn på den generelle markedssituasjonen og de har omfattende handel med bankene, som står helt sentralt i spørsmålet om finansiell stabilitet.

Hedgefond er attraktive kunder for banker, da porteføljen stadig endres, noe som genererer inntekter for bankene. Hedgefond har skapt etterspørsel etter selskaper som yter «prime brokerage» tjenester. Dette inkluderer depottjenester, «clearing», utlån av verdipapirer, finansiering, regnskapsføring og valuta- og verdipapirhandel. Noen banker tilbyr også kontorlokaler og tilgang til IT. Som regel er det kun de største bankene som leverer så omfattende tjenester.

Når hedgefond ønsker å låne verdipapirer, gjøres det gjennom bankene, som på sin side låner av bl.a. pensjonsfond og verdipapirfond. Bankene får sikkerhet i andre verdipapirer eller kontanter tilsvarende verdien av verdipapiret pluss en margin. Dersom verdiene av verdipapirene som er stilt som sikkerhet synker, må låneren skyte inn ytterligere sikkerhet for å opprettholde marginen. På lignende måte må hedgefond som inngår en gjenkjøpsavtale, stille verdipapirer som sikkerhet. Marginen skal i prinsippet være stor nok til å beskytte mot store prisbevegelser, og verdien på sikkerheten skal justeres daglig for å reflektere forandringer i markedsprisene. I praksis har marginene på gjenkjøpsavtaler vært lave eller ikkeeksisterende. For derivathandler har det også til tider vært krevet liten eller ingen sikkerhet. Det har videre vært antydning at meglere har vært sene til å innkreve marginen. Ifølge enkelte rapporter tok det flere dager før marginen var betalt.

Baselkomiteen har sett på hvordan banker kontrollerer risikoen de blir utsatt for i forretninger med høyt belånte institusjoner (HBI).²² Det er viktig for bankene å kontrollere kredittrisikoen, men det er vanskelig p.g.a. lite gjennomsiktighet forbundet med HBIs aktiviteter, bruken av giring og den dynamiske egenarten av deres handelstransaksjoner. Bankenes risikokontroll viste seg å ha en rekke svakheter.

Det kan synes som bankene baserte seg på mindre informasjon om den finansielle styrken og likviditeten til motparten når de har handlet med HBI enn ved handel med andre motparter. Grunnen til at styring av kredittrisikoen i stor grad ble neglisjert, var knyttet til konkurransen om å få dem som kunder. Den løpende vurderingen av kredittrisiko holdt ikke følge med endringer i risikoprofilen til deres porteføljer eller endrede markedsforhold. HBI står heller ikke overfor løpende vurdering av kredittvurderingsselskaper. Dette øker viktigheten av kredittvurdering fra HBIs motparter.

6 Behovet for regulering

Ønsket om å beskytte investorer og sikre integritet i finansmarkedene er grunner for å regulere finansinstitusjoner generelt, men viktigst er hensynet til finansiell stabilitet. Det er lite grunnlag for å beskytte investorene i hedgefond, da hedgefond kun er åpne for kapitalsterke investorer som antas å være i stand til å vurdere egne investeringer. En egen ramme beskriver nåværende regulering og tilsyn i USA og Norge.

¹⁹ Flere banker og meglerselskaper kopierte handelsstrategiene til LTCM.

²⁰ Bl.a. Nobelprisvinnerne Myron Scholes og Robert Merton, og forhenværende sjef for obligasjonshandelen i Salomon Brothers, John Meriwether.

²¹ The Observer (1999).

²² Baselkomiteen består av representanter fra sentralbanker og tilsynsmyndigheter i de største industrilandene (G10). Der drøftes tilsyns- og reguleringsspørsmål knyttet til bankene. Baselkomiteen har definert HBI som finansinstitusjoner som ikke er under tilsyn, som har liten eller ingen rapporteringsplikt og som ofte bruker giring. Hedgefond er et eksempel på en HBI.

Problemene i LTCM førte til økt fokus på at hedgefond kan være en fare for den finansielle stabilitet. I tider med store prisbevegelser kan de som er høyt giret, få problemer som tvinger dem til å likvidere posisjoner. Hvis dette skjer i stor skala, kan det få konsekvenser for finansiell stabilitet. Hedgefond er ikke de eneste som kan utløse en slik reaksjon, men andre institusjoner er vanligvis regulerte og under tilsyn.

Markedets integritet er viktig for mest mulig effektiv prissetting. Det innebærer bl.a. at markedsmanipulasjon ikke skal forekomme. Ifølge den australske sentralbanken²³ har enkelte store hedgefond «vært i stand til å påvirke markedspriser, enten gjennom størrelsen på posisjonene, eller ved bruk av strategier som påvirker atferden til andre markedsaktører». Den australske sentralbanken mener at hedgefondene har fått markedsrett gjennom oppmerksomheten som er rettet mot dem, og at de har søkt å utnytte denne muligheten til å påvirke andre markedsdeltakere.

Direkte regulering av hedgefond er vanskelig fordi det ikke finnes en entydig definisjon av hva et hedgefond er, aktivitetene til hedgefond endrer seg raskt, og mange hedgefond er registrert offshore. Regulerer man hedgefond, risikerer man at den samme type aktivitet bare tar andre former. Et alternativ er å pålegge dem informasjonsplikt overfor enten markedet eller deres motparter for å øke gjennomsiktigheten i deres posisjoner. Fordelen med informasjonsplikt er at det kan gjøre risikovurderingen av hedgefond enklere. Dette kan igjen bidra til å redusere muligheten til å belåne kapitalen og dermed også risikoen forbundet med høy giring. En tredje mulighet er å lage retningslinjer for bankene, slik at de forbedrer rutineene i vurderingen av hedgefond.

Baselkomiteen har kommet med anbefalinger til institusjoner som handler med HBI.²⁴ Det bør etableres klare prosedyrer for transaksjoner med HBI. Institusjonene bør videre være nøye med å samle informasjon om de spesifikke risikoene tilknyttet HBI. De bør utvikle bedre risikomodeller for å måle risikoen knyttet til handel med derivater. Det bør settes kredittgrenser for HBI, og deres handelsaktiviteter, giring og risikokontroll bør overvåkes nøye.

I USA har man i «The Report of The President's Working Group on Financial Markets» kommet med følgende anbefalinger:

- Mer informasjon om hedgefond bør offentliggjøres.
- Selskaper som foretar transaksjoner med HBIer, inkludert hedgefond, bør offentliggjøre informasjon knyttet til disse eksponeringene.
- Det bør oppmuntres til bedre risikostyring i regulerte foretak og til videre utvikling av risikomodeller
- Offshoresentre bør oppmuntres til å følge internasjonale standarder.

7 Avslutning

Det er usikkert i hvilken grad hedgefond truer den finansielle stabilitet. Liten grad av gjennomsiktighet i virksomheten og lite tilgjengelig tallmateriale gjør det vanskelig å vurdere virkningen av deres aktiviteter på finansmarkedene. Hedgefonds forvaltningskapital er beskjeden i forhold til forvaltningskapitalen til andre institusjonelle investorer, men de har konsentrerte posisjoner og kan derfor i større grad påvirke enkelte markeder. Hedgefond har også sofistikerte forvaltere som har rykte for å gjøre gode investeringsvalg. Dette har gjort hedgefonds til «flokkledere».

Samtidig som hedgefonds kan skape og forsterke finansiell uro kan de også bidra til mer stabile og effektive markeder. De påtar seg risiko andre ikke ønsker, og tilfører likviditet i markedene.

Det er kommet flere anbefalinger om hvordan institusjoner som foretar transaksjoner med hedgefond eller HBI bør forholde seg, men det er ikke kommet noen konkrete forslag til regulering av hedgefond. Etter de internasjonale finanskrisene er det kommet flere forslag om å styrke den internasjonale finansielle arkitektur. Målet er å redusere risikoen for at nye kriser oppstår, og håndtere de krisene som likevel kommer bedre. Noen av de mest konkrete forslagene sikter mot mer standardisert informasjon, slik at grunnlaget for investerings- og utlånsbeslutninger bedres. Dette betyr bl.a. mer åpenhet, som kan få betydning for innsikten i hedgefonds virksomhet.

2.2.2 Betenkning til Europaparlamentet

Udvalget for Økonomi og Valutaspørsmål la fram dokument A5-0476/2003 *Betænkning om fremtiden for "hedge funds" og derivater* for EU-parlamentet 17. desember 2003. Betenkningen er omtalt i avsnitt 3.1.1. Dokumentet beskriver «hedgefond» slik:

²³ Reserve Bank of Australia (juni 1999).

²⁴ Basle Committee on Banking supervision (januar 1999).

A. W. Jones etablerede den første "hedge fund" i 1949. Han kombinerede to risikobetonede investeringstyper - baissespekulation og gearing - for at begrænse den overordnede markedsrisikoeksponering. Fonden var risikoafdækket ("hedged"), fordi han kombinerede en værdipapirbeholdning købt for lånte penge, som ville stige, hvis markedet gik op, og korte positioner, som det ville gavne, hvis markedet gik ned. Han fastsatte også, at ledelsesprovisionen skulle udgøre en procentdel af overskuddet (20 % i hans tilfælde) og lod sin egen investeringskapital indgå i fonden.

De forvaltede aktiver skønnes nu at beløbe sig til mellem 450 og 600 milliarder US-dollars. I 2001 blev der i Europa forvaltet 446²⁵ "hedge funds", men dette tal repræsenterede kun 15 % af de samlede globale aktiver i "hedge funds".²⁶

Den amerikanske præsidents arbejdsgruppe vedrørende finansielle markeder (President's Working Group on Financial Markets) definerede i 1999 en "hedge fund" som *enhver kombineret investeringsform, der er privat organiseret, og som forvaltes af professionelle kapitalforvaltere, og som ikke er bredt tilgængelig for offentligheden*. Financial Services Authority i Det Forenede Kongerige har afslået at definere begrebet, da der ikke kan påvises ensartethed.

Af fælles kendetegn kan dog nævnes:

- private partnerskaber eller investeringsselskaber
- hjemsted i udlandet, sædvanligvis i skattely eller lande med lempelig lovgivning
- resultatrelaterede gebyrer
- frihed til at benytte et udvalg af investeringsteknikker til at øge afkastet og/eller nedbringe risikoen
- begrænset til rige og avancerede investorer
- stiler efter absolut afkast.

Handelsstrategierne bygger ofte på matematiske modeller, markedsineffektiviteter eller økonomiske tendenser. Der er følgende primære investeringskategorier (Tremont/TASS):

- Long/Short equity: Investering i værdipapirer med lang og kort løbetid for at undgå en markedsneutral position.
- Convertible arbitrage: Indtagelse af lang position på et konvertibelt værdipapir og kort position på de ordinære aktier.
- Event driven: Udnyttelse af en virksomhedsbegivenhed (f.eks. en fusion).
- Equity Market neutral: Udnyttelse af ineffektiviteter på aktiemarkedet og minimering af markedsrisikoen.
- Global Macro: Udnyttelse af vigtige økonomiske tendenser eller begivenheder.
- Fixed Income Arbitrage: Udnyttelse af arbitragemuligheder i fastforrentede værdipapirer.
- Dedicated Short Bias: Investering hovedsagelig i korte aktiepositioner og aktiederivatprodukter.
- Emerging Markets: Udnyttelse af ineffektiviteter og ringe information på nye markeder.
- Managed Futures: Handel på markeder for børsnoterede finansielle terminspapirer og terminsvarer.
- Funds of Funds: Investering i flere "hedge funds" med forskellige investeringsformer.

Der stilles ikke nogen "officielle" risikospredningskrav til "hedge funds". Den kraftige vækst i den seneste tid skyldes gode positive afkast i en periode med ringe resultater på hovedindeksene og de deraf følgende investorkrav om porteføljespredning.

Investorerne har hidtil fortrinsvis været "kvalificerede" enkeltpersoner, som forstår og accepterer de iboende risici. "Hedge funds" er vanskeligt tilgængelige for andre end erfarne investorer. Der er dog kommet mange nye til i de sidste 2-3 år, herunder små organisationer under ledelse af kapitalforvaltere, som hidtil kun har beskæftiget sig med lange værdipapirer.

Pensionsfonde og forsikringsselskaber er nu også ved at blive væsentlige aktører. Direktiverne om investeringsinstitutter gør det muligt for "funds of funds" at investere op til 30 % af deres aktiver i "andre institutter for kollektiv investering", herunder "hedge funds", forudsat at de opfylder nogle standarder svarende til kravene i de relevante direktiver.²⁷ Mediedækningen har ligeledes skabt interesse hos private investorer.

"Hedge funds" er underlagt lovgivningen i den jurisdiktion, hvor de har hjemsted. Lovgivningen kan begrænses til aspekter som svindel, hvidvaskning af penge og markedsmanipulation. Kapitalforvaltere har ofte hjemsted i en anden og mere restriktivt reguleret jurisdiktion, men det er kun deres administrative funktioner, der er underlagt regulering i denne jurisdiktion. De kontrollerende myndigheder har ikke en fælles global tilgang, og der er lovændringer på vej i flere EU-medlemsstater.

²⁵ Data fra arbejdsdokument om "hedge funds" udarbejdet af Financial Services Authority (august 2002).

²⁶ Data fra PricewaterhouseCoopers (maj 2003).

²⁷ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/107/EF og 2001/108/EF af 21. januar 2002 om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF.

2.2.3 Svensk proposisjon om investeringsfonder

I den svenske proposisjonen 2002/03:150 En ny lag om investeringsfonder sies det om «hedgefond»:

En tradisjonell fond er normalt beroende av stigende marknadspriser for å skape en positiv avkastning. Hedgefonder er samlingsnavnet på fonder som forvaltas på ett mer fritt sätt og där avsikten normalt är att skapa en positiv avkastning oberoende av marknadens utveckling. Förvaltaren kan använda sig av en rad olika metoder och strategier och i allmänhet utnyttjas förvaltningsorganisationens specifika kompetens inom ett visst område. En följd av detta är att hedgefonder är en mycket heterogen kategori av fonder, men också att förvaltarnas skicklighet blir betydligt mer avgörande för fondens avkastning än för traditionella fonder. Det finns dock hedgefonder som på förhand lägger fast en detaljerad strategi och som då inte blir lika beroende av förvaltaren eller enskilda personer under själva genomförandet. När strategin väl ligger fast är det på förhand bestämt hur en förvaltare skall agera i de situationer som uppkommer på marknaden. Medan marknadsrisken är den övervägande risken för traditionella fonder är förvaltarrisken den mest väsentliga för hedgefonder. Risknivån i hedgefonder varierar beroende på deras strategier. Det finns hedgefonder som arbetar på en uttalat låg risknivå, men också hedgefonder med en strategi som syftar till att öka risken. Ofta kan det vara svårt för en utomstående att till fullo få insyn i och förstå förvaltningsstrategin i dessa fonder.

2.3 «Private equity»

2.3.1 Rapport fra Nærings- og handelsdepartementet

Nærings- og handelsdepartementet publiserte 1. november 2002 rapporten «Kapitalmarkedet for nyetablerte foretak. En studie av etterspørsels- og tilbudssiden.» Nedenfor følger utdrag fra kapittel 4 som beskriver tilbudssiden. Bare de delene som er mest relevant for å kunne vurdere om spesialfond skal kunne plassere i «private equity» er med. Utdraget gir derfor ikke et dekkende bilde av tilbudssiden for «private equity» som sådan.

Private equity

Private equity-markedet omfatter risikokapitalinvesteringer i foretak som ennå ikke er notert på en børs. For foretak som befinner seg i en tidlig fase av sin utvikling kan private equity-markedet karakteriseres som et "direkte søk-marked". Dette fordi kjøper og selger må finne hverandre direkte, dvs. at både informasjonsinnhenting og transaksjonsinngåelse foregår på privat og uformell basis. Et slik marked er preget av informasjonsproblemer når det gjelder å finne hverandre, og stor grad av asymmetrisk informasjon mellom aktørene både før og etter eventuell kontraktsinngåelse.

For foretak som er kommet lenger i sin utvikling kan det være aktuelt å benytte en agent for å finne investorer. Disse agentene har gjerne spesiell kunnskap om verdsettelse av foretak, og meglerforetak er typiske tilbydere av slike tjenester. Denne del av private equity-markedet kan derfor karakteriseres som et "megler-marked". I dette markedet underlettes søket etter investorer og graden av asymmetri mellom kjøper og selger før kontraktsinngåelse reduseres.

For å sikre seg mot uønsket atferd fra foretakets side, vil investorene normalt finansiere foretaket i flere runder. Dette medfører at man operer med ulike kapitalbegreper som undermengder under private equity-begrepet. Fordi det ikke finnes allmenne definisjoner å ty til, hersker det en viss begrepsforvirring. Figur[en] (...) tar sikte på å avklare begrepsbruken slik den bl.a. brukes av EVCA. (European Venture Capital Association, Kredittilsynets anmerkning).

Venturekapital

Venturekapital er kapital som tilføres i de tidlige fasene av et foretaks utvikling. (...)

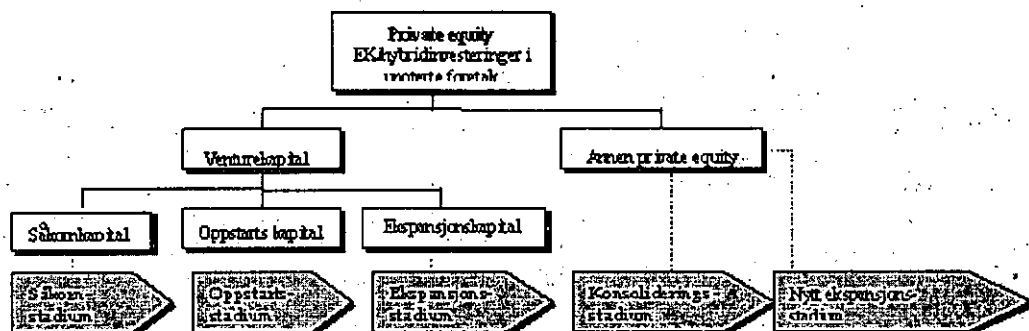
- Såkornkapital, dvs. kapital og kompetanse tilført for å utvikle forretningskonseptet i form av en prototyp el.
- Oppstartskapital, dvs. finansiering av videre produkt/tjenesteutvikling og innledende markedsføring.
- Ekspansjonskapital, dvs. finansiering av ekspansjon av produksjons- og salgskapasitet.
- Ekspansjonsfinansiering kan enkelte ganger deles i en tidlig og en sen ekspansjonsfinansiering.

Annen private equity

Dette omfatter bl.a. kapital brukt til:

- Management buyout (MBO), dvs. at investor kjøper ut eiere i foretakets ledelse, ofte entreprenøren(e), for å kunne innsette nytt lederteam.

- Management buyin (MBI) som er å "kjøpe" inn en eller flere utenforstående ledere som kan ta over foretaket, fordi investorer mener sittende ledelse mangler nødvendig kompetanse.
- Leverage buyout (LBO) er et kjøp som finansieres med høy låneandel. Ved LBO er tanken vanligvis at det oppkjøpte foretakets midler i etterkant kan dekke rentekostnader og avdrag. (...)



Ventureforetak

Ventureforetak spesialiserer seg på å gå inn med aktivt eierskap i foretak med stort utviklingspotensial. Foretakene det investeres i benevnes gjerne som porteføljeforetak fordi ventureforetak normalt sprer sin risiko gjennom å investere i en portefølje av foretak. (...) ventureforetaket består av et forvaltningsselskap som etablerer ett eller flere fond hvor eksterne investorer kan plassere kapital, som forvaltningsselskapet igjen investerer i porteføljeforetak. (...)

Forvaltningsselskapet forvalter fond(ene) og er ansvarlig for all kontakt med porteføljeforetakene, fra prosjektutvelgelse til exit. Kompensasjonen til forvaltningsselskapet består normalt av et fast honorar, avhengig av det enkelte fonds størrelse, og en andel av den avkastning som oppnås på investeringene. Forvaltningsselskapet kan også være investorer i fondet. Fondene kan være organisert som aksjeselskaper, allmennaksjeselskaper eller kommandittselskaper. (...)

Fondene kan organiseres med begrenset varighet, eller de kan være uten angitt levetid. De kan ha en definert kapitalramme som skal ligge fast over tid, eller de kan være åpne for nye kapitalinnskudd. Når ventureforetaket investerer i tidlige stadier av foretakenes utvikling, og fondet er lukket for supplerende kapitalinnskudd, må det reserveres midler for oppfølgingsinvesteringer i de påfølgende stadier. Alternativt må det være muligheter til å utvide fondets kapitalramme. De store ventureforetakene er normalt organisert slik at fondsdeltakerne kommitterer en definert kapitalramme som kalles inn ved behov, og porteføljeinvesteringene realiseres (exit) innen et på forhånd fastsatt tidsrom.

Det eksisterer noe forskning, spesielt fra USA, som angår organisasjonsformens innvirkning på ventureforetaks atferd. Et poeng er at tidsbegrensede fond kan medføre kortsiktig atferd for å tilfredsstille investorene. Når fondets levetid er ute, og investorene skal få sin avsluttende avkastning, skal resultatet være best mulig. Dette kan motivere forvaltningsselskapet til å velge strategier for maksimering av porteføljeforetakets verdi i forhold til denne fristen, noe som kan komme i strid med maksimering av porteføljeforetakets verdi på lengre sikt (Matson, 2000). (...)

Enkelte ventureforetak minimerer risiko gjennom å ha et vidt investeringsfokus og spre seg på forholdsvis mange prosjekter. Andre minimerer risiko gjennom å spesialisere seg på teknologiske nisjer, gjøre færre investeringer men redusere risiko gjennom tett oppfølging av porteføljeforetakene. (...) kravene til arbeidsinnsats og ekspertise [er] i stor grad uavhengig av prosjektenes størrelse. Konsekvensen av denne skalfordelen er at mange ventureforetak, under ellers like forhold, foretrekker å arbeide med et lite antall relativt store prosjekter. (...)

Normalt er det definert en levetid for fondene på fra 5-8 år. Dette innebærer at investeringene gjøres innenfor en femårsperiode, og at det må skapes en exit innen 3-5 år. Det er vanlig at ventureforetak har en opsjon i forhold til sine investorer til utvide fondets levetid dersom exitmulighetene oppleves som problematiske, og det antas at utsettelse gir bedre avkastning. En slik opsjon kan for eksempel lyde på utvidet levetid for fondet i 2x1 år. (...)

Tradisjonelt varierer eierandelen til ventureforetakene fra noen få prosent opp mot negativ kontroll (mer en 1/3). (...) Ventureforetakene krever uten unntak styrerepresentasjon, enten direkte eller gjennom partnere som man gjør parallellinvesteringer med. (...) Ventureforetakene beskriver en prosess der de arbeider så tett med ledelsen at de nesten kan regnes for å være en del av denne.

Avhending av investeringer (exit)

For venturekapitalister er avhendingen (exit) av investeringen av avgjørende betydning. Også prisen som betales for eierandelen i porteføljeforetaket påvirkes av avhendingsmulighetene. Begrensede muligheter innebærer en risikofaktor som må kompenseres med høyere avkastningskrav i form av en likviditetspremie. De avhendingsmetoder som anvendes er:

- Salg i forbindelse med notering på en offentlig regulert markeds plass (IPO)
- Salg av allerede noterte aksjer

De metoder som typisk benyttes når det ikke er mulig med exit på en ordnet markeds plass, er:

- Salg av hele foretaket til industriell kjøper (trade sale)
- Salg av andel til ventureforetak
- Salg av andel til entreprenør/ ledelsen i foretaket
- Salg av andel til privat investor
- Avskrivning ved likvidering og konkurs.

3 GJELDENE RETT OM VERDIPAPIRFOND OG ANDRE KOLLEKTIVE INVESTERINGER

3.1 Innledning

Kollektive investeringer i finansielle instrumenter gjøres gjennom verdipapirfond regulert av verdipapirfondloven og gjennom selskaper av ulike slag som aksjeselskaper, allmennaksjeselskaper, partnerskap med begrenset ansvar (limited partnerships), «limited liability companies»; truster, kommandittselskap, foreninger og andre formuesmasser. Det finnes i dag ingen legaldefinisjon på «hedgefond» eller venturefond i Norge. Disse ulike typer selskaper kalles ofte fond, uten at formuesmassen er et fond i verdipapirfondlovens forstand.

Norsk regulering tar utgangspunkt i den formelle organiseringen. Utgangspunktet er dermed at et selskap som har som formål å plassere i finansielle instrumenter reguleres av henholdsvis aksjelov, allmennaksjelov, selskapslov mv. i samsvar med den selskapsform som er valgt. Dersom en virksomhet har til formål å motta innskudd fra en ubestemt krets av personer for i fellesskap å delta i kjøp og salg av finansielle instrumenter, jf. vpfl. § 1-2 første ledd nr. 1, vil imidlertid realiteten slå gjennom selv om virksomheten er organisert som aksjeselskap. En slik virksomhet skal være organisert som et verdipapirfond under forvaltning av et forvaltningsselskap i samsvar med reglene i verdipapirfondloven og for øvrig oppfylle organisatoriske krav i verdipapirfondloven.

Det vises til Ot.prp. nr. 68 (1993-94) om lov om aksjefond m.v. side 18 om forholdet til aksjeselskap:

Et aksjeselskap vil på grunnlag av innbetalt aksjekapital kunne etablere en virksomhet som til en viss grad fungerer som et aksjefond. Etter gjeldende lov kan Kongen bestemme at loven helt eller delvis skal gjelde for slike aksjeselskaper. En antar at denne fullmakten ikke er påkrevet. Virksomheten vil eventuelt måtte skje innenfor rammen av aksjelovens regler. Dette innebærer en betryggelse for publikum og medfører på den annen side betydelige praktiske vanskeligheter for etablering av ordninger som kan fungere på samme måte som et aksjefond. Det skulle således ikke være behov for særskilt offentligrettslig regulering av dette forhold. Fullmaktsbestemmelsen i gjeldende lov er derfor ikke tatt med i utkastet.

Så lenge selskapets virksomhet skjer innenfor rammen av aksjelovens regler, blir altså virksomheten i utgangspunktet regulert av (allmenn)aksjeloven, uavhengig av at selskapet har som formål å plassere i finansielle instrumenter.

Irske myndigheter har imidlertid valgt en regulering hvor alle innretninger for kollektive investeringer i prinsippet er regulert og under tilsyn av Irish Financial Services Regulatory Authority (Finanstilsynet). Det avgjørende er hvilken faktisk virksomhet som drives, ikke hvilken juridisk struktur virksomheten har, se punkt 5.4.

3.2 Verdipapirfondloven

3.2.1 Sentrale plasseringsregler

Sentrale regler i verdipapirfondloven er regler om hvilke typer finansielle instrumenter et fond kan plassere sine midler i, krav til likvid plassering (børs eller autorisert markedsplass) og krav til risikospredning, jf. vpfl. §§ 4-5, 4-6 og 4-8. Vpfl. § 4-9 begrenser hvor stor andel plasseringer kan utgjøre hos en og samme utsteder for å forhindre at fond får for stor innflytelse i selskaper de investerer i. Vpfl. § 4-11 har sterke begrensninger på hvor mye og til hvilke formål et fond kan låne og setter forbud mot at fondet selger finansielle instrumenter fondet ikke eier, derivatforskriften § 2 første ledd fastsetter at et fonds derivateksponering ikke kan overstige eksponeringen fra fondets øvrige plasseringer (det vil si gearing) og vpfl. § 4-5 første ledd nr. 5 krever at valutaderivater kun kan brukes til å sikre valutaeksponering i fondets øvrige portefølje. Nettopp slike investerings-teknikker som shortsalg, opplåning, derivater for å øke risikoen i porteføljen i større utstrekning enn

det som følger av norsk regelverk og åpne valutaposisjoner benyttes ofte av «hedgefond». Det er ikke hjemmel til å dispensere fra disse reglene, hvilket gjør at fond som ønsker å benytte slike strategier i dag ikke kan etableres under verdipapirfondloven.

3.2.2 Verdipapirfond og verdipapirfondsforvaltning

Det følger av vpfl. § 1-1 at loven får anvendelse på verdipapirfond og forvaltningen av verdipapirfond. Verdipapirfond er i vpfl. § 1-2 nr. 1 definert som:

selvstendig formuesmasse oppstått ved kapitalinnskudd fra en ubestemt krets av personer mot utstedelse av andeler i fondet og som for det vesentlige består av finansielle instrumenter og/eller innskudd i henhold til § 4-5 sjette ledd

Verdipapirfondsforvaltning er definert i vpfl. § 1-2 nr. 3 som:

Forvaltning av et verdipapirfond herunder salg og innløsning av andeler i fondet og kjøp og salg av finansielle instrumenter for fondet

Om forvaltning av verdipapirfond heter det i vpfl. § 1-3:

Verdipapirfond skal forvaltes av et forvaltningsselskap i samsvar med reglene i denne lov.

Vpfl. § 1-4 fastsetter en enerett for forvaltningsselskaper til å opprette og forvalte verdipapirfond:

Verdipapirfond kan ikke opprettes eller forvaltes av andre enn forvaltningsselskap som har tillatelse til å drive verdipapirfondsforvaltning etter §§ 2-1, 2-12 eller 2-13.

Om organisering av forvaltningsselskap heter det i vpfl. § 2-5 første punktum:

Forvaltningsselskapet er forretningsfører for verdipapirfondet og treffer i denne egenskap alle disposisjoner over fondet som forvaltningen av det medfører.

Det er ikke noe fungerende annenhåndsmarked for verdipapirfondsandeler i Norge. Derimot er det et hovedprinsipp at andelseier kan kreve andelene innløst i kontanter, jf. vpfl. § 6-9. Et viktig prinsipp er dessuten at en andelseier ikke er ansvarlig for fondets forpliktelser utover andelsinnskuddet, jf. vpfl. § 3-1 fjerde ledd. Forvaltningsselskapet har dessuten en omfattende informasjonsplikt, se kapittel 9.

3.2.3 Tredelt funksjonsinndeling

Verdipapirfondloven bygger på en tredelt funksjonsinndeling, basert på en institusjonsstruktur som bygger på henholdsvis fond, forvaltningsselskap og depotmottaker. I Ot.prp. nr. 68 (1980-81) om lov om aksjefond mv. side 8 heter det:

Lovutkastet bygger på den tredelte funksjonsinndeling som anbefales i retningslinjene fra Europarådet og OECD og som ligger til grunn for den svenske aksjefondsloven. De midler som deltakerne eller andelseierne skyter inn i fellesskapet og den formue som opparbeides på grunnlag av disse midler, inngår i et frittstående fond, vanligvis et aksjefond, jfr. likevel § 1-1 annet ledd.

Fondet har ikke egne organer og utfører ingen aktive funksjoner.

Det aktive element er *forvaltningsselskapet*, som tar initiativet til opprettelse av fond og utarbeider, vedtar og søker stadfestelse av vedtekter for fondet. Forvaltningsselskapet utøver som forretningsfører alle gjøremål som følger med forvaltning av fondet. Det er i hovedsak gjøremål som har tilknytning til utstedelse og innløsning av andeler i fondet og kjøp og salg av verdipapirer for fondets regning.

Depotmottakeren skal holde fondets formuesmasse adskilt fra forvaltningsselskapets og føre en formell kontroll med at forvaltningsselskapets disposisjoner over fondet er hjemlet i loven og fondets vedtekter.

Selv om det ikke ble valgt en organisasjonsform som gir andelseierne direkte ledelse av fondets virksomhet, heter det om andelseiernes interesser i proposisjonen side 8:

Andelseiernes interesser er ellers søkt ivare tatt gjennom bestemmelser i loven som stiller krav til forvaltningsselskapets kapital, regulerer virksomheten og etablerer kontroll gjennom depotmottaker og offentlig tilsyn. Fondet blir etter utkastet et selvstendig rettssubjekt. Andelseierne hefter ikke for fondets forpliktelse utover de innskutte andeler.

Kontrollen gjennom offentlig tilsyn følger blant annet av vpfl. § 2-1 første ledd hvoretter verdipapirfondsforvaltning bare kan drives med tillatelse fra departementet (delegert til Kredittilsynet). Om denne offentlige godkjenningen heter det i Ot.prp. nr. 68 (1980-81) side 16:

Godkjenning forutsettes gitt når lovbestemte krav er oppfylt og foretaket anses skikket, ut fra andelseiernes interesser. I dette ligger både krav til faglig kompetanse hos ledelsen, forsvarlig organisasjon og til at de som står bak foretaket har allmenn tillit.

Mer konkrete krav til faktisk og daglig leder, til ansvarlig kapital og til aksjeeier med betydelig eierandel er senere inntatt i loven, jf. vpfl. §§ 2-2, 2-3 og 2-4.

For øvrig vises til nærmere drøfting av de enkelte bestemmelser i verdipapirfondloven, herunder om fond, forvaltningsselskap og depotmottaker.

3.2.4 UCITS-direktivet

UCITS-direktivet ligger til grunn for store deler av verdipapirfondloven. Ot.prp. nr. 68 (2002-2003) sidene 11 og 12 beskriver kortfattet EØS-reglene og endringer i disse:

Direktiv 85/611/EØF (UCITS-direktivet) omhandler samordning av lover og forskrifter om visse foretak for kollektive investeringer i verdipapirer. Direktivet slik det lød ved fastsettelsen i 1985, hadde til formål å gjennomføre en samordning av de nasjonale lover som gjelder foretak for kollektiv investering med sikte på tilnærming på fellesskapsnivå av foretakenes konkurransenivå og dermed sikre et mer virkningsfullt og ensartet vern av andelseierne. Det ble lagt til grunn at en slik samordning ville gjøre det lettere for foretak for kollektiv investering (fondsforvaltningsselskap) som er hjemmehørende i en medlemsstat, å markedsføre sine andeler på andre medlemsstaters territorium. Samordningen var begrenset til den type fond som direktivet omfatter, dvs. UCITS-fond. Direktivet er ikke til hinder for at medlemsstatene tillater etablering av andre typer fond (sk. nasjonale fond). Slike fond kan imidlertid ikke markedsføres i andre EØS-stater under direktivet. Direktivet var opprinnelig til hinder for at forvaltningsselskapene som markedsfører UCITS-fond i andre EØS-stater i medhold av direktivet, drev annen type virksomhet.

Ved EØS-reglene som svarer til direktiv 2001/107/EF og 2001/108/EF ble EØS-reglene som svarer til direktiv 85/611/EØF endret.

(...)

UCITS-direktivet er et såkalt minimumsdirektiv som ikke er til hinder for at det innføres strengere regler i Norge med hensyn til hvilke betingelser produktene eller forvaltningsselskapene skal oppfylle for at disse skal kunne tilbys i andre EØS-land. Departementet har ikke sett tungtveiende argumenter for å innføre strengere regler i verdipapirfondloven enn det direktivet legger opp til. Departementet viser blant annet til konkurranseaspektet og at verdipapirfondsbransjen er utsatt for konkurranse fra utenlandske tilbydere. Videre antas det at forholdet til andelseierne, kompetanseforhold, mulige interessekonflikter og internkontrollspørsmål i tilstrekkelig grad ivaretas av direktivets minimumskrav. Gjennomføringen av direktivet bør derfor hovedsakelig gjennomføres ved at verdipapirfondloven i størst mulig grad gjenspeiler reguleringen i UCITS-direktivet. Departementet vil imidlertid følge utviklingen med hensyn til hvordan andre land det er naturlig å sammenligne seg med gjennomfører direktivet. Departementet foreslår for øvrig å opprettholde adgangen til å etablere nasjonale fond med særskilt tillatelse til unntak fra en eller flere av lovens bestemmelser.

Det norske regelverket om shortsalg, låneopptak og risikøkende derivatstrategier er i samsvar med UCITS-direktivet.

3.3 Kollektive investeringer i ulike selskapsformer

3.3.1 Ulike selskapsformer

Kollektive investeringer som ikke gjøres gjennom verdipapirfond regulert av verdipapirfondloven kan som nevnt gjøres gjennom selskaper og formuesmasser av ulike slag.

Selskaper deles gjerne i fire hovedgrupper, etter formen på deltakernes ansvar for selskapsgjeld utad:

- Selskaper med begrenset deltakeransvar (AS og ASA)
- Selskaper med ubegrenset personlig deltakeransvar (ANS)
- Selskaper med delt deltakeransvar (DA)
- Selskaper med blandet deltakeransvar (KS og stille selskaper)

Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (asl.) og lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (asal.) regulerer henholdsvis aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. Begge er selskap hvor ikke noen av deltakerne har personlig ansvar for selskapets forpliktelser udelt eller for deler som til sammen utgjør selskapets samlede forpliktelser.

Ansvarlige selskaper, herunder selskap med delt ansvar, kommandittselskaper og stille selskaper, reguleres av lov 21. juni 1985 nr. 83 om ansvarlige selskaper og kommandittselskaper. Selskapsloven gjelder «når en økonomisk virksomhet utøves for to eller flere deltakeres felles regning og risiko, og minst en av deltakerne har et ubegrenset, personlig ansvar for virksomhetens samlede forpliktelser» og loven gjelder også «hvor to eller flere deltakere har et ubegrenset ansvar for deler av forpliktelsene når disse deler til sammen utgjør virksomhetens samlede forpliktelser.»

Kollektive investeringer kan også gjøres i en forening (organisasjoner og lag). I en forening vil ikke deltakerne ha eiendomsrett til selskapsformuen. Det har bare foreningen.

Også en rekke selskapstyper regulert av utenlandsk rett som partnerskap med begrenset ansvar (limited partnerships), «limited liability companies», trusters mv., benyttes for å foreta kollektive plasseringer i finansielle instrumenter. Disse er gjerne etablert i skatteparadis.

Som hovedregel vil investeringer i finansielle instrumenter bli gjort gjennom selskapstyper med begrenset deltakeransvar for selskapsgjeld. Begrensningen av ansvaret er nettopp hovedbegrunnelsen for valg av selskapsformen.

3.3.2 Hovedprinsipper for aksjeselskap

Nedenfor nevnes kort enkelte hovedprinsipper for aksjeselskap:

En aksje omsettes i et annenhåndsmarked. Aksjeloven og allmennaksjeloven har ikke bestemmelser om rett til tegning i selskapets levetid eller bestemmelser om rett til innløsning av aksjer. Derimot er det i kapittel 10 i aksjeloven og allmennaksjeloven regler om kapitalforhøyelse og i kapittel 12 regler om nedsetting av aksjekapitalen.

På generalforsamlingen, hvor aksjeeierne har rett til å møte, utøver aksjeeierne den øverste myndighet i (allmenn)aksjeselskapet, jf. asl. og asal. §§ 5-1 og 5-2. Utdeling av utbytte er en av de saker som skal behandles på generalforsamlingen, jf. asl. § 5-5 og asal. § 5-6. En aksjeeier har rett til å få behandlet spørsmål på generalforsamlingen som er meldt skriftlig til styret i så god tid at det kan tas med i innkallingen, jf. asl. og asal. § 5-11. En aksjeeier kan sette fram forslag om gransking av selskapets stiftelse, forvaltning eller nærmere angitte forhold ved forvaltningen eller regnskapene. Får forslaget tilslutning av aksjeeiere som har minst en tidel av den aksjekapital som er

representert på generalforsamlingen, kan enhver aksjeeier innen en måned etter generalforsamlingen kreve at tingretten ved kjennelse beslutter granskning, jf. asl. og asal. § 5-25.

En aksjonær har også mulighet for å delta i (allmenn)aksjeselskapets styre. Medlemmene av styret velges av generalforsamlingen, jf. asl. og asal. § 6-3.

Det følger av lov om årsregnskap av 17. juli 1998 nr. 56 § 3-1 at regnskapspliktige for hvert regnskapsår skal utarbeide årsregnskap og årsberetning i samsvar med bestemmelsene i regnskapsloven. Årsregnskapet, årsberetningen og revisjonsberetningen skal senest en uke før generalforsamlingen sendes til hver aksjeeier med kjent adresse, jf. asl. § 5-5 og asal. § 5-6. Dette er den vesentligste informasjon aksjeeierne har rett til.

3.4 Enkelte gråsonespørsmål. Rettspraksis og forvaltningspraksis

Det framgår av sitatet fra Ot.prp. nr. 68 (1993-94) om lov om aksjefond over at «Virksomheten vil eventuelt måtte skje innenfor rammen av aksjelovens regler». Trår man utenfor denne rammen og i stedet innenfor rammen av verdipapirfondloven, slår realiteten gjennom. Organiseringen av virksomheten vil bli vurdert slik at den er omfattet av verdipapirfondloven og dermed krever tillatelse. Overtredelse er straffbart.

3.4.1 *Investeringsaksjeselskap. Opp- og nedskrivninger og B-aksjonærer*

Konstruksjoner der et aksjeselskap gir aksjonærene mulighet til å gå ut og inn av selskapet med regelmessig opp- og nedskrivning av aksjekapitalen vil kunne bli vurdert slik at de i realiteten er verdipapirfond og dermed omfattet av verdipapirfondloven.

Det har også vært forsøkt etablert ordninger med B-aksjonærer som et alternativ til kapitalforhøyelse. B-aksjonærene ble ikke ansett å tilhøre en bestemt krets og skulle gi lån til aksjeselskapet. Aksjeselskapet brukte lånene til å investere i finansielle instrumenter. Ved innløsning solgte aksjeselskapet tilstrekkelig med finansielle instrumenter til å betale lånet tilbake sammen med avkastningen.

I en sak i 2002 uttalte Kredittilsynet følgende:

Kredittilsynet har tidligere lagt til grunn at formell organisering ikke er avgjørende i forhold til verdipapirfondlovens regler. Konstruksjoner der aksjonærer yter lån til selskapet mot utstedelse av andeler og der kapitalen anvendes til investering i finansielle instrumenter kan omfattes av verdipapirfondloven, hvis virksomheten for øvrig rammes av definisjonen av verdipapirfond i § 1-2 første ledd nr 1. Dette fordi man da i realiteten står overfor: "forvaltning av et verdipapirfond herunder salg og innløsning av andeler i fondet og kjøp og salg av finansielle instrumenter for fondet", jf. verdipapirfondloven § 1-2 første ledd nr. 3. Det faktum at virksomheten er organisert som et aksjeselskap er altså uten betydning, dersom virksomheten i realiteten innebærer at det mottas innskudd fra en ubestemt krets av personer mot utstedelse av andeler i fondet og som i det vesentlige består av finansielle instrumenter.

3.4.2 *Innretning for en bestemt krets*

Verdipapirfond er i vpfl. § 1-2 første ledd nr. 1 definert slik at det omfatter kapitalinnskudd fra «en ubestemt krets av personer». Er det en klar avgrensning av hvem som kan skyte inn kapital og dermed bli eier av andeler, er det ikke et verdipapirfond i lovens forstand. På dette området skiller Norge seg fra andre land. I Danmark kan det etableres fāmansforeninger der kretsen er bestemt. Slike kan søke om å bli underlagt reglene om investeringsordninger, se punkt 5.3.1. I Irland er ikke selskapsstrukturen avgjørende, men hvilken virksomhet som drives; uavhengig av bestemt eller ubestemt krets.

I en straffedom fra Oslo tingrett 31. mars 2004 mot Gemini Forvaltning AS framkommer følgende om ubestemt krets:

For kort å beskrive den virksomheten som reguleres av lov om verdipapirfond siteres fra lovens forarbeider, Ot.prp. nr. 68 (1980-81) under avsnittet "Hovedinnholdet i proposisjonen":

Lovutkastet regulerer den virksomhet som er knyttet til felles investering i aksjer og andre verdipapirer på grunnlag av innskudd fra publikum. Virksomheten består i hovedsak i utstedelse og innløsning av andeler til publikum og kjøp og salg av verdipapirer for fellesskapets regning.

Det sentrale her er at virksomheten knyttet til felles investeringer i aksjer og andre verdipapirer baserer seg på innskudd fra publikum – eller som det uttrykkes i lovens § 1-2 nr 1: "kapitalinnskudd fra en ubestemt krets av personer". Dette uttrykket avgrensner lovens virkeområde mot aksjespareklubb eller andre foretak med så vidt snever krets av deltakere at det ikke er behov for lovregulering, jf. proposisjonen side 17 annen spalte. Seksjonssjef Eystein Kleven ga i sin vitneforklaring uttrykk for at spørsmålet om man henvender seg til en ubestemt krets av personer må bero på en helhetsvurdering der kontrollfunksjonen blir det sentrale element. Synspunktet er at dersom man henvender seg til en definert gruppe som ikke er for stor, vil den sosiale kontrollen, som f. eks. i en aksjespareklubb, tre istedenfor den offentlige regulering som lov om verdipapirfond representerer.

I saken ble det konkludert med at ordningen ikke var et lukket investeringsselskap med aksjonærer. Selskapet tok imot kapitalinnskudd fra en ubestemt krets av personer og forvaltet folks sparepenger og var således ulovlig.

Dersom det mottas kapitalinnskudd fra en bestemt krets, kan det dermed etableres ordninger som ligner på et verdipapirfond, for eksempel i form av en aksjespareklubb, uten at virksomheten kommer inn under verdipapirfondloven. Om bestemt krets i forhold til et fond med begrenset krets av innskytere - som vil være fond under verdipapirfondloven med begrenset, men likevel ubestemt krets av innskytere - se kapittel 9 om vpfl. §§ 3-3 første ledd nr. 18 og 7-3 tredje ledd.

3.4.3 Særskilt om plasseringer i annet enn finansielle instrumenter

Verdipapirfond er i vpfl. § 1-2 nr. 1 definert som selvstendig formuesmasse oppstått ved kapitalinnskudd fra en ubestemt krets av personer mot utstedelse av andeler i fondet og som for det vesentlige består av finansielle instrumenter og/eller innskudd i henhold til vpfl. § 4-5 sjette ledd.

En formuesmasse som er organisert på samme måte som et fond, men som er opprettet for å plassere i «special purpose»-selskaper/datterselskaper som igjen skal investere i fast eiendom, vil i utgangspunktet ikke være regulert av verdipapirfondloven. Slike selskaper vil ofte fungere som lukkede investeringsselskaper, og får dermed ikke kapitalinnskudd fra en ubestemt krets. Andelene kan heller ikke innløses. Selv om det formelt plasseres i et mellomselskap, altså i finansielle instrumenter, som igjen eier fast eiendom eller andre formuesgoder, vil disse mellomselskapene ofte være etablert av skattemessige årsaker. Realiteten er at disse «fondene» skal drive utleievirksomhet, med skip mv. Investorene sitter med eiendomsretten til eiendommer, skip mv. i kraft av sine aksjer i mellomselskapene. Formålet er dermed å drive eiendomsforvaltning, forvaltning av skip mv. og ikke kjøp og salg av finansielle instrumenter.

Disse selskaper har slektskap med «private equity»-selskaper. Til forskjell fra disse «special purpose»-selskaper, har imidlertid «private equity»-selskaper til formål å tilføre kapital til det aktuelle foretaket - og særlig i de tidlige fasene i et foretaks utvikling (såkorn-, oppstarts- og ekspansjonskapital) - for deretter å selge seg ut. «Private equity»-selskaper spesialiserer seg dessuten på å gå inn med aktivt eierskap.

3.5 Konklusjon vedrørende behov for kollektive plasseringer regulert av verdipapirfondloven

De praktiske vanskeligheter ved aksjeselskapsformen som alternativ til verdipapirfond som det vises til i den ovenfor siterte Ot.prp. nr. 68 (1993-94), er blant annet følgende:

- Potensielle investorer må i utgangspunktet være med å stifte aksjeselskapet og stifterne må fra stiftelsen ha en plan for selskapets levetid. I og med at det ikke kan etableres «open ended» aksjeselskap i Norge, må selskapet benytte kapitalforhøyelser og kapitalnedsettelse, i samsvar med (allmenn)aksjelovens regler, for å kunne foreta nytegninger og innløsninger tilsvarende som i verdipapirfondloven. Dette er omstendelig.
- Kapitalnedsettelse kan være problematiske i forhold til at kapitalen er nødvendig i selskapet, for eksempel i et selskap/«private equity»-fond som er etablert for å utvikle selskapet til det er klart for børshotering, for salg mv.
- Aksjer i unoterte investeringsaksjeselskaper vil normalt være lite likvide. Det er dermed mer omstendelig å omsette en slik aksje enn å innløse en andel og dermed vanskeligere å komme seg ut av en investering i et aksjeselskap enn i et verdipapirfond. Dersom selskapet tilbyr en form for medvirkning for å finne kjøper til aksjen, skal det ikke mye til før selskapet må ha konsesjon som verdipapirforetak etter verdipapirhandeloven.
- Aksjonærer i et aksjeselskap kan ha problem med å sikre seg tilstrekkelig løpende informasjon under selskapets levetid. Dette i motsetning til et verdipapirfond, hvor andelseierne skal ha informasjon løpende. Potensielle stiftere av et aksjeselskap må dermed sørge for å sikre seg rett til informasjon ved at dette nedfelles i avtaleform når selskapet stiftes.

Disse praktiske vanskelighetene aksjonærer i investeringsaksjeselskaper/«private equity»-fond har, gjør at det er behov for å kunne gjøre de plasseringer som i dag gjøres i denne type selskaper i verdipapirfond regulert under verdipapirfondloven. Loven tilbyr et ferdig utarbeidet regelverk som skal ivareta andelseiernes interesser blant annet når det gjelder tegning og innløsning av andeler, lukking av fond (lukket inngang og utgang) og informasjonskrav. Man får dermed et allerede utarbeidet standardisert sett av regler som vil gjelde for alle fond som etableres under verdipapirfondloven. I tillegg er det opprettet et særskilt regulerende og kontrollerende organ, Kredittilsynet. Dette lovsystem med særskilt selskapsregulering og tilsyn innebærer at en rekke forhold som ellers løses sivilrettslig mellom partene, aksjonær – selskap, her løses gjennom et regulerende og håndhevende myndighetsorgan. Myndighetsorganet skal bidra til at andelseierne behandles likt med hensyn til informasjon og andre rettsgoder. Således gis aktørene en ramme omkring sin virksomhet med formodentlig større fleksibilitet og prosessøkonomisk større forutsigbarhet enn hva det alminnelige selskapsrettslige system isolert gir. Det må antas at ønsket fra en rekke aktører om å få adgang til å organisere alternative investeringer under fondsreguleringen er et uttrykk for at denne løsningen gir bedre betingelser for å utvikle disse markedene. Følgende uttalelse i proposisjonen, 2002/03:150 En ny lag om investeringsfonder taler for at samme betraktning er lagt grunn i Sverige:

För specialfonder gäller som utgångspunkt samma regler som för värdepappersfonder. Den grundstruktur som föreslås för värdepappersfonder bör gälla även för specialfonder. För investeringsfonder finns därmed en gemensam grundstruktur med följande innehåll

- fondernas rättsliga ställning,
- verksamheten är förenad med tillståndsplikt,
- tillgångarna i fonden skall förvaras av ett förvaringsinstitut,
- innehållet i fondverksamheten och fondbolagets ansvar och skyldigheter, inklusive skadeståndsskyldighet,
- möjligheten att ingå uppdragsavtal för del av fondverksamheten,
- bestämmelser om upphörande och överlåtelse av fondverksamheten,
- fondbestämmelser,
- den rättsliga beskrivningen av fondandelarna, och
- vissa grundläggande informationskrav.

4 SKATTLEGGING

4.1 Andelseiere og verdipapirfond

Nedenfor gjengis en omtale av skatt fra Verdipapirfondenes Forenings hjemmeside:

Nedenfor gis det en kortfattet oversikt over de skatteregler som gjelder for andelseiere i verdipapirfond, og deretter for de skatteregler som gjelder for verdipapirfondet.

1. Skatteregler for andelseiere

A. Aksje- og kombinasjonsfond

Regler for gevinst- og tapsbeskatning:

- Realisert kursgevinst på andelene (det vil si differansen mellom den kurs man har tegnet og innløst andelene for) beskattes som kapitalinntekt med en skattesats på 28 %.
- På samme måte er realisert kurstap fradragsberettiget etter samme sats.
- For å unngå dobbeltbeskatning videreføres den årlige RISK-reguleringen til andelseier for de norske verdipapirene fondet eventuelt har investert i.
- RISK-beløpet tillegges kostpris, og inngår i beløpet som legges til grunn for å beregne gevinst/tap ved realisering av andelene.
- Akkumulerte tildelte RISK-beløp får dermed skattemessig betydning først det året andelene realiseres. Dette gjør at skatten på realisert kursgevinst som oftest blir lavere enn 28 % i de tilfeller fondet har investert i norske aksjer.

Regler for utbyttebeskatning:

Utbytte er skattefritt på andelseierens hånd på grunn av at godtgjørelsesmodellen ligger til grunn for den skattemessige beregningen.

Regler for formuesbeskatning:

Andelens ligningsverdi utgjør 100% av markedsverdien pr. 1. januar året etter ligningsåret.

B. Obligasjonsfond og pengemarkedsfond (rentefond)

Regler for gevinst- og tapsbeskatning:

- Vanligvis utbetaler fondet skattepliktig inntekt til andelshaverne, og utbetalinger fra rentefond er skattepliktig som kapitalinntekt for andelshaverne. Skattesatsen er 28 %. Den skattepliktige inntekten består av renteinntekter knyttet til fondets investeringer, samt kursgevinster/tap på rentebærende papirer som fondet har realisert, minus fradragsberettigede kostnader (for eksempel fondets forvaltningskostnader).
- Urealiserte kursgevinster på rentebærende verdipapirer som rentefondet har investert i, kommer til beskatning for andelseieren når han realiserer sine andeler. Skattesatsen er 28 %.
- Urealiserte kurstap på rentebærende verdipapirer som rentefondet har investert i, er fradragsberettiget for andelseieren med samme prosentsats, dvs. 28 %, når han realiserer sine andeler.

Regler for formuesbeskatning:

Andelens ligningsverdi utgjør 100% av markedsverdien pr. 1. januar året etter ligningsåret.

2. Skatt for verdipapirfondet

A. Skatteregler for aksje- og kombinasjonsfond

- Aksjefond er fritatt for skatteplikt på gevinst og har ikke fradragsrett for tap ved realisasjon av aksjer, forutsatt at fondets vedtekter forbyr utdeling av slike gevinster/fradragsretter til andelseierne.
- Dersom et aksjefond kommer i skatteposisjon må fondet svare 28 % inntektsskatt av øvrige inntekter. (De inntekter som aksjefondene må svare inntektsskatt for er imidlertid så begrensede at slike fond vanligvis ikke kommer i skatteposisjon.)
- Utbytte fra norske aksjer er skattefritt som følge av godtgjørelsesmodellen.
- Kombinasjonsfond beskattes som aksjefond.

B. Skatteregler for obligasjons- og pengemarkedsfond (Rentefond)

- Rentefond er ikke fritatt for beskatning av realiserte gevinster på verdipapirer slik tilfellet er for aksjefond.
- Realiserte netto kursgevinster på rentebærende verdipapirer, samt opptjente periodiserte renteinntekter, minus fradragsberettigede kostnader (for eksempel fondets forvaltningshonorar), beskattes i utgangspunktet på rentefondets hånd med 28 % inntektsskatt. Dette kalles ofte skattepliktig overskudd
- Rentefond kan imidlertid kreve fradrag i inntekten for beløp utdelt til andelshaverne. I praksis utdeler rentefondene skattepliktig overskudd til andelseierne, slik at rentefondene normalt ikke kommer i skatteposisjon, og skatteplikten videreføres til andelshaveren.

C. Regler for formuesbeskatning:

Verdipapirfondene er fritatt for formuesskatt.

Når det gjelder plasseringer i derivater, har Kredittilsynet forstått det slik at selv om aksjefond er fritatt for skatteplikt på gevinst og ikke har fradragsrett for tap ved realisasjon av aksjer, forutsatt at fondets vedtekter forbyr utdeling av slike gevinster/fradragsretter til andelseierne, gjelder antakelig ikke det samme for plasseringer i derivater med aksjer som underliggende. Det vil dermed for slike derivater være skatteplikt på gevinst og fradragsrett for tap.

Rentefond er ikke fritatt for beskatning av realiserte gevinster på verdipapirer slik tilfellet er for aksjefond. Så vidt skjønnes gjelder det samme for derivater med renteinstrumenter som underliggende.

Kredittilsynet har ikke forvaltningskompetanse på skatt. Kredittilsynet har ikke forelagt det ovenstående for fagetaten. Kredittilsynet har heller ikke kartlagt bakgrunnen for at det i sin tid er besluttet at bare aksjefond og kombinasjonsfond er fritatt for skatteplikt på gevinst og ikke har fradragsrett for tap ved realisasjon av aksje eller hvorfor det eventuelt er andre regler for derivatplasseringer med aksjer som underliggende.

4.2 Aksjeselskaper og aksjonærer

Kredittilsynet legger til grunn at det for aksjeselskaper er skatteplikt på realisert gevinst og fradragsrett for realisert tap. Når et investeringsaksjeselskap kjøper og selger finansielle instrumenter, vil selskapet dermed være skattepliktig for gevinst/ha fradragsrett for tap. En aksjonær i selskapet som realiserer sine aksjer vil dessuten være skattepliktig for realisert gevinst og ha fradragsrett for realisert tap.

En aksjonær blir dermed indirekte beskattet gjennom aksjeselskapet, mens en andelseier i et verdipapirfond kan velge selv når vedkommende vil innløse sine andeler og dermed utløse en eventuell skatteplikt for gevinst eller fradragsrett for tap på sin hånd. Grunnet godtgjørelsesfradraget, utløser imidlertid lovlig utbytte fra selskapene til aksjonærene ikke skatt på aksjonærenes hånd.

Kredittilsynet er imidlertid kjent med at det i St.meld. nr. 29 om skatterreform er foreslått skattefritak for utbytte og aksjegevinster (aksjeinntekter) som opptjenes i aksjeselskaper, samtidig som fradragsretten for selskapenes aksjetap bortfaller.

I Ot.prp. nr. 1 (2004-2005) skatte- og avgiftsopplegget 2005 – lovendringer, foreslås en fritaksmodell. Kredittilsynet viser til proposisjonen og går ikke nærmere inn på de foreslåtte endringer.

5 REGULERING I ENKELTE ANDRE LAND OG I EU

5.1 EU

5.1.1 Rapport fra Europaparlamentet

Europaparlamentet vedtok 15. desember 2003, med noen mindre endringer, rapporten fra *Udvalget for Økonomi og Valutaspørsmål: Betænkning om fremtiden for "hedge funds" og derivater* (A5-0476/2003) og ba kommisjonen fremme et direktivforslag. Reguleringen skal utvikles innenfor Lamfalussy-prosessen med detaljerte regler på nivå 2. Parlamentet forbeholder seg retten til å gripe inn.

I den danske teksten brukes betegnelsen AAI (avanserede alternative investeringsformer) isteden for «hedgefond», og begrepet benyttes nedenfor i en kort oppsummering av hovedpunktene i rapporten.

AAI tilbys i dag i EU-området: ved notering på børser i EU, fra tilbydere utenfor EU og som fond i fond og strukturerte produkter. Parlamentet ønsker at EU skal bli en del av et marked der EU-borgere både er etterspørrere og tilbydere. EU-borgere er i dag tilbydere i den forstand at de forvalter AAI som er registrert i jurisdiksjoner utenfor EU. Uten regulering frykter parlamentet at AAI skal bidra til økt risiko i det globale finansielle system.

Parlamentet foreslår at AAI skal kunne tilbys velstående investorer (the moderately affluent investor) og senere til allmennheten (retail investor). Det skal i første omgang settes en nedre grense for minstetegning. Grensen bør gradvis senkes for til slutt å forsvinne.

Parlamentet påpeker at skattereglene er et vesentlig moment i reguleringsarbeidet.

Parlamentet mener reguleringen må være så liberal at karakteren av alternativ plassering opprettholdes. Konkret nevnes eksotiske instrumenter, shortsalg, belåning, derivater og ytelsesbaserte godtgjørelser. Det skisseres et reguleringsregime atskillig mindre omfattende enn UCITS-direktivet uten at det tas stilling til om reguleringen skal skje som en endring av UCITS-direktivet eller som et eget direktiv. Hensikten er imidlertid at forvalter skal kunne velge om fondet skal være et UCITS-fond eller et AAI. Informasjon og åpenhet om investeringsstrategiene for dem som direkte og indirekte investerer i fondene skal være helt vesentlig. Parlamentet ønsker en kontroll av at risikoen kommer tydelig fram i informasjonsmaterialet, at risikoen faktisk ikke overstiger det som er blitt sagt og at risikoen blir betryggende målt og kontrollert. Selgere, ledere og forvaltere skal egnethetsvurderes. AAI distributører skal godkjennes med jevne mellomrom. Fond med lang investeringshorisont skal kunne ha restriksjoner på salg, innløsning, handel og verdiberegning.

Parlamentet ønsker at myndighetene og industrien utvikler lettforståelige metoder for risikomåling for regelmessig offentlig publisering. Det imøteser initiativ fra bransjen til selvregulering og normer for god forretningsskikk på områder som ikke dekkes av offentlig regulering.

Det bes om at kommisjonen tar initiativ overfor USA, Japan og Sveits og eventuelt andre land med sikte på å lage likest mulig regler og eventuelt ett internasjonalt reguleringsregime.

5.1.2 Oversikt fra Europaparlamentet om enkelte andre lands regulering

Rapporten fra Europaparlamentet har et tillegg med opplysninger om regulering av «hedgefond» i utvalgte land.

Der er for nylig sket en vækst i antallet af tilladte "funds of funds" i Europa. Schweiz, Luxembourg, Italien, Irland og Hongkong har lempet reglerne, så de er mere tilgængelige for almindelige investorer.²⁸ Lovgiverne i Tyskland overvejer i øjeblikket forslag til regulering. Det Forenede Kongerige har for nylig besluttet ikke at lempe sine regler.

Irland er måske det land, der har arbejdet mest aktivt for at gøre "hedge funds" mere bredt tilgængelige. Tidligere kunne private investorer kun få adgang til "funds of funds", som investerede mindre end 10% af nettoaktiverne i uregulerede fonde. Irlands centralbank ændrede i december 2002 dette, så registrerede "funds of funds" kan investere udelukkende i uregulerede ordninger, forudsat at investeringen er på mindst 12.500 euro, kapitalforvalteren har tilstrækkelig sagkundskab, og fonden ikke investerer i andre "funds of funds".

I USA har bekymringer vedrørende "hedge funds" givet anledning til en rapport fra Securities and Exchange Commission (børstilsynet), som anbefaler mere udtrykkelige regler og registrering af aktører.

5.2 Sverige

5.2.1 Lov om investeringsfond

Lag om investeringsfonder trådte i kraft 1. april 2004. Det følger af ikrafttredelsesloven at foretak som har tillatelse til fondsforvaltning etter loven om värdepappersfonder kan fortsette med denne virksomheten til 13. februar 2007.

Loven skiller mellom to hovedtyper fond: verdipapirfond og spesialfond. Verdipapirfond er fond som følger reglene i UCITS-direktivet. Spesialfond er fond som avviker fra UCITS-direktivet. Spesialfondene er nasjonale fond og kan ikke markedsføres eller selges fritt utenfor Sverige. Svenskene innfører en ny betegnelse, investeringsfond, som et samlebegrep for begge fondstyper. Grunnstrukturen for investeringsfond er sitert i punkt 3.5.

Alminnelige bestemmelser for investeringsfond i lovens kapittel 4 har regler om informasjon (§§ 15–23), herunder om prospekt som på svensk heter informasjonsbrosjyre og forenklet prospekt som kalles faktablad. Det skal opplyses om bl.a. fondet er et spesialfond, fondets investeringsområde og om verdien kan variere kraftig. Det skal framgå om midlene kan plasseres i derivater, med hvilket formål og hvordan det påvirker risikoprofilen. Det skal utarbeides årsberetning og halvårsberetning. På forespørsel skal andelseier eller mulige tegnere få tilleggsinformasjon om risiko og risikohåndtering. Det er regler om informasjon om forvaltningsgodtgjørelse og andre kostnader.

5.2.2 Plasseringsregler for verdipapirfond

Kapittel 5 inneholder plasseringsreglene for verdipapirfond. Det er krav til risikospredning, beskrivelse av investeringsområdet, regler for plassering i derivater, fondsandeler og bankinnskudd. Reglene implementerer plasseringsreglene i UCITS-direktivet og tilsvarer i det vesentlige plasseringsreglene i den norske verdipapirfondloven og derivatforskriften.

Det følger av kapittel 5 § 23 at forvaltningsselskap på vegne av et verdipapirfond ikke kan ta opp eller gi pengelån, kausjonere eller selge finansielle instrumenter «som inte ingår i fonden». Unntaket er kortsiktige lån for maksimalt ti prosent av fondets verdi. Svenskene tolker «ingår» slik at et fond ikke kan selge papirer det ikke forføyer over (oäkta blankning). Men det er tillatt med såkalt äkta blankning, det vil si at innlånte finansielle instrumenter anses å inngå i fondet, og dermed kan de selges. Det kan se ut som om det ikke er et generelt forbud mot pantsetting, idet det ifølge kapittel 4 § 8 skal framgå av vedtektene «hur pantsättning av fondandelar skall gå till».

²⁸ Financial Times, 31. juli 2003, 2. amerikanske torsdagsudgave.

5.2.3 Regulering av spesialfond

Kapittel 6 inneholder de særskilte reglene for spesialfond:

6 kap. Förvaltning av specialfonder

Inlösen och förvärv av fondandelar

1 § Fondbestämmelserna för en specialfond får, under förutsättning av Finansinspektionens godkännande, innehålla begränsningar av möjligheten att förvärva fondandelar. Fonden måste vara öppen för inlösen av andelar minst en gång om året.

Placeringsbestämmelser

2 § Finansinspektionen skall vid godkännande av fondbestämmelserna för en specialfond pröva om fonden har en lämplig fördelning av placeringar med hänsyn till de krav som bör uppställas på riskspridning.

För förvaltningen av medel i en specialfond gäller bestämmelserna i 5 kap. om inte Finansinspektionen har tillåtit ett undantag. Derivatinstrument får dock ha andra underliggande tillgångar än dem som anges i 5 kap. 12 §, om instrumenten är föremål för handel på någon finansiell marknad och inte medför en skyldighet att leverera eller ta emot den underliggande tillgången.

Risiknivå

3 § Ett fondbolag skall för varje specialfond beräkna och till Finansinspektionen redovisa fondens risknivå.

Spesialfond skiller seg fra verdipapirfond ved at de kan ha unntak fra de alminnelige plasseringsreglene i kapittel 5. Likevel skal «... fonden har en lämplig fördelning av placeringar med hänsyn till de krav som bör uppställas på riskspridning ...». Risikonivået skal beregnes og oppgis til Finansinspektionen.

Loven angir ikke nærmere hvilke unntak Finansinspektionen kan gi tillatelse til. I Prop. 2002/03:150 En ny lag om investeringsfonder side 323 uttales det:

Möjligheten att få undantag från samtliga bestämmelser i 5 kap. ger utrymme för många olika fondtyper och en dynamisk fondmarknad. Exakt vilka undantag som kan komma i fråga bör inte låsas fast i lagen. Utgångspunkten är att undantag från samtliga bestämmelser i 5 kap. kan komma i fråga. Specialfonder måste dock alltid tillämpa principen om riskspridning. Finansinspektionen får i sin tillståndsgivning inte medge undantag som skulle strida mot de allmänna bestämmelserna i lagen. Andelsägarnas gemensamma intresse fordrar t.ex. att placeringsinriktningen kan beskrivas på ett fullgott sätt och göras tydlig för de som investerar i fonden. Vill ett fondbolag exempelvis bilda och förvalta en fondandelsfond där fondmedlen placeras i andelar i andra fonder än de som godkänns i 5 kap., är förutsättningen att en godtagbar och synbar avgränsning kan göras i fondbestämmelserna. Allmänt hållna undantag bör med andra ord inte få förekomma.

Finansinspektionen kan altså gi unntak på alle områder såfremt:

- prinsippene om risikospredning er ivaretatt og
- investeringsmandatet er beskrevet uttømmende og
- unntakene ikke strider mot lovens allmenne bestemmelser.

Investeringsstrategien kan beskrives som prosentuelle begrensninger eller på andre måter som viser hvordan fondet avviker fra et verdipapirfond. Det kan for eksempel redegjøres for hvilke rammer plasseringene normalt skal holde seg innenfor.

Vedtekter og endringer i disse skal godkjennes av Finansinspektionen. Et spesialfonds vedtekter skal ifølge kapittel 4 § 8 angi:

- om det er åpent for allmennheten eller for en begrenset krets
- på hvilke områder det avviker fra reglene for verdipapirfond
- risikonivå
- hva slags risikomåling som skal brukes (riskmått).

Spesialfond kan begrenses til en «en særskilt angiven och avgränsad krets investerare», jf. definisjonen av spesialfond i kapittel 1 nr. 19. De kan ha lukket utgang, men må være åpne for innløsning minst en gang i året, jf. kapittel 6 § 1.

Spesialfond kan forvaltes av forvaltningsselskaper, kredittinstitusjoner og av verdipapirforetak med konsesjon til aktiv forvaltning, jf. kapittel 1 § 5.

Sverige skiller ikke mellom investortyper. Spesialfond kan også tilbys allmennheten.

5.2.4 Informasjonskrav, rapportering og innsyn

I Finansinspektionens författningssamling 2004:2 er det gitt nærmere regler på en rekke områder. I kapittel 11 § 6 fjerde ledd står det om informasjon fra spesialfond:

Fondbestämmelserna för en specialfond ska ange i vilka avseenden fonden avviker från vad som gäller för värdepappersfonder samt vilka begränsningar som gäller för fonden. Det ska även finnas uppgifter om vilken risknivå som eftersträvas samt vilket riskmått som används. Riskmålet ska vara relevant för den förvaltningsverksamhet som bedrivs.

I författningssamlingens kapittel 12 er det gitt regler om verdipapirlån og regler for handel med derivater. Reglene for handel med derivater gjelder for eksempel gearing, shortsalg, grenser for eksponering mot utsteder og motpart og formålet med derivathandelen. Ifølge § 11 gjelder reglene også spesialfond dersom ikke Finansinspektionen har gitt unntak. Unntaket skal i så fall framgå av vedtektene.

Reglene om årsregnskap og rapportering er like for investeringsfond og spesialfond. Fondenes plasseringer skal framgå av års- og halvårsregnskap, jf. författningssamlingen kapittel 15 §§ 13 og 23. Forvalter skal til enhver tid kunne gi Finansinspektionen en oversikt over plasseringene. Hvert kvartal skal plasseringene rapporteres til Finansinspektionens indatabase, jf. författningssamlingen kapittel 17 §§ 2 og 3. Finansinspektionen kan gi unntak fra reglene om rapportering.

Kredittilsynet har mottatt følgende informasjon fra Finansinspektionen om innrapportering og rett til innsyn i fondenes plasseringer:

Vad det gäller er andra fråga så tillämpar vi offentlighetsprincipen och som huvudregel så lägger vi ut alla fonders innehav på vår hemsida www.fi.se. Fondernas innehav rapporteras in kvartalsvis och efter viss bearbetning redovisas dessa innehav på hemsidan. Det stämmer att vissa hedgefondförvaltare har opponerat sig mot tillvägagångssättet och att vi har haft diskussioner med branschen om denna fråga. Det finns dock möjlighet för att hedgefondförvaltarna/fondbolagen att begära att de uppgifter som de rapporterar in skall behandlas med sekretess. För att en hedgefonds innehav eller delar av det skall sekretessbeläggas krävs att fondbolaget/förvaltare motiverar varför just de/det innehaven/t är särskilt känsligt. Bakgrunden till Finansinspektionens ställningstagande är att kvartalsrapporten om investeringsfonders innehav är en allmän handling enligt 2 kap. 3 § tryckfrihetsförordningen och att rätten att ta del av en sådan handling endast i undantagsfall får begränsas.

5.2.5 Skattlegging av investeringsfond og andelseiere

Etter svensk, som i norsk rett, er det slik at det er forvaltningsselskapet (eventuelt verdipapirforetaket eller kredittinstitusjonen for spesialfond) som er forretningsfører for fondet og treffer alle disposisjoner for fondet som forvaltningen av det medfører. Forvaltningsselskapet (eller verdipapirforetaket eller kredittinstitusjonen) handler i eget navn, men slik at det må angis hvilket fond det handles på vegne av. Etter svensk rett er et investeringsfond ikke et rettssubjekt med alminnelig partsevne.

Selv om investeringsfond ikke er en juridisk person, er det likevel slik at investeringsfond er skattepliktige og behandles som skattesubjekter. Investeringsfond er skattepliktige for inntekter på

fondets eiendeler. Kapitalgevinster på fondenes delågarretter (aksje, tegningsrett, delrett, verdipapirfondsandel og lignende) skal likevel ikke skattlegges og tap på fondenes delågarretter skal ikke trekkes fra. Årsaken er at fondene skal kunne realisere verdipapirer og investere gevinsten i nye uten skattekonsekvenser. Skattefordelen ved et indirekte eie gjennom fond sammenlignet med direkte eie elimineres ved en sjablongskatt. Sjablongskatten for et helt år tilsvarer 1,5 prosent av verdien av fondets delågarretter ved beskatningsårets inngang.

Utdelinger i fondet kan trekkes fra fondets resultat, men ikke så mye at det blir underskudd. Det er for øvrig vanlige regler om inntektsbeskatning, som at løpende kapitalinntekter beskattes. Skattesatsen for det som skal beskattes er 30 prosent. Andelseierne er skattepliktige for gevinst eller tap ved realisasjon av andeler og for eventuelle utdelinger fra fondet. Det vises til proposisjonen sidene 121–123 og 83 om forslag til lov om endring i inkomstskattelagen (1999:1229).

5.3 Danmark

5.3.1 Fondstyper

I Danmark deles kollektive investeringer i tre hovedkategorier: investeringsforeninger, specialforeninger, og andre kollektive investeringsordninger, jf. lov av 19. desember 2003 nr. 1169 § 1. Som er fjerde kategori kommer utenlandske investeringsinstitutter. Investeringsforeninger er UCITS-fond og er strengest regulert. Deretter kommer specialforeninger og til sist andre kollektive investeringsordninger. Andre kollektive investeringsordninger er en restoppsamlingsgruppe som ikke er under tilsyn og stort sett ikke er regulert. De to sistnevnte er nasjonale fond.

Specialforeninger deles opp i placeringsforeninger (obligasjonsfond), pengemarkedsforeninger, investeringsinstituttforeninger (fond-i-fond) og erhvervsudviklingsforeninger. Andre kollektive investeringsordninger har som fellesnevner at de ikke faller inn under en av de andre hovedgruppene.

Specialforeninger kan også dannes som en fåmandsforening, for ett eller flere medlemmer. Grensen er ca. 10, og medlemmene må avgrensnes på forhånd. En fåmandsforenings plasseringsregler er i samsvar med reglene for investeringsforeninger eller specialforeninger. De kan imidlertid velge om de vil være regulert eller uregulert. Dersom de velger å være regulert, må de følge reglene i loven.

5.3.1.1 Særskilt om andre kollektive investeringsordninger

Kun fond som har falt inn under reglene for andre kollektive investeringsordninger har kunnet investere som et «hedgefond» i Danmark fram til nå. I oktober 2004 er det blitt markedsført et dansk «hedgefond» som kun mottar midler fra skattebegunstigede pensjonsavtaler som beskattes etter særlige regler. Slik er fondet kommet utenom de skatteregler som ellers har medvirket til at det ikke har vært attraktivt å etablere «hedgefond» i Danmark. Fondet selv er skattepliktig for inntektene.

Andre kollektive investeringsordninger reguleres av lovens kapittel 17. Det følger av § 115 at andre kollektive investeringsordninger er investeringsordninger som overveiende investerer i instrumenter nevnt i bilag 5 til lov om finansiell virksomhet (finansielle instrumenter) og som ikke er omfattet av loven §§ 4 og 5. Loven §§ 4 og 5 omhandler tillatelse til virksomhet som investeringsforening eller specialforening. Andre kollektive investeringsordninger må administreres av investeringsforvaltningselskaper, pengeinstitutter (kreditinstitusjon) eller fondsmæglerselskaper (verdipapirforetak). Forvalter skal utstede andelseierbevis og føre andelseierregister. Den kollektive investeringsordningen skal beskrives i et regelsett jf. loven § 115 (3). Regelsettet skal inneholde en del opplistede opplysninger om fondet og forvalteren: juridisk form, risikoer forbundet med deltakelse i ordningen, hvilke aktiva midlene kan plasseres i og prinsipper for verdiberegning. I visse tilfeller skal «udbud af andeler» beskrives i et «udbudsdokument» (som er en tegningsinnbydelse eller prospekt, dog slik at det altså ikke er like mange krav til dokumentets innhold), jf. loven § 115 (4).

Kravene til regelsettets og «udbudsdokumentets» innhold er nærmere presisert i en «bekendtgørelse». Finanstilsynet har hjemmel til å pålegge andre kollektive investeringsordninger å om-danne seg til en investeringsforening eller specialforening dersom de i hovedsak plasserer midlene i instrumenter som nevnt i kapittel 13 (instrumentregler for investeringsforeninger), jf. § 115 (1) siste setning.

Andre kollektive investeringsordninger har få begrensninger, men dersom forvaltningen ikke skjer i samsvar med regler og vedtekter har Kredittilsynet fått opplyst at reaksjonene vil bli strenge. Det danske tilsynet vil da vurdere å trekke tillatelsen til å administrere andre kollektive investeringsordninger tilbake omgående. Det vil si at reaksjonen vil bli rettet mot den finansielle virksomhet som administrerer den kollektive ordningen.

5.3.2 Organisering

Investeringsordninger skal organiseres i foreningsform. Hver andelseier er medlem og eier en del av foreningen tilsvarende verdien av sin andel. Investeringsforeningen kan ansette en direktør og personale til å utføre de administrative oppgavene og investere på vegne av foreningen/fondet. En investeringsforening kan i stedet velge å overlate oppgavene til et investeringsforvaltningsselskap. Et investeringsforvaltningsselskap kan eies av investeringsforeningen alene eller sammen med andre investeringsforeninger, specialforeninger, godkjente fåmandsforeninger og hedgeforeninger.²⁹ Det kan kun utføre investeringsforvaltningsvirksomhet og administrative oppgaver for sine eiere. En forening er en juridisk enhet. Foreningen kan deles opp i avdelinger. Avdelingene er ikke egne juridiske enheter, men kun økonomisk selvstendige enheter. Avdelingene hefter solidarisk, dog slik at det først skal søkes dekning i den avdeling som har inngått forpliktelsen. Bestemmelsen er foreslått endret slik at heftelsen kun skal omfatte foreningens felles omkostninger og ikke de forpliktelser, som kan henføres til andre avdelinger. Når foreningen er oppdelt i avdelinger, blir det utstedt andeler i de enkelte avdelinger, og andelens verdi fastsettes på grunnlag av avdelingens indre verdi. En investeringsforenings verdier skal oppbevares hos et depotselskap (depotmottaker), som også skal kontrollere investeringsforeningen og verdiberegningen.

5.3.3 Plasseringsregler

Det følger av lovens kapittel 8, alminnelige bestemmelser, §§ 43-45 at en forening eller avdeling ikke kan oppta lån, yte lån, stille garanti eller utføre eller delta i «spekulationsforretninger». Forbudet mot «spekulationsforretninger» innebærer blant annet at foreninger og avdelinger ikke kan selge finansielle instrumenter på udekket basis. Innlån av verdipapirer anses ikke som dekning. Finanstilsynet vil imidlertid nærmere vurdere en anbefaling fra EU-kommisjonen om UCITS-fonds bruk av derivater, herunder vurdere om innlån skal kunne godtas som dekning og eventuelt på hvilke betingelser. Kapittel 8 forhindrer etablering av «hedgefond» med strategier som nevnt. Bestemmelsene i kapittel 8 gjelder for investeringsforeninger, specialforeninger og godkjente fåmandsforeninger. Forbudet mot å delta i «spekulationsforretninger» og å oppta lån er foreslått å ikke gjelde for hedgeforeninger. Andre kollektive investeringsordninger, jf. § 115, er ikke underlagt plasseringsregler overhodet.

Investeringsforeningers, visse specialforeningers og fåmandsforeningers plassering i derivater er regulert i lovens § 89. Finanstilsynet fastsatte med virkning fra 2. juli 2004 en «bekendtgørelse» om investeringsforeningers, specialforeningers, fåmandsforeningers og innovationsforeningers plassering i derivater. Bekendtgørelsen implementerer UCITS-regler og har mange likhetstrekk med norske derivatregler om regulerte markeder og krav til underliggende, motpart og verdiberegning for unoterte derivater. Reglene er mer detaljerte og har bestemmelser om beregning av eksponering

²⁹ Hedgeforeninger kan ikke være medeiere av et IFS på nåværende tidspunkt. I desember blir det lagt fram et lovforslag som skal gjøre dette mulig, ved at det etableres et særskilt juridisk og tilsynsmessig grunnlag for å stifte danske hedgeforeninger.

med VaR-modeller. Eksponering på udekket basis må ikke overstige 100 prosent av foreningens /avdelingens formue. Foreninger eller avdelinger som er underlagt reglene kan ikke ha risikoøkende derivatstrategier ut over regelverket. Regelverket er således til hinder for etablering av «hedgefond» med risikoøkende derivatstrategier ut over regelverket.

5.3.4 Godtgjørelse

Forvaltningsgodtgjørelsen må framgå av vedtektene, eventuelt maksimalsatsen. Resultatavhengig godtgjørelse tillates, men det forutsettes en viss symmetri. Alle medlemmer i en forening har like rettigheter, så differensiert godtgjørelse, som under visse betingelser kan godkjennes i Norge, tillates ikke i Danmark. Ved vurdering av godtgjørelsesreglene, må man ta i betraktning at i Danmark er det vanlig at investeringsforvaltningsselskapene er eid av investeringsforeningene, det vil si av medlemmene, og derfor er non profit-baserte.

5.3.5 Returprovisjon

Returgodtgjørelse fra foreningen er ikke tillatt. Salgsleddet kan imidlertid redusere salgsprovisjonen sin slik at en stor investor betaler mindre.

5.3.6 Forslag om regulering av hedgeforeninger

Finanstilsynet har utarbeidet et utkast til forslag om regulering av hedgeforeninger. Lovforslaget ble sendt på høring 19. oktober 2004. Lovforslaget forventes framsatt 15. desember 2004. Endringen er foreslått å tre i kraft 1. juli 2005. Hedgeforeninger foreslås som en ny femte type forening. Hedgeforeninger som er åpne for ett eller for få medlemmer, kan i likhet med fåmandsforeninger velge om de ønsker godkjennelse eller ei. Dersom de velger godkjennelse, må de følge lovens regler. Foreninger som er åpne for en ubestemt krets må godkjennes. Finanstilsynet har ikke funnet det hensiktsmessig å definere «hedgefond» i loven. Hedgeforeninger er isteden negativt definert som foreninger som ikke faller inn under en av de øvrige fire kategoriene. I reguleringsnivå vil de ligge mellom specialfond og andre kollektive investeringsordninger. Godkjennelsen gjelder bare for markedsføring i Danmark.

Hedgeforeninger må ha en formue på minst DKK 25 millioner. Investeringsforeninger og specialforeninger må ha minst DKK 10 millioner. Finanstilsynet mener konkurrisikoen er reell for foreninger som kan låne og selge finansielle instrumenter det ikke eier, og tillater ikke oppdeling i avdelinger. Avdelingene er separate økonomiske enheter og en konkurs vil bare kunne omfatte en enkelt avdeling. Siden alle avdelinger i en forening har felles ledelse må det antas at det vil få negative følger for tilliten til andre avdelinger i foreningen hvis en avdeling går konkurs og eventuelt etterlater seg ubetalte kreditorer. Det er bakgrunnen for at det foreslås at en forening ikke kan deles opp i avdelinger.

For godkjennelse kreves det at ledelsen har erfaring med denne type forening. Også depotmottaker må ha den nødvendige kunnskap, erfaring og systemer. For å kontrollere at depotmottaker utfører sine plikter som depotmottaker, er depotmottaker også underlagt tilsyn av den delen av Finanstilsynet som har tilsyn med verdipapirforetak og kollektive investeringsordninger. I og med at det i Danmark er vanlig at investeringsforvaltningsselskapene er eid av investeringsforeningene, det vil si av medlemmene, er det i Danmark ikke noe tema om depotmottaker kan være i samme konsern som forvaltningsselskapet.

Fondet må være åpent for tegning og innløsning minst en gang i måneden.

Det er foreslått endringer i skattereglene.

Hedgeforeninger har ikke regler som begrenser investeringsfriheten, verken for markeder, instrumenter, risikospredning eller risikoøkende derivatstrategier. En hedgeforening kan investere i råvareinstrumenter, oppta lån og selge finansielle instrumenter det ikke eier. Tanken er at overordnet fastsettelse og styring av risiko i porteføljen erstatter enkeltregler.

Hedgeforeningens overordnede investeringspolitikk og regler for plassering, herunder risikoøkende derivatstrategier og hvilken risiko foreningen vil påta seg, skal framgå av vedtektene. Vedtektene skal godkjennes av Finanstilsynet. For å bli godkjent som hedgeforening må investeringsstrategien ligge innenfor det som generelt er anerkjent som «hedgefond»-strategier. Foreningen må ha et absolutt avkastningsmål. Investeringsforeninger og spesialforeninger kan ikke godkjennes som hedgeforening. Detaljerte plasserings- og spredningsregler innenfor vedtektenes ramme skal framgå av prospektet. Hedgeforeningens ledelse skal innenfor vedtektenes ramme fastsette risikorammer og disse skal framgå av fullstendig og forenklet prospekt og sendes Finanstilsynet. Risikorammene kan endres med 5 virkedagers varslingsfrist. Foreningene skal ha systemer som måler og styrer risiko. Brudd på vedtekter eller risikorammer skal meddeles medlemmene og meldes til Finanstilsynet. Dette er antatt å ha en preventiv virkning fordi slik offentliggjøring kan svekke hedgeforeningens renommé. Det er opplyst at Finanstilsynet er innstilt på å reagere strengt på brudd på risikorammene. Depotmottakers ansvarsområde utvides spesielt for hedgeforeninger. Den skal fungere som en ekstern kontrollør av at risikoeksponeringen holdes innenfor fastsatte rammer og at brudd blir meddelt medlemmene og Finanstilsynet.

Som hovedgrep reguleres altså hedgeforeninger i forhold til risiko. Hedgeforeningen står friere enn investerings- og spesialforeninger til å velge risikonivå, men valgte risikorammer skal overholdes. Depotmottaker – ikke andelseierne – er valgt som viktigste eksterne kontrollør. Finanstilsynet ser for seg at det vil bli utviklet risikostandarder og at styring med overholdelse av rammene og prisingen av instrumentene vil ha mye til felles med bankenes egne risikosystemer. Det er foreslått en hjemmel slik at Finanstilsynet kan fastsette hvordan risiko skal beregnes og rapporteres, for eksempel bruk av VaR-modeller, stresstester eller ved at foreningen skal fastsette rammer for renterisiko, valutarisiko, spredningsregler osv.

Forslaget utvider ikke hedgeforeningers informasjonsplikt i forhold til andre foreninger utover at brudd på vedtekter og risikorammer skal meddeles Finanstilsynet og medlemmene. Det enkelte medlem skal kunne bedømme risikoen ut fra de opplysninger som gis i vedtekter og prospekter og ved eventuelle endringer i risikorammene. Orienteringsplikten til medlemmene ved overskridelser og ved endringer av risikorammer skal gi medlemmene muligheten til å kunne innløse andeler dersom de mener det er en adekvat reaksjon på bruddet. Foreningens verdi skal offentliggjøres minst hver fjortende dag. Plasseringene per 30. juni og 31. desember skal offentliggjøres i års- og halvårsrapporter. For kollektive investeringsordningene er det vanlig praksis at plasseringene offentliggjøres hver måned. Det skal ikke gis spesielle opplysninger ved tegning, men salgsleddet, for eksempel agenter, har ansvar for at investeringsrådene er tilpasset tegnerens økonomi og investeringserfaring som ved annet salg av finansielle instrumenter.

Investeringsforeninger, spesialforeninger og fåmandsforeninger kan investere i finansielle instrumenter som nevnt i kapittel 13 og etter de plasseringsregler som gjelder for de forskjellige typer foreninger. Det betyr f.eks. at en investeringsforening (UCITS) kan investere opp til 10 prosent av formuen i «hedgefond», jf. § 87 stk. 5. For hedgeforeninger, foreslås det at disse kan investere i instrumenter som nevnt i bilag 5. Kapittel 13 vil dermed ikke gjelde for hedgeforeninger, hvilket betyr at en hedgeforening i sine vedtekter kan bestemme at og hvor mye den kan investere i andre hedgeforeninger.

Under arbeidet med forslag til regulering av hedgeforeninger forkastet Finanstilsynet en løsning som skilte mellom profesjonelle investorer og andre. Internasjonale standarder som skiller investortyper fra hverandre var vanskelig å konkretisere på en måte som egnet seg for danske

forhold. Et eksempel var små pensjonskasser som etter standarden var å betrakte som profesjonelle, men som ikke alltid var det i realiteten. Etter de internasjonale reglene kan dessuten en investor erklære seg som profesjonell og dermed miste beskyttelsen. Det var danskene kritiske til. De hadde derfor forlatt tanken om å bruke investortyper som et reguleringsmessig hovedgrep.

Depotmottaker har ansvar for å kontrollere verdiberegning av andeler. Det er ikke laget egne regler om godtgjørelse for forvaltning av hedgeforeninger.

5.4 Irland

Det reguleringsmessige hovedgrepet i Irland er å skille mellom ulike investortyper, der graden av beskyttelse av andelseieren avhenger av hvilken investorgruppe andelseieren tilhører. Stort beskyttelsesbehov legger mange restriksjoner på fondets plasseringsmuligheter, lite beskyttelsesbehov legger få. Andelseierbeskyttelsen som følger av kravene som stilles til depotmottaker og forvaltningsselskap/administrator (management company/administration company/fund administrator) er like for alle typer fond.

Alle innretninger for kollektive investeringer er i prinsippet regulert og under tilsyn av Irish Financial Services Regulatory Authority (Finanstilsynet). Det avgjørende er hvilken faktisk virksomhet som drives, ikke hvilken juridisk struktur virksomheten har. Finanstilsynet gir tillatelser, har løpende operativt tilsyn og utvikler regelverk. I tillegg til aktuelle lover, utarbeider Finanstilsynet en rekke Notices («the NU Series of Notices» for non-UCITS-fond) og «Guidance Notes». Drøyt 60 ansatte har tilsyn med ca 3000 irske fond, inkludert paraplyfond.

Irene skiller mellom to typer fond: UCITS-fond og nasjonale fond (non-UCITS fund). UCITS-fond kan etableres som:

- «Unit trusts» som er UCITS-fond, regulert av et omfattende regelverk (UCITS Regulations 2003) som inneholder en lang liste med «UCITS Notes».
- «Common Contractual Funds», forvaltet av et forvaltningsselskap (management company) og regulert av avtaleloven (law of contract). Det er planlagt særlovgivning for disse, men p.t. er de regulert av alminnelig avtalerett.
- «Investment Companies» med fast eller variabel kapital. For dem med variabel kapital er det visse egne krav. «Investment Companies» må registreres som allmennaksjeselskaper (Public Limited Companies).

Det fins tre typer nasjonale fond som Finanstilsynet gir tillatelse til og har under tilsyn:

- «Unit Trusts», regulert av Unit Trusts Act, 1990.
- «Investment Companies» (tilsvarende SICAV), regulert av selskapsloven (Companies Act, 1990 Part XIII). I disse er fond og forvaltningsselskap ikke separert. Selskapet må være «Investment Company» for å kunne ha variabel kapital.
- «Investment Limited Partnerships», regulert av Investment Limited Partnerships Act, 1994. Disse utgjør et lite antall.

«NU Series of Notices» for non-UCITS-fond gis med hjemmel i de tre nevnte lover.

Reglene om depotmottaker, forvaltningsselskap/administrator, revisjon og halvårs- og årsregnskap er lik og uavhengig av om fondet markedsføres mot allmennheten, profesjonelle eller kvalifiserte investorer.

5.4.1 Fondstyper

Irland skiller mellom fond som tilbys:

- allmennheten (retail). Det er samme beskyttelsesnivå for UCITS- og non-UCITS-fond

- profesjonelle investorer (professional investor's fund). Et slikt fond må ha en minstetegning på minst 125 000 euro. Det er en del unntak for forvaltere (management company, investment company, general partner), direktører, ansatte mv.
- kvalifiserte investorer (qualifying investor's fund). Et slikt fond må ha en minstetegning på 250 000 euro. En privatperson må dessuten ha en netto finansiell formue eller fri formue (utenom bolig mv.) på mer enn 1 250 000 euro. En institusjonell investor må dessuten enten ha en investeringsportefølje på minst 25 000 000 euro eller være eid av en kvalifisert investor (the beneficial owners of which are qualifying investors in their own right). Kvalifiserte investorer må skriftlig erklære at de tilfredsstill minimumskravene og er klar over risikoen og faren for å tape hele investeringen. Det er en del unntak fra kravene for forvaltere (management company, investment company, general partner), direktører, ansatte mv.

Fond som tilbys allmennheten har flest investeringsrestriksjoner. Det er noen færre for fond som retter seg mot profesjonelle investorer, men det er blant annet fortsatt krav om diversifisering og restriksjoner på lån. For fond som retter seg mot kvalifiserte investorer er det i utgangspunktet ingen restriksjoner, bortsett fra at det må være systemer for å måle og styre risiko.

Finanstilsynet har ikke innvendinger mot at forvaltere og ansatte kjøper andeler i fond de forvalter.

5.4.1.1 Fond som tilbys allmennheten

For fond som tilbys allmennheten er det ikke tillatt med shortsalg. Non-UCITS-fond kan ta opp lån på inntil 25 prosent av netto forvaltningskapital. Netto maksimal eksponering med derivater eller gjennom låneopptak skal ikke overstige 25 prosent av fondets netto forvaltningskapital og følge betingelser fastsatt i NU 3 og 16. Det må framkomme av prospektet om fondet kan gires.

Finanstilsynet tillater resultatavhengig godtgjørelse. «Net asset value» må ha nådd tilbake til tidligere nivå eller tatt igjen tapet før forvalter kan ta mergodtgjørelse (high water mark). Mergodtgjørelse kan beregnes i forhold til en bestemt prosentsats, en kortsiktig pengemarkedsrente (som LIBOR) eller en indeks som er relevant i forhold til investeringsstrategien.

Finanstilsynet er rent generelt negativ til differensiert godtgjørelse. Det ser på et fond som en felles pool der investeringene skal foretas til beste for alle. Det mener investeringskostnadene ikke er forskjellige for eiere med få eller mange andeler. Administrative kostnader ble vurdert annerledes. Etter tilsynets mening koster det mindre å administrere en stor andelseier enn å administrere mange små. Finanstilsynet tillater likevel ulike aksjeklasser innenfor ett fond.

5.4.1.2 Fond som tilbys profesjonelle investorer

Det er ingen restriksjoner på shortsalg for fond som tilbys profesjonelle investorer. Det er tillatt å ta opp lån på inntil 100 prosent av netto formue. I dette inngår eventuelle lån ved shortsalg. Det er ingen konkrete restriksjoner for derivathandel, belåning med derivater (leverage), shortsalg og lignende, men fondet må fastsette egne rammer som skal framgå av prospektet. Det er krav til risikospredning (exposure limit). Som en tommelfingerregel doubles maksimumsgrensene som gjelder for UCITS-fond. For eksempel kan fondet maksimalt ha 20 prosent av eiendelene mot samme utsteder ved derivathandel eller i unoterte finansielle instrumenter. Eksponering mot utsteder og motpart blir sett i sammenheng med marginsikkerhet. Dette er situasjonen dersom fondets midler er plassert i aksjer og obligasjoner i samme bank som er motpart i en derivatkontrakt og kontanter er stilt som pantesikkerhet i den samme banken. Alternativt kan sikkerheten være stilt som overdragelse av eiendomsrett (right and title) til den samme utstederen og/eller motparten. Overføring av eiendomsrett er det vanlige ved sikkerhetsstillelse i Irland. I Norge er pantsettelse hittil blitt benyttet, men dette kan forandre seg etter at lov 26. mars 2004 nr. 17 om finansiell

sikkerhetsstillelse trådte i kraft 1. juli 2004. Maksimalgrensen på 20 prosent for innskudd hos samme bank gjelder også for depotmottaker, og sammenlagt for plasseringer og likvide midler.

Investeringsstrategien må komme klart fram i vedtekter og prospekter.

Det er få begrensninger på forvaltningsgodtgjørelsen, men beregningsmåten skal gå klart fram av prospektet. Godtgjørelser over 20 til 25 prosent av avkastningen over et gitt relativt eller absolutt nivå må begrunnes. Søknader med godtgjørelser over 50 prosent av avkastningen over referansen har blitt avslått. Egne aksjeklasser for forvaltere og/eller forvaltningsselskap er tillatt og en måte å løse problemet med differensiert godtgjørelse.

5.4.1.3 Fond som tilbys kvalifiserte investorer

Det er i utgangspunktet ingen investeringsbegrensninger for fond som tilbys kvalifiserte investorer, verken for opplåning, udekkede shortposisjoner eller risikoøkende derivatstrategier. Forutsetningen er at rammer framkommer klart av prospektet. Det er ikke krav til risikospredning og diversifisering. Fondet må likevel erklære at det har et risikospredningsmål i henhold til Company Act, 1990 Part XIII. Fondene står fritt til å fastsette egne risikorammer og velge metoder for måling og styring av risiko. Ved godkjenning av vedtekter og prospekter kontrollerer tilsynsmyndigheten at informasjonen er tydelig og ikke kan misforstås, men gir stor frihet i hvilke regler som kan gjelde. I godkjenningsprosessen kreves det at fondet skal indikere hva som ville være den normale grensen for belåning.

Reglene for godtgjørelse er de samme som for profesjonelle.

5.4.2 Vedtekter og prospekter

Informasjonsreglene er hentet fra UCITS-direktivet. Det er i utgangspunktet like regler for alle typer fond, men det er krav til tilleggsinformasjon for fond som tilbys profesjonelle og kvalifiserte investorer. Vedtektene (fund rules) anses som det juridiske dokument som etablerer fondet og som gir fullmakten (power) til å foreta de nødvendige beslutninger på vegne av andelseier. Prospektet anses som den kontrakten med andelseier som inneholder mer detaljerte regler, herunder om forvalter, depotmottaker, verdiberegning og maksimal forvaltningsgodtgjørelse. Typisk vil investeringsmandatet i vedtektene være bredt, men bli snevret inn i prospektet. Finanstilsynet godkjenner prospekter og endringer i disse. Tilsynet samarbeider med bransjen om mer standardisering av prospektene for å gjøre godkjenningsprosessen mindre tidkrevende.

Fond for profesjonelle og kvalifiserte investorer må angi investeringsområdet. Fond for kvalifiserte investorer må dessuten angi investerings- og lånepolitikken. Det skal i prospektet inntas en advarsel om at risikoen er over gjennomsnittet og at fondet bare passer for dem som tåler dette. I NU 12 og 24 er det listet opp tilleggskrav til prospektets innhold: at fondet kun har tillatelse til å bli markedsført overfor profesjonelle og kvalifiserte investorer og krav til minstetegning. Det skal opplyses om at fondet mangler den beskyttelsen som følger av lovbestemte plasseringsregler, herunder om investeringer og belåning. Investeringspolitikken må angis klart og nøyaktig og må være noenlunde konsistent. Fond for kvalifiserte investorer må i prospektet opplyse om kvantitative parametre for eksponering med derivater. Det er ikke krav om offentliggjøring av tegnings- og innløsningspris, men andelseiere har krav på slike opplysninger dersom de ber om det. Fondets plasseringer skal offentliggjøres på forhåndsbestemte datoer som del av hel- og halvårs-rapporteringen til Finanstilsynet. Finanstilsynet mener at fond som blir markedsført åpent må innrette seg etter at det skal være en viss gjennomsiktighet.

Fondene skal hver måned rapportere andelsverdier, tegninger og innløsninger til Finanstilsynet. Halvårs- og årsrapporten inngår i denne rapporteringen. Det skal være uavhengig regnskapsrevisjon.

Det er ikke krav om forenklet prospekt for «hedgefond».

5.4.3 Lukkede fond (closed ended) – i egentlig forstand

Etter søknad tillates etablering av lukkede fond. Det er ikke faste regler for hvor lenge fondene kan være lukket. Det blir vurdert blant annet i forhold til fondets plasseringsregler, hvem som er potensielle investorer og likviditeten. Andelene kan gjøres likvide gjennom børsnotering eller etablering av et annet marked for omsetning. Det må klart gå fram av prospektet hva som er fondets utløpsdato og at det ikke er innløsningsmuligheter fram til denne dato. Prospektet må videre angi om fondet på den angitte utløpsdatoen vil bli avviklet (wind-up), om alle andeler vil bli innløst (redeem all outstanding units), om fondet vil bli konvertert til et vanlig (open-ended) fond, eller om andelseierne kan samtykke i forlengelse av den lukkede perioden. Samtykke fra 75 prosent vil vanligvis være tilstrekkelig, men dersom det tilbys innløsningsmuligheter til dem som ikke ønsker forlengelse, vil samtykke fra mer enn halvparten være tilstrekkelig. «Closed ended schemes» er regulert i NU 23 og i «Guidance Note» 2/97. «Guidance Note» 2/97 har forskjellige betingelser avhengig av om levetiden er 5, 10, 15 eller over 15 år. Det framgår at likviditeten i omsetning av fondsandeler kan bedres med begrensede innløsningsmuligheter, børsnotering og bruk av kursstiller (market maker) og avtaler med verdipapirforetak om handel i den aktuelle fondsandelen.

5.4.4 Organisering

Finanstilsynet ser det slik at reglene for forvaltningsselskap/administrator og depotmottaker bidrar til å sikre finansiell stabilitet og reduserer risikoen for underslag og svik. Dersom kjernevirksomhet som forvaltning og administrasjon blir delegert til en tredjepart må denne være under tilsyn. Finanstilsynet opplyser at det er strengt med hensyn til hvem kjernevirksomhet kan bli delegert til.

5.4.4.1 «Investment manager» og «investment advisor»

Forvaltning av fondets midler kan utføres av forvaltningsselskapet (management company/fund administrator) eller av en eller flere eksterne forvaltere (manager). Dersom forvaltningen blir delegert til en tredjepart, må denne være under tilsyn. I EØS-området vil slik virksomhet være regulert av ISD-direktivet. Finanstilsynet kontrollerer at forvalter har relevant erfaring.

En «investment advisor» kan kun gi råd; ikke fatte investeringsbeslutninger.

5.4.4.2 «Fund administrator»

Forvaltningsselskapet kan utføre administrative oppgaver som verdiberegning (fund valuation of assets), rapportering, føring av andelseierregister og regnskapsførsel. Administrative oppgaver skal utføres i Irland og av en enhet under tilsyn. Finanstilsynet ser på de administrative oppgavene som et kjerneområde (key issue) og nevner spesielt nødvendigheten av å sikre riktig verdiberegning av eiendelene. Verdiberegningen er grunnlaget for beregning av tegnings- og innløsningskurs og forvaltningsgodtgjørelse.

5.4.4.3 Verdiberegning, beregning av andelsverdi og informasjon

«Guidance Note» 1/00 er et omfattende regelverk om «Valuation of the Assets of Collective Investment Schemes», og gjelder både for UCITS-fond og non-UCITS-fond. Metoden for verdiberegning skal framgå klart av prospektet og blir vurdert av Finanstilsynet ved godkjenning av nye fond. Det er ikke plikt til å følge reglene, men søkere må angi gode grunner for å få godkjent andre regler. «Guidance Note» 1/00 angir hva myndighetene vil kreve av metoder for verdiberegning av eiendeler og andelsverdi; med utgangspunkt i «fair treatment of incoming, existing and outgoing investors». Det er regler om verdiberegning av omsettelige verdipapirer, terminer og opsjoner notert på regulert marked – med eller uten pålitelig eller tilgjengelig

markedskurs – verdipapirfondsandeler, kontanter og unoterte derivater. UCITS-fond må verdiberegne unoterte derivater (off-exchange derivative contracts) daglig, mens andre fond må verdiberegne unoterte derivater minst ukentlig. Etter søknad kan det aksepteres månedlig verdiberegning for lukkede fond og fond for visse profesjonelle eller kvalifiserte investorer.

Det er verdiberegningen til motparten i de unoterte derivatene som skal legges til grunn, «The Authority's Notices (NU 16, NU 20, NU 21) require that the counterparty must be prepared to value off-exchange derivative contracts at least weekly.». Dessuten må verdiberegningen være «approved or verified» minst ukentlig for UCITS-fond og minst månedlig for andre fond av en uavhengig part godkjent av depotmottaker. En slik uavhengig part kan for eksempel være en «prime broker» dersom denne ikke er motpart i handelen og for øvrig er uavhengig. Ulikheter i verdiberegningen må straks bli «investigated and reconciled». Det er regler om forvalters adgang til å justere verdien, noe som må bli klart dokumentert. Det er regler om verdiberegning basert på gjennomsnittspris, kjøper- og selgerkurs mv. Det er krav om at verdiberegningmetodene er konsistente over tid.

Eiendeler og andelsverdier (the assets of a CIS and units) må minst verdiberegnes (valuation/pricing):

- UCITS-fond: hver 14. dag
- Non-UCITS-fond for allmennheten: hver måned
- Fond for profesjonelle eller kvalifiserte investorer: hvert kvartal.

Forvaltningsselskapet har ansvaret for verdiberegningen, systemer, prosedyrer og dokumentasjon.

Både UCITS-fond og non-UCITS-fond har regler om hvordan andelseierne månedlig skal informeres om fondets verdi (Net Asset Value) (Information to be included in the monthly returns). Fondets verdi skal dessuten oppgis i års- og halvårsrapporter.

5.4.4.4 «Depositary» (depotmottaker)

Depotmottakers oppgave er todelt: oppbevaring (depositary) og tilsyn (oversight function). Depotmottaker skal være under tilsyn og hjemmehørende i Irland eller være irsk filial av et foretak under tilsyn i EØS. Finanstilsynet ser på depotmottakers tilsynsrolle som meget viktig, og er spesielt opptatt av at depotmottaker kontrollerer at spredningsreglene blir fulgt og at verdiberegningen er riktig. I ovennevnte «Guidance Note» 1/00 er inntatt et eget avsnitt om depotmottakers rolle (trustee) i forbindelse med kontrollen av verdiberegningen. Depotmottaker skal foreta egne uavhengige kontroller og passe på at eventuelle feil blir rettet opp. Det er viktig at de finansielle instrumentene oppbevares atskilt fra egne midler. Depotmottaker skal rapportere til Finanstilsynet om forvaltningsselskapet har utført sine oppgaver i samsvar med regelverk og prospektet. Feil skal rapporteres.

Depotmottakerfunksjonen er under særskilt tilsyn av den delen av Finanstilsynet som har tilsyn med fondene; i tillegg til å være under tilsyn av det ordinære banktilsynet.

Depotmottaker kan være i samme konsern som forvaltningsselskapet, men ikke i samme selskap.

Det er ingen spesielle regler om hvilke finansielle instrumenter eller hvor mye kontanter «sub-custodians» (underdepot hos andre enn depotmottaker) kan oppbevare fordi depotmottakers ansvar ikke påvirkes av utkontrakteringen. Depotmottaker vil måtte hefte for feil begått av oppdragstaker.

5.4.5 «Prime Broker»

Det er utarbeidet utkast til «Guidance Note» som regulerer fond for profesjonelle og fond for kvalifiserte investorers bruk av «prime broker» som ikke er depotmottaker. Ved bruk av «prime

broker» er Finanstilsynets største bekymring at depotmottaker skal miste kontroll over midler fordi «prime broker» får overført disse som sikkerhet ved lån, verdipapirlån, derivathandel mv. Det følger blant annet av utkast til «Guidance Note» at «prime broker» skal være ratet minimum A1 eller P1, at det skal framkomme av prospektet at «prime broker» benyttes og at eiendelene verdivurderes daglig (mark to market). I fond for profesjonelle skal det dessuten fastsettes risikorammer. For øvrig må «prime broker» utnevnes som «sub-custodian» av depotmottaker.

5.4.6 Fond i flere-fond og fond i ett-fond

Det er utarbeidet egne «Notices» (NU 1 og NU 22) for plassering i fondsandeler. Fond rettet mot allmennheten kan maksimalt ha 20 prosent av eiendelene i samme fond. Hvis plasseringen bare er i ett fond kan grensen forhøyes til 30 prosent. Fond for profesjonelle investorer har en maksimalgrense på 40 prosent selv om det bare plasserer i ett fond. Dersom underfondet utgjør mer enn 40 prosent anses fondet som et fond i ett-fond. Fond for kvalifiserte investorer har ingen grenser for fond i flere-fond, men dersom hovedfondet har mer enn 40 prosent i ett fond anses hovedfondet som et fond i ett-fond. Det er egne regler for fond i ett-fond. Dersom underfondet er rettet mot kvalifiserte eller profesjonelle investorer må hovedfondet rette seg mot samme investorgruppe. Dessuten er det laget en egen «Notice» (NU 25) for plassering i uregulerte fond, herunder «hedgefond».

5.5 USA

I USA er det ikke spesiell regulering eller tilsyn med «hedgefond». Imidlertid har U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) nå innført en registreringsplikt for rådgivere av «hedgefond». Registreringen gjør det mulig for SEC å innhente informasjon om antallet «hedgefond» den enkelte rådgiver har oppdrag for, og gjennomføre undersøkelser om rådgiverens aktiviteter så langt gjelder «hedgefond». I tillegg gir registreringen SEC muligheten til å registrere enkeltpersoner tilknyttet rådgiveren og nekte registrering hvis disse har blitt dømt for grove forhold (felony). Registreringen under lovgivningen om rådgivere medfører at rådgivere for «hedgefond» må innføre retningslinjer og prosedyrer egnet til å forhindre lovbrudd og forplikter dem til å utnevne en ledende «compliance officer».

6 PROFESJONELL INVESTOR

6.1 Regler i norsk rett

Det er noen eksempler i norsk rett på plasseringer som er forbeholdt profesjonelle investorer. Vpfl. § 5-2 gir unntak fra prospektplikten i vpfl. § 5-1 for tilbud som framsettes overfor profesjonelle investorer. Profesjonell investor er her definert som «personer som investerer i verdipapirer i sin yrkesvirksomhet og som er registrert hos børsen som profesjonell investor». Vilkårene som må være oppfylt for å bli registrert som profesjonell investor angis i forskrift 15. desember 1997 nr. 1306 om registrering som profesjonell investor. Paragrafene 2 og 3 i forskriften lyder:

§ 2. Følgende investorer kan la seg registrere uten særlige krav til omfanget av investeringsvirksomheten:

1. Finansinstitusjon.
2. Forvaltningsselskap for verdipapirfond.
3. Pensjonskasser og pensjonsfond.
4. Verdipapirforetak med tillatelse til å omsette finansielle instrumenter for egen regning.
5. Foretak med aksjer notert på norsk eller utenlandsk børs.

Nr 1-4 gjelder bare i den grad foretaket er underlagt offentlig tilsyn av Kredittilsynet eller tilsvarende utenlandsk myndighet.

§ 3. Person eller foretak som ikke er omfattet av § 2, og som ønsker å bli registrert hos børsen som profesjonell investor, må drive en investeringsvirksomhet som innebærer at investoren:

1. investerer i finansielle instrumenter som ledd i sin virksomhet, og
2. eier finansielle instrumenter med en markedsverdi som på registreringstidspunktet minst tilsvarer 20 mill. kroner, og som ikke over noen etterfølgende periode på tre måneder må være lavere enn 10 mill. kroner. Finansielle instrumenter utstedt av foretak i samme konsern som investoren, medregnes ikke her som finansielle instrumenter. Forvalter investoren finansielle instrumenter på vegne av foretak hvor investoren har slik innflytelse som nevnt i aksjelovens § 1-2 første og annet ledd eller selskapslovens § 1-2 annet ledd, medregnes disse.

Investor som søker registrering skal dokumentere at de fyller vilkårene i § 3 gjennom bekreftelse fra advokat, revisor eller fremleggelse av slik dokumentasjon som børsen anser som tilstrekkelig.

Et annet eksempel er at Kredittilsynet gir unntak fra kravet i vpfl. § 7-4 om at all informasjon skal gis på norsk. Informasjon kan gis på engelsk dersom minste tegningsbeløp i fondet er fem millioner kroner.

En form for definisjon av profesjonell kunde er også foretatt i lov 26. mars 2004 nr. 17 om finansiell sikkerhetsstillelse § 1. Det vises til bestemmelsen. Loven får bare anvendelse på juridiske personer.

UCITS-direktivet har ingen definisjon av profesjonell investor.

6.2 Directive on markets in financial instruments (MiFID)

I bilag II til Europaparlamentets og rådets direktiv 2004/39/EF av 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om endring av direktiv 85/611/EØF (ISD), er det inntatt en definisjon av profesjonelle kunder. Direktivet skal gjelde for markeder for finansielle instrumenter og implementeringsfrist er 30. mai 2006. Bilag II lyder slik:

BILAG II PROFESSIONELLE KUNDER I DETTE DIREKTIVS FORSTAND

En professionel kunde er en kunde, der besidder den fornødne erfaring, viden og ekspertise til at træffe sine egne investeringsbeslutninger og foretage en korrekt vurdering af risiciene i forbindelse hermed. For at komme i betragtning som professionel kunde skal kunden opfylde følgende krav:

I. Kundekategorier, der anses for professionelle

Følgende bør alle anses for professionelle i direktivets forstand i forbindelse med alle investeringserviceydelse, og -aktiviteter samt finansielle instrumenter.

1. Foretagender, der skal have tilladelse eller underkastes regulering for at virke på de finansielle markeder. Nedenstående liste bør forstås som omfattende alle foretagender, der har fået tilladelse, og som udøver de for de nævnte foretagender kendetegnende aktiviteter: foretagender, der har fået tilladelse af en medlemsstat i henhold til et direktiv, foretagender, der har fået tilladelse af eller er underkastet regulering i en medlemsstat uden hjemmel i et direktiv, samt foretagender, der har fået tilladelse af eller er underkastet regulering i et tredjeland:
 - a. Kreditinstitutter
 - b. Investeringselskaber
 - c. Andre finansielle institutioner, der har fået tilladelse eller er underkastet regulering
 - d. Forsikringselskaber
 - e. Kollektive investeringsordninger og selskaber, der administrer sådanne ordninger
 - f. Pensionskasser og disses administrationselskaber
 - g. Råvare- og råvarederivathandlere
 - h. Lokale firmaer
 - i. Andre institutionelle investorer.
2. Store virksomheder, der opfylder to af følgende krav til størrelse på virksomhedsplan:
 - balancesum: 20 000 000 EUR
 - nettoomsætning: 40 000 000 EUR
 - egenkapital: 2 000 000 EUR.
3. Nationale og regionale regeringer, offentlige organer, der forvalter den offentlige gæld, centralbanker, internationale og overnationale institutioner som f.eks. Verdensbanken, IMF, ECB, EIB og andre lignende internationale organisationer.
4. Andre institutionelle investorer, der primært investerer i finansielle instrumenter, herunder enheder, der beskæftiger sig med securitisation af aktiver eller andre finansielle transaktioner.

Ovennævnte foretagender anses for professionelle kunder. De skal dog have mulighed for at anmode om behandling som ikke-professionelle, og investeringselskaber kan indvillige i at yde en højere grad af beskyttelse. Når et investeringselskabs kunde er en af ovennævnte virksomheder skal investeringselskabet, før det præsterer tjenesteydelser, underrette kunden om, at han ud fra de foreliggende oplysninger anses for at være en professionel kunde og vil blive behandlet som sådan, medmindre investeringselskabet og kunden træffer anden aftale. Investeringselskabet skal tillige underrette kunden om, at han kan anmode om en ændring af aftalebetingelserne med henblik på at opnå en højere grad af beskyttelse.

Det påhviler en kunde, der anses som professionel kunde, at anmode om en højere grad af beskyttelse, når vedkommende mener sig ude af stand til at foretage en korrekt risikovurdering eller -styring.

Denne højere grad af beskyttelse vil blive ydet, når en kunde, der anses for at være professionel, indgår en skriftlig aftale med investeringselskabet om ikke at blive behandlet som professionel ved anvendelsen af reglerne for god forretningsskik. Det skal fremgå af en sådan aftale, om denne gælder for en eller flere særlige tjenesteydelser eller transaktioner eller for en eller flere typer produkter eller transaktioner.

II. Kunder, der efter anmodning kan behandles som professionelle kunder

II.1. Identifikationskriterier

Kunder, der ikke er nævnt i afsnit I, herunder offentlige organer og individuelle privatinvestorer, kan også give afkald på en del af den beskyttelse, der ydes i henhold til reglerne om god forretningsskik.

Investeringselskaber bør derfor have mulighed for at behandle alle ovennævnte kunder som professionelle kunder, forudsat at de relevante kriterier nedenfor er opfyldt og nedenstående procedure er fulgt. Disse kunder må dog ikke antages at besidde viden om markederne og erfaring, der kan sammenlignes med de i afsnit I omhandlede kategoriers viden og erfaring.

Ethvert afkald på den beskyttelse, der ydes af standardreglerne for god forretningsskik, anses kun for gyldigt, såfremt investeringselskabet efter en fyldestgørende vurdering af kundens ekspertise, erfaringer og viden og på baggrund af de påtænkte transaktioners eller tjenesteydelsers art har opnået en rimelig sikkerhed for, at kunden er i stand til at træffe sine egne investeringsbeslutninger og forstå de involverede risici.

Den egnethedsprøve, der anvendes over for ledere og direktører af foretagender, der har fået tilladelse efter de finansielle direktiver, er et eksempel på, hvorledes ekspertise og viden kan vurderes. I tilfælde af mindre

foretagender bør den person, der gøres til genstand for ovenstående vurdering, være den person, der har fået tilladelse til at gennemføre transaktioner for foretagendets regning.

Ved ovennævnte vurdering bør mindst to af følgende kriterier være opfyldt:

- kunden har foretaget omfattende transaktioner på det relevante marked gennemsnitlig ti gange pr. kvartal i de foregående fire kvartaler
- størrelsen af kundens portefølje, der defineres som omfattende kontantbeholdning og finansielle instrumenter, overstiger 500 000 EUR
- kunden arbejder eller har arbejdet i den finansielle sektor i mindst ét år i en stilling, der kræver viden om de påtænkte transaktioner eller tjenesteydelser.

II.2. Procedure

De ovenfor definerede kunder kan kun give afkald på beskyttelsen i henhold til de detaljerede regler om god forretningsskik efter følgende procedure:

- de skal skriftligt meddele investeringsselskabet, at de ønsker at blive behandlet som professionelle kunder, enten generelt eller i forbindelse med en bestemt investeringsservice eller transaktion eller en bestemt transaktions eller produkttype
- investeringsselskabet skal give dem en klar skriftlig orientering om den beskyttelse og de investorgarantirettigheder, de risikerer at miste
- de skal skriftligt i et andet dokument end kontrakten erklære, at de kender følgerne af at miste denne beskyttelse.

Investeringsselskaber skal, før de beslutter at imødekomme eventuelle ønsker om at give afkald på beskyttelse, træffe alle rimelige foranstaltninger til at sikre, at en kunde, der anmoder om at blive behandlet som professionel kunde, opfylder kravene i afsnit II.1 ovenfor.

Hvis kunder allerede er blevet klassificeret som professionelle kunder efter kriterier og procedurer svarende til ovenstående, er det imidlertid ikke hensigten, at deres relationer til investeringsselskaber skal berøres af eventuelle nye regler, der vedtages i henhold til dette bilag.

Investeringsselskaber skal ved klassificeringen af kunder følge hensigtsmæssige skriftlige interne politikker og procedurer. Professionelle kunder er ansvarlige for, at investeringsselskabet holdes løbende underrettet om enhver ændring, der vil kunne påvirke deres klassificering. Hvis investeringsselskabet imidlertid bliver klar over, at kunden ikke længere opfylder de oprindelige betingelser, som berettigede ham til en behandling som professionel kunde, skal investeringsselskabet træffe passende forholdsregler.

6.3 Norske investorer og direktivets kategorier

6.3.1 Kategori 1: foretak i finansmarkedet og under tilsyn

I Norge vil kategorien omfatte kredittinstitusjoner, verdipapirforetak, forvaltningsselskap, forsikringsselskaper, pensjonskasser, livselskap og andre finansinstitusjoner enn kredittinstitusjoner og forsikringsselskaper.

Kredittilsynet mener kategorien egner seg for å definere profesjonelle investorer for spesialfond.

Dersom verdipapirforetak eller forvaltningsselskap forvalter kunders midler i kraft av konsesjon til aktiv forvaltning, er det den aktive forvalters ansvar å avklare sin kundes profesjonalitet ved inngåelse av forvaltningsavtale.

Kredittilsynets erfaring tilsier at pensjonskasser kan mangle tilstrekkelig erfaring eller innsikt på kompliserte investeringsprodukter. Kredittilsynet mener eventuelle begrensninger i forhold til plassering i spesialfond bør framgå av regelverket for pensjonskasser og ikke som en begrensning av definisjonen av profesjonell investor i spesialfond.

6.3.2 Kategori 2: store private og offentlige foretak

Kategorien omfatter foretak som ikke har kapitalforvaltning som hovedvirksomhet. *Dagens Næringsliv* lager årlige oversikter over de 500 største norske selskapene. Kredittilsynet legger til

grunn at den gir en god pekepinn over hvor mange foretak som tilfredsstillt kravene. Dersom nettoomsetning er det samme som omsetning, tilfredsstillt alle de 500 selskapene på listen kravet til 40 000 000 euro. Dersom balansesum er det samme som total kapital tilfredsstillt den overveiende del kravet til 20 000 000 euro. Også kravene til egenkapital på 2 000 000 euro oppfylles av de fleste. Ifølge direktivet er foretak som oppfyller to av kravene per definisjon profesjonelle.

Kredittilsynet mener definisjonen egner seg for å definere profesjonelle investorer for spesialfond. Kredittilsynet legger til grunn at selv om slike foretak ikke nødvendigvis er profesjonelle i forhold til kapitalforvaltning, er de profesjonelle i den forstand at de må antas å være vant til å bruke rådgivere når egen kompetanse ikke er tilstrekkelig.

6.3.3 Kategori 3: offentlig virksomhet

Kategori 3 vil omfatte Norges Bank og organer som forvalter statlig, fylkeskommunal og kommunal gjeld. Kredittilsynet er ikke kjent med andre norske myndigheter som oppfyller kravene.

Regelverket for kommuner og fylkeskommuner avgjør om og i hvilken grad disse kan plassere midler i spesialfond. Lov 25. september 1992 nr. 107 om kommuner og fylkeskommuner (kommuneloven) § 52 har bestemmelser om finansforvaltning. Kommunestyret og fylkestinget skal vedta regler om kommunens eller fylkeskommunens finansforvaltning. Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om disposisjoner som innebærer finansiell risiko. Kommuner og fylkeskommuner skal forvalte midlene slik at tilfredsstillende avkastning kan oppnås, dog uten at det innebærer vesentlig finansiell risiko, og under hensyn til at kommunen og fylkeskommunen skal ha midler til å dekke sine betalingsforpliktelser ved forfall.

Kommunestyret og fylkestinget treffer vedtak på vegne av henholdsvis kommunen og fylkeskommunen så langt ikke annet følger av særlov eller delegasjonsvedtak. Vedtak av annet organ krever delegasjonskompetanse og at det er fattet et delegasjonsvedtak. Administrasjonen må altså ha klare fullmakter.

Av forskrift 5. mars 2001 om kommuners og fylkeskommuners finansforvaltning følger det av § 2, Reglement for kommuners og fylkeskommuners finansforvaltning, at:

Kommunestyret eller fylkestinget skal selv gi regler for kommunens eller fylkeskommunens finansforvaltning. Reglementet skal omfatte følgende forvaltningstyper:

- a) Plassering og forvaltning av ledig likviditet og andre midler beregnet for driftsformål. Ved slik forvaltning skal det legges vekt på lav finansiell risiko og høy likviditet.
- b) Forvaltning av gjeldsporteføljen og øvrige finansieringsavtaler, herunder også metoder og rutiner ved opptak av lån.
- c) Plassering og forvaltning av langsiktige finansielle aktiva atskilt fra kommunens midler beregnet for driftsformål.

Bokstav a) gjelder altså forvaltningen av driftsmidler, med krav om lav finansiell risiko og høy likviditet. Når det gjelder plassering av langsiktige finansielle aktiva, heter det i kommentarer til forskriften:

Plassering av langsiktige finansielle aktiva som forvaltes atskilt fra kommunens midler beregnet for driftsformål skiller seg fra sistnevnte ved at forvaltningen av disse midlene ikke er utslagsgivende for kommunens tjenesteproduksjon på kort sikt. Siden det her er avkastning på lang sikt som er formålet, kan det være naturlig å fokusere mindre på kortsiktige svingninger i markedet. Ved denne forvaltningen vil derfor kommunen kunne godta noe lavere likviditet i bytte mot muligheten for en noe høyere avkastning på lang sikt. Det må likevel ikke tas en finansiell risiko som anses vesentlig, jf. kommuneloven § 52 nr. 3.

Forskriften § 3, Nærmere om reglementet, lyder:

Kommunestyret eller fylkestinget skal gjennom reglementet ta stilling til følgende, både i forhold til finansforvaltningen generelt og i forhold til den enkelte forvaltningstype:

- Formålet med forvaltningen
- Generelle rammer og begrensninger for forvaltningen
- Finansiell risiko
- Risikospredning
- Rutiner for rapportering av utviklingen i ovennevnte forhold fra forvalter(e) av finansielle transaksjoner, samt rutiner for rapportering fra uavhengig instans som skal vurdere om forvalter(e) følger opp de fastlagte regler for forvaltning.

I kommentarene til § 3 til generelle begrensninger for forvaltningen heter det:

Kommunestyret skal vurdere generelle begrensninger for forvaltningen. Med dette menes begrensninger på hvor stor del av kommunens finansielle midler som kan plasseres i en angitt aktiva. Plassering i eksempelvis aksjemarkedet bør begrenses til en angitt prosentdel av kommunens samlede finansielle midler. Konsentrasjon av enkelt aktiva kan medføre vesentlig finansiell risiko. Kommunestyret bør derfor bestemme hvilke typer av finansielle aktiva/instrumenter som kan benyttes i finansforvaltningen og hvilke begrensninger som skal gjelde for anvendelsen av de ulike aktiva/instrumenter.

Kredittilsynet antar at reglene fastsatt i hver enkelt kommune eller fylkeskommune vil avgjøre om og hvor stor del av midlene som kan plasseres i spesialfond. Reglene skal fastsettes blant annet i forhold til kommunens økonomi, ønsket om å øke avkastningen og differensiere plasseringene. Samtidig følger det av kommuneloven § 52 at plasseringene skal gjøres «uten at det innebærer vesentlig finansiell risiko». Plasseringene skal altså være underlagt et forsvarlighetsprinsipp.

Kredittilsynet mener kategorien egner seg for å definere profesjonelle investorer i spesialfond. Det er likevel grunn til å tro at mange kommuner og fylkeskommuner ikke har den nødvendige kompetanse. Kommuner og fylkeskommuner har, som beskrevet ovenfor, egne regler om finansforvaltningen. Kredittilsynet mener at begrensninger i kommuners og fylkeskommuners plassering i spesialfond må følge av dette regelverket og ikke av en definisjon av profesjonell investor i reglene for spesialfond.

6.3.4 Kategori 4: andre institusjonelle investorer

Hovedvirksomheten til investorer som faller inn under kategorien skal være investering i finansielle instrumenter. Kategorien skal være institusjonell, og vil ikke omfatte privatpersoner. Kredittilsynet antar at Folketrygdfondet, verdipapirfond, spesialforetak opprettet i forbindelse med verdipapirisering, stiftelser, legater, overformynderier, private og offentlige «private equity»-fond og investeringsselskaper faller inn under kategorien. Videre antas at Statens petroleumsfond faller inn under kategorien, jf. lov 22. juni 1990 nr. 36 om Statens petroleumsfond. Det er Finansdepartementet som forvalter fondet, men den løpende forvaltningen av petroleumsinntekter er delegert til Norges Bank.

Kredittilsynet mener definisjonen egner seg for å kategorisere profesjonell investor i spesialfond. I og med at foretakets hovedvirksomhet er investering i finansielle instrumenter, skulle det ikke være nødvendig med ytterligere krav til innsikt, erfaring og størrelse på formue.

En person som forvalter spesialfond, og som i tillegg har etablert et investeringsselskap for plassering i spesialfondet vedkommende forvalter vil falle inn under denne kategorien. Kredittilsynet foreslår likevel en egen kategori for forvaltere av spesialfond, jf. punkt 6.3.5.3.

6.3.5 Kategori 5: andre som på forespørsel kan behandles som profesjonelle

Denne kategorien omfatter kunder som i utgangspunktet ikke er profesjonelle, men som ber om å bli behandlet som profesjonelle. Kategorien omfatter blant annet privatpersoner. Direktivet stiller krav til formue, aktivitet og erfaring. En profesjonell investor må oppfylle minst to av kravene.

6.3.5.1 Privatpersoner vurdert i forhold til finansformue

Statistisk sentralbyrå har laget en oversikt for Kredittilsynet som viser brutto finansformue for personer bosatt i Norge i 2002. Oversikten er laget på grunnlag av tall fra selvangivelsen. Brutto finansformue er summen av bankinnskudd, andeler i verdipapirfond og verdipapirer. Bolig og annen eiendom er holdt utenfor. Tallene inkluderer både direkte eierandeler og eierandeler for eksempel gjennom investeringsselskaper. Unoterte aksjer og aksjer på SMB-listen oppføres i selvangivelsen med 65 prosent av verdien. Andre noterte aksjer oppføres med kursverdi. Kredittilsynet legger til grunn at oversikten likevel gir et bra anslag.

Tabell 1: Antall bosatte personer etter alder og brutto finansformue. 2002

	alle	under 20 år	70 år og over	tall korrigert for personer under 20 år og over 70 år
under 1 mill	4 445 069	1 177 759	482 221	2 785 269
over 1 mill	100 881	216	28 632	72 033
over 3 mill	18 007	37	3 204	14 766
Over 5 mill	8 918	21	1 291	7 606
I alt	4 545 950	1 177 795	510 853	2 857 302

Kilde: Statistisk sentralbyrås selvangivelsesstatistikk 2002

Brutto finansformue er summen av bankinnskudd, andeler i aksjefond, obligasjons- og pengemarkedsfond og verdipapirer ifølge den personlige selvangivelsen

To kategorier er skilt ut for å se hvor stor andel de utgjør av hele utvalget. Kategorien under 20 år må antas bare unntaksvis å inneholde personer som er profesjonelle. Gruppen over 70 år må også antas å ha en større andel som ikke er profesjonelle enn hele utvalget.

Kredittilsynet har ingen holdepunkter for å uttale seg om graden av profesjonalitet hos gruppene ovenfor. Tallene er i hovedsak hentet inn for å få en oversikt over hvor mange som kan antas å fylle formueskriteriet.

Bruk av selvangivelsestall er praktisk på den måten at opplysningene er kontrollert av en offentlig etat. Det hensyntar ikke investorer som foretar skattemessig motiverte disposisjoner for å unngå formuesskatt. Kredittilsynet kan ikke se at dette endrer bildet vesentlig.

Det å ha formue er i seg selv ingen garanti for at investoren er profesjonell. Det er likevel grunn til å tro at personer med formuer over en viss størrelse er mer tilbøyelige til å bruke rådgivere i forvaltningen av formuen enn om formuen er liten, dersom de selv ikke er profesjonelle. Det er ingen grunn til å anta at det vil gjelde alle. Det er dessuten grunn til å anta at formuen må være relativt stor for at tilbøyeligheten skal være sannsynlig.

Direktivet setter krav til finansformue. Bolig holdes utenfor. Nordmenn har antakelig større boligformue og mindre finansformue relatert til total formue enn i enkelte andre EØS-land. Oppfyller investoren kravet til finansformue, er det imidlertid ikke slik at boligformuen ikke kan brukes for eksempel til pantsettelse. Kravet vil imidlertid gi en viss sikkerhet for at investoren har midler utover det som er bundet opp i bolig.

Kredittilsynet mener at eventuelle formueskrav bør settes i forhold til brutto finansformue i form av bankinnskudd og finansielle instrumenter. For at det skal være en viss grad av sannsynlighet for at investoren er profesjonell i kraft av det å ha formue, bør brutto finansformue ikke være mindre enn fem millioner kroner. Bruk av selvangivelsen anses som praktisk og pålitelig. Imidlertid utelukkes ikke andre typer opplysninger, for eksempel for utenlandske investorer.

Direktivets formueskrav er 500 000 euro, som gir 4 150 000 kroner (kurs 8,3 den 6. august 2004). Det anbefales vanligvis at en investor ikke plasserer hele sin finansformue i alternative investeringer. Det gis ulike anbefalinger. Noen anbefaler fem prosent av porteføljen i alternative plasseringer. Andre anbefaler noe mer. Det anbefales at ikke alt plasseres i én alternativ plassering, men spres på flere. Dersom direktivets krav forhøyes til fem millioner kroner, vil ti prosent av dette gi 500 000 kroner til plassering i spesialfond.

6.3.5.2 Privatpersoner vurdert i forhold til antall transaksjoner

En privatperson som handler i finansielle instrumenter over internett vil lett komme opp i minst ti transaksjoner per kvartal. Kriteriet er ikke vanskelig å oppfylle. Kredittilsynet mener det er uegnet som kriterium for å skille ut profesjonelle investorer i forhold til det å investere i spesialfond. Kriteriet blir ikke særlig mer velegnet ved å høyne kravet til antall transaksjoner. Kredittilsynet mener derfor at krav til antall transaksjoner ikke er et godt mål på om en investor er profesjonell i forhold til det å investere i spesialfond.

6.3.5.3 Privatpersoner vurdert i forhold til stilling

En person som arbeider eller har arbeidet i finansiell sektor minst ett år og i en stilling som gir innsikt i de påtenkte transaksjoner, må antas å være i stand til å treffe sine egne investeringsbeslutninger og forstå risikoen ved plassering i spesialfond, jf. at personen skal ha vært i en stilling som krever innsikt i de påtenkte transaksjoner. For å bli tilsatt i stilling som forvalter av spesialfond, må vedkommende ha ervervet de nødvendige kvalifikasjoner. Kravet til forvaltningsselskapets vurdering av at vedkommende kan treffe sine egne investeringsbeslutninger og forstå risikoen forbundet med plasseringer i spesialfond, vurdert ut fra personens erfaring og innsikt skulle derfor ikke være nødvendig. Det er vanlig at forvaltere av spesialfond forutsettes å plassere midler i de fond de forvalter. Kriteriet bør derfor få anvendelse på forvaltere av spesialfond, enten de er ansatt i forvaltningsselskapet eller forvalter spesialfond i kraft av utkontraktering, men bør etter Kredittilsynets oppfatning ikke få generell anvendelse. Kriteriet om finansformue bør være oppfylt for alle privatpersoner som skal plassere i spesialfond med unntak av slike forvaltere.

6.3.5.4 Andre enn privatpersoner

Etter direktivet kan andre enn privatpersoner, som offentlige organer, på forespørsel behandles som profesjonelle. Kredittilsynet kan ikke se noe behov for at dette skal gjelde spesialfond. Slike institusjoner bør være dekket opp av kategori 4.

6.4 Definisjon av profesjonell investor - utgangspunkt

Kredittilsynets mener MiFIDs kategorisering egner seg for å definere profesjonelle investorer i spesialfond. Systemet vil antakelig bli innført i Norge som en følge av implementeringen av direktivet. Kredittilsynet vil se det som uheldig med flere ulike juridiske definisjoner av profesjonell investor og legger til grunn at definisjonen i prospektregelverket må tilpasses på samme måte.

Kredittilsynet foreslår i utgangspunktet at følgende investorer anses som profesjonell investor i spesialfond:

1. Kredittinstitusjoner, verdipapirforetak, forvaltningsselskap, forsikringsselskaper, livselskap, andre finansinstitusjoner enn kredittinstitusjoner og forsikringsselskaper og andre foretak på finansmarkedet med konsesjon fra Finansdepartementet eller Kredittilsynet og som er under tilsyn av Kredittilsynet.
2. Private eller offentlige foretak der revidert årsregnskap oppfyller to av de følgende kriterier:
 - Sum eiendeler på 20 millioner euro
 - Nettoomsætning på 40 millioner euro
 - Sum egenkapital på 2 millioner euro
3. Norges Bank og offentlige myndigheter som forvalter statlig, fylkeskommunal eller kommunal gjeld.
4. Andre institusjonelle investorer som har som hovedvirksomhet å investere i finansielle instrumenter, herunder spesialforetak opprettet i forbindelse med verdipapirisering.

Følgende investorer anses som profesjonell investor selv om de ikke omfattes av kategori nr. 1 til 4, dersom de har bedt om å bli behandlet som profesjonell investor og dermed har gitt avkall på beskyttelsen i henhold til god forretningsskikk de ellers ville hatt:

1. Forvaltere av spesialfond
2. Privatpersoner som har en brutto finansformue i form av bankinnskudd og finansielle instrumenter på minst 5 millioner kroner beregnet etter siste års likning og som etter forvaltningsselskapets vurdering kan treffe sine egne investeringsbeslutninger og forstå risikoen forbundet med plassering i spesialfond, vurdert ut fra personens erfaringer og innsikt.

For privatpersoner, med unntak av forvaltere av spesialfond, foreslås dessuten et tilleggskrav om første gangs tegningsbeløp, se punkt 6.6.

Investorer nevnt under annet ledd nr. 1 og 2 kan kun gi avkall på denne beskyttelsen dersom følgende prosedyre er fulgt:

- investor skal skriftlig underrette forvaltningsselskapet om sitt ønske om å bli behandlet som profesjonell investor for så vidt gjelder plassering i spesialfond regulert av verdipapirfondloven og
- forvaltningsselskapet skal gi investor en klar skriftlig orientering om den beskyttelse og de investorgarantirettigheter investor risikerer å miste og
- investor skal skriftlig i et annet dokument enn kontrakten erklære at vedkommende forstår følgene av å miste denne beskyttelse.

Forvaltningsselskapet skal, før det beslutter å imøtekomme eventuelle ønsker om at gi avkall på beskyttelse, treffe alle rimelige foranstaltninger for å sikre at en kunde som anmoder om at bli behandlet som profesjonell kunde oppfyller kravene for å bli behandlet som profesjonell.

Forvaltningsselskapet skal ved klassifiseringen av kunder ha hensiktsmessige skriftlige interne rutiner.

Profesjonelle kunder er ansvarlige for at forvaltningsselskapet underrettes om endringer som påvirker dennes klassifisering. Dersom forvaltningsselskapet imidlertid blir klar over at kunden ikke lenger oppfyller betingelsene for behandling som profesjonell kunde, skal forvaltningsselskapet ta de nødvendige forholdsregler.

For private investorer er det foreslått en nedre formuesgrense litt høyere enn direktivets. Forvaltningsselskapet har ansvar for å påse at investor har tilstrekkelig innsikt og erfaring.

Ifølge direktivet må visse prosedyrer ha vært fulgt for at de nevnte kunder skal kunne anmode om å bli behandlet som profesjonell kunde. Kredittilsynet foreslår tilsvarende prosedyrer.

6.5 Alternative definisjoner av profesjonell investor

Et alternativ til formueskrav kan være regler om at bare en viss andel av formuen skal kunne plasseres i spesialfond. Fordelen med dette ville være at ingen ville tape hele sin formue gjennom plassering i spesialfond. En slik regel er vanskelig å kontrollere for forvaltningsselskapet fordi en investor kan bruke flere banker, verdipapirforetak og forvaltningsselskaper.

Krav om en viss størrelse på tegningsbeløpet kan være et annet alternativ til formueskrav. Dette har for eksempel vært satt som krav for å få stadfestet vedtekter med asymmetrisk godtgjørelse og ved bestemte former for lukket inngang og utgang. For å oppnå en diversifiseringsgevinst, anbefales vanligvis å bare plassere en mindre del av formuen i alternative investeringer. En regulering med bruk av et høyt tegningsbeløp kan ha en uheldig innvirkning på hvordan den enkelte investor allokere sin formue og som utilsiktet konsekvens medføre at en for stor andel allokere til spesialfond for enkelte grupper med «mindre» finansformue. Dersom høyt tegningsbeløp skal være eneste kriterium på profesjonell investor, vil beløpet måtte settes så høyt at det av denne grunn blir uegnet. Kredittilsynet mener derfor dette ikke er en god løsning.

6.6 Forslag til definisjon av profesjonell investor

Etter Kredittilsynets oppfatning, kan tegningsbeløp i kombinasjon med formueskrav være en god løsning for privatpersoner. Da behøver ikke tegningsbeløpet å settes så høyt at det fører til uheldig allokering av finansformuen. Krav om minste tegningsbeløp vil imidlertid gi en viss sikring i tillegg til formueskravet. I tillegg til kravet til privatpersoner, med unntak av forvaltere av spesialfond, om brutto finansformue på minst fem millioner kroner, foreslås et minste første gangs tegningsbeløp på 500 000 kroner og slik at andelseier ikke skal ha adgang til å innløse andeler for å omgå kravet. Det vises til ny § 10-2 om at den enkelte må ha tegnet seg for minst 500 000 kroner i hele andelseierperioden. Videre vises det til § 10-2 i.f. om at kravet til minstebeløp ikke gjelder dersom forvaltningsselskapet etter vpfl. § 4-10 nr. 3 har besluttet å anvise av fondets midler til utdeling til andelseierne.

7 FORSLAG TIL ENDRING AV VERDIPAPIRFONDLOVEN

7.1 Innledning

Kapittelet er dels ordnet tematisk og dels kronologisk og har en gjennomgang av de bestemmelser i verdipapirfondloven som foreslås endret. Bestemmelser som vedrører informasjon, herunder bestemmelser om vedtektenes innhold, er plassert i kapittel 9.

7.2 Definisjoner

7.2.1 Definisjoner, vpfl. § 1-2

7.2.1.1 Spesialfond

Det framgår av punkt 1.2.5 at Kredittilsynet foreslår at verdipapirfond som er spesialfond og opprettet i medhold av de nye bestemmelsene i verdipapirfondloven skal betegnes spesialfond. Som det framgår av punkt 5.2, blir svenske fond som avviker fra UCITS-direktivet og er nasjonale fond som ikke kan markedsføres eller selges fritt utenfor Sverige kalt «spesialfonder». Det foreslås et tillegg i vpfl. § 1-2 i form av at spesialfond defineres i en ny nr. 7, se kapittel 12.

7.2.1.2 Venturefond

Det foreslås enkelte særlige regler for venturefond. Det er vanskelig å gi en presis definisjon på venturefond, men fondene har som formål å tilføre kapital til foretak – og særlig i de tidlige fasene i et foretaks utvikling (såkorn-, oppstarts- og ekspansjonskapital) – for deretter å selge seg ut. Venturefond vil dessuten engasjere seg i foretaket gjennom aktivt eierskap. Det vises til beskrivelsen av «private equity» i punkt 2.3, særlig om forskjellen mellom såkorn-, oppstarts- og ekspansjonsstadium i motsetning til konsoliderings- og nytt ekspansjonsstadium. Et venturefond vil dermed ha som eneste formål å plassere midler i foretak som er i en tidlig fase, for å være med å utvikle foretaket over en periode og deretter selge seg ut. Kapitalen vil typisk være risikovillig kapital.

Kredittilsynet finner det hensiktsmessig å foreslå en definisjon av venturefond og viser til forslag til ny vpfl. § 1-2 nr. 8, se kapittel 12.

7.3 Plasseringsregler

7.3.1 Investeringsområde, vpfl. § 4-5

7.3.1.1 Gjeldende rett

Vpfl. § 4-5. Investeringsområde

Kapitalinnskudd i verdipapirfond kan bare plasseres i følgende finansielle instrumenter:

1. omsettelige verdipapirer som nevnt i lov om verdipapirhandel § 1-2 tredje ledd
2. verdipapirfondsandeler
3. pengemarkedsinstrumenter
4. opsjons- og terminkontrakter knyttet til omsettelige verdipapirer
5. valutatermin- og valutaopsjonskontrakter til sikring av valutaeksponering i fondets øvrige plasseringer
6. andre finansielle instrumenter etter forskrift fastsatt av departementet

Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om adgangen til å plassere i finansielle instrumenter som nevnt i første ledd nr. 4 og 5.

Verdipapirfondets midler kan plasseres i verdipapirfondsandeler forutsatt at verdipapirfondene det plasseres i, maksimalt kan investere 10 prosent av fondets eiendeler i verdipapirfondsandeler. Plasseringer i verdipapirfond som ikke omfattes av nasjonale regler som gjennomfører EØS-regler som svarer til direktiv 85/611/EØF med senere endringer (UCITS-direktivet), må samlet ikke overstige 30 prosent av fondets eiendeler og følgende betingelser må være oppfylt:

1. verdipapirfondet og forvaltningen av det er underlagt betryggende tilsyn i hjemlandet og det er etablert et tilfredsstillende samarbeid om tilsyn mellom tilsynsmyndighetene i hjemlandet og Norge,
2. andelshaverne må gis beskyttelse minst på linje med den beskyttelse andelshavere har ved investeringer i verdipapirfond som omfattes av UCITS-direktivet, spesielt når det gjelder bestemmelsene om

oppbevaring av midler, låneopptak, långivning og handel med finansielle instrumenter fondet ikke eier og

3. det avlegges rapport to ganger årlig om aktivitetene i de verdipapirfondene det investeres i. Tilsynsmyndigheten kan gi nærmere regler om plassering i verdipapirfondsandeler som har hjemstat i en stat som ikke er part i EØS-avtalen.

Det skal ikke påløpe tegnings- eller innlønnskostnader i forbindelse med et verdipapirfonds plassering i verdipapirfond forvaltet av samme forvaltningsselskap som det investerende fond.

Kapitalinnskudd i verdipapirfond kan plasseres i pengemarkedsinstrumenter som normalt handles på pengemarkedet, er likvide og kan verdifastsettes til enhver tid.

Kapitalinnskudd i verdipapirfond kan plasseres som innskudd i bank dersom følgende betingelser er oppfylt:

1. innskuddet skal tilbakebetales på anmodning eller innen en frist på høyst 12 måneder og
2. banken har sitt vedtektsmessige hjemsted i en stat som er part i EØS-avtalen eller
3. banken har sitt vedtektsmessige hjemsted i en stat som ikke er part i EØS-avtalen dersom banken er underlagt betryggende tilsyn.

Et verdipapirfond kan, uavhengig av investeringsalternativene i denne paragraf, besitte likvide midler som innskudd i bank.

Tilsynsmyndigheten kan gi samtykke til etablering av verdipapirfond som fraviker bestemmelsene i denne paragraf med hensyn til finansielle instrumenter angitt i første ledd nr. 2 og nr. 3.

Se også vpfl. § 1-2 nr. 1 og derivatforskriften § 1 tredje ledd.

7.3.1.2 Valutasikring

Formålsbegrensningen om sikring i første ledd nr. 5, jf. også derivatforskriften § 3 annet ledd, kan skape problemer for «hedgefond». Åpne valutaposisjoner vil komme i konflikt med sikringsformålet. Kredittilsynet foreslår at kravet til sikring oppheves for spesialfond, se forslag til endret vpfl. § 4-5 første ledd nr. 5 i ny § 10-4 nr. 3.

7.3.1.3 Fondsandeler

Etter tredje ledd kan et fonds midler plasseres 100 prosent i verdipapirfondsandeler. Forutsetningen er at det er UCITS-fond og at maksimalt 10 prosent av disse fondenes midler kan plasseres i verdipapirfondsandeler (UCITS-fond eller ikke). Plasseringer i non-UCITS-fond må samlet ikke overstige 30 prosent av fondets eiendeler og må dessuten oppfylle visse betingelser. Kredittilsynet antar at tredje ledd vil skape problemer for spesialfond som ønsker å plassere i spesialfond. Kredittilsynet foreslår at kravene i tredje ledd i utgangspunktet ikke får anvendelse for spesialfond. Foruten EØS-stater har Norge tilsynssamarbeid med USA. Tilsynssamarbeid, jf. betingelsen i tredje ledd nr. 1, innebærer et viktig investorvern. Kredittilsynet mener derfor at betingelsen i vpfl. § 4-5 tredje ledd nr. 1 om betryggende tilsyn og tilfredsstillende tilsynssamarbeid mellom hjemlandet og Norge, både hjemlandet for fondet og for forvaltningsselskapet, skal opprettholdes. Det vises for ordens skyld også til punkt 7.11.1.2 om markedsføring av utenlandske fond hvor det er foreslått tilsvarende krav. Det vises til foreslått ny § 10-3 nr. 1.

Kredittilsynet finner ikke grunn til å innføre nærmere krav om hvor mye av et spesialunderfonds midler som kan plasseres i spesialfond, type spesialfond det kan plasseres i, krav om spredning på et visst antall ulike spesialunderfond osv. Kredittilsynet mener at vilkårene for å plassere i spesialunderfond, herunder en klar avgrensning av type fond, må framgå av den informasjon som skal gis i spesialfonds vedtekter om investeringsmandatet. En profesjonell investor må antas å selv kunne avgjøre hvilke fond som plasseres i spesialfond (fond i ett fond eller fond i flere fond) vedkommende vil plassere sine midler i. Av standardvedtektene § 3; jf. Kredittilsynets rundskriv. 15/2004, følger at dersom fondet plasseres i verdipapirfondsandeler, må fondets plasseringer i verdipapirfondsandeler sammen med fondets øvrige plasseringer være i samsvar med fondets vedtekter, herunder investeringsstrategi. Tilsvarende vil gjelde for spesialfond. Underfondene må altså – sammen med de øvrige plasseringene – gjenspeile hovedfondets risiko og investeringsmandat. Det kan bli en utfordring for forvaltningsselskaper for slike spesialfond å få fram i vedtekter, prospekt og annen informasjon hvilke typer underfond det kan plasseres i.

7.3.1.4 Pengemarkedsinstrumenter

Kredittilsynet foreslår at definisjonen av pengemarkedsinstrumenter i vpfl. § 4-5 femte ledd skal gjelde for spesialfond, se drøftelsen under vpfl. § 4-6 i punkt 7.6.1. Se også kommentarer til vpfl. § 4-6 om pengemarkedsinstrumenter i punkt 7.6.2.

7.3.2 Risikospredning, vpfl. § 4-8

7.3.2.1 Gjeldende rett

Vpfl. § 4-8. Risikospredning

Forvaltningsselskapet skal se til at verdipapirfondets beholdning av finansielle instrumenter har en sammensetning som gir en hensiktsmessig spredning av risikoen for tap.

Et verdipapirfonds plasseringer i finansielle instrumenter utstedt av samme selskap kan, med de begrensninger som følger av § 4-9, ikke utgjøre mer enn:

1. 5 prosent av fondets eiendeler, eller
2. 10 prosent av fondets eiendeler dersom den samlede verdi av plasseringer som nevnt i dette punktum ikke overstiger 40 prosent av fondets eiendeler, eller
3. 35 prosent av fondets eiendeler dersom de omsettelige verdipapirene eller pengemarkedsinstrumentene er utstedt eller garantert av en stat som er part i EØS-avtalen, dennes lokale offentlige myndigheter eller av internasjonale statlige organisasjoner der en eller flere av statene som er part i EØS-avtalen deltar.

Etter særskilt tillatelse fra tilsynsmyndigheten kan inntil 100 prosent av et verdipapirfonds eiendeler plasseres i omsettelige verdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter som nevnt i foregående ledd nr. 3. Det er et vilkår for tillatelsen at verdipapirfondet skal eie omsettelige verdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter fra minst seks ulike utstedelser og at de omsettelige verdipapirene eller pengemarkedsinstrumentene fra én og samme utstedelse ikke overstiger 30 prosent av verdipapirfondets samlede eiendeler.

Et verdipapirfonds plasseringer i henhold til annet ledd nr. 1 til 3, syvende ledd tredje punktum og niende ledd, kan ikke anvendes samtidig for så vidt gjelder innskudd eller finansielle instrumenter utstedt av samme selskap. Likevel tillates kumulasjon av plasseringer i henhold til annet ledd nr. 1 til 3 som samlet ikke overstiger 20 prosent av fondets eiendeler for så vidt de finansielle instrumentene er utstedt av selskaper i samme konsern som angitt i femte ledd. Et verdipapirfonds plasseringer i henhold til annet ledd nr. 1, syvende ledd tredje punktum og niende ledd utstedt av samme selskap, kan samlet ikke overstige 20 prosent av fondets eiendeler.

Selskaper innenfor samme konsern, som definert i direktiv 83/349/EØF og lov om årsregnskap av 17. juli 1998 nr. 56 § 1-3 eller i overensstemmelse med anerkjente internasjonale regnskapsregler, anses for å være samme selskap i forhold til investeringsgrensene i denne paragraf og § 4-8a.

Bestemmelsene i annet og tredje ledd gjelder ikke tegning i emisjoner i henhold til fortrinnsrett for finansielle instrumenter som verdipapirfondet eier.

Underliggende til et derivat skal telle med i beregningen av de grenser som er fastsatt i annet ledd nr. 1 til 3 etter forskrift fastsatt av departementet. Det kan gjøres unntak fra foregående punktum for indeksderivatfond etter forskrift fastsatt av departementet. Et verdipapirfonds plasseringer i unoterte derivater må, når det gjelder risiko på samme motpart, følge forskrift fastsatt av departementet.

Et verdipapirfonds plasseringer i verdipapirfondsandeler tilhørende ett og samme verdipapirfond kan, med de begrensninger som følger av § 4-9, ikke utgjøre mer enn 20 prosent av fondets eiendeler.

Alternativt kan et verdipapirfonds plasseringer i innskudd hos samme bank ikke utgjøre mer enn 20 prosent av fondets eiendeler.

Tilsynsmyndigheten kan gi samtykke til etablering av verdipapirfond som fraviker bestemmelsene i denne paragraf.

7.3.2.2 Generelt

Reglene om risikospredning skal sikre en viss diversifisering. «Private equity»-fond og «hedgefond» kan – i hvert fall i perioder – ha problemer med å holde seg innenfor for eksempel annet ledd nr. 1 og 2.

Svenske spesialfond har krav til risikospredning i lovens kapittel 6 § 2, men kravet er ikke konkretisert. Det er derfor ikke klart hvilke betingelser som vil bli stilt ved godkjenning av spesialfonds vedtekter.

Fond hvor vpfl. § 4-8 ikke skal gjelde kan få porteføljer med stor spesifikk (usystematisk) risiko. En profesjonell investor må imidlertid antas å kunne vurdere konsekvensene av at porteføljen eventuelt ikke er veldiversifisert.

Kredittilsynet foreslår at vpfl. § 4-8 ikke skal gjelde for spesialfond, se ny § 10-3 nr. 3.

7.3.2.3 Spesielt om bankinnskudd

Spesialfond som i stor grad benytter derivater må plassere store beløp på bankkonto som sikkerhet for handlende. Hensynet til administrativ håndtering og rentebetingelser kan tilsi bruk av kun én bank. Dersom vpfl. § 4-8 ikke skal gjelde for spesialfond, vil det også innebære at 20 prosentgrensen for bankinnskudd ikke skal gjelde. Denne omfatter både plasseringer og likvide midler, jf. vpfl. § 4-5 sjette og syvende ledd. Plasseringer i aksjer/obligasjoner utstedt av én bank som utgjør mer enn 20 prosent av fondets eiendeler og plasseringer i innskudd i den samme banken som utgjør mer enn 20 prosent av fondets eiendeler skulle ikke bety noen forskjell i risikoen.

Kredittilsynet foreslår at vpfl. § 4-8 heller ikke skal gjelde for kravet om spredning av bankinnskudd.

7.3.3 Opptak av lån for regning av et verdipapirfond, vpfl. § 4-11

7.3.3.1 Gjeldende rett

Vpfl. § 4-11. Opptak av lån for regning av et verdipapirfond

Forvaltningsselskapet kan ikke oppta lån for regning av et verdipapirfond, pådra fondet kausjons- eller garantiforpliktelser eller pantsette verdipapirfondets eiendeler. Forvaltningsselskapet kan ikke selge finansielle instrumenter fondet ikke eier med mindre departementet i forskrift har gitt nærmere regler om dette.

Et forvaltningsselskap kan på vegne av et verdipapirfond likevel:

1. oppta kortsiktige lån for inntil 10 prosent av fondets eiendeler
2. pantsette fondets eiendeler som sikkerhet for oppfyllelse av opsjons- og futureskontrakter.

7.3.3.2 Shortsalg

Bestemmelsen setter forbud mot udekket og dekket shortsalg. Kredittilsynet har i brev datert 23. september 2004 til Finansdepartementet foreslått regler om dekket shortsalg i ny bestemmelse i derivatforskriften, se punkt 1.1.1. Kredittilsynet legger til grunn at spesialfond har behov for at forbudet mot shortsalg ikke skal gjelde, utover det som er foreslått i forskriftsutkastet.

Det foreslås at vpfl. § 4-11 ikke skal gjelde for spesialfond for så vidt gjelder shortsalg.

7.3.3.3 Lån og pantsettelse

I Ot.prp. nr. 68 (1980-81) side 13 om lov om aksjefond mv. heter det om låneopptak:

Låneopptak for et aksjefond kan ha to formål. Hensikten kan være å nytte lånemidlene til kjøp av verdipapirer eller til å møte innløsningskrav uten å selge av porteføljen.

Man stiller seg her i landet stort sett negativt til å finansiere aksjekjøp ved låneopptak. I aksjefond hvor eierinteressene ikke har noen direkte innflytelse på ledelsen, er det særlig grunn til å motvirke slike låneopptak (...).

Forvaltningsselskapets investeringspolitikk skal ta sikte på at verdipapirporteføljen får en slik sammensetning at det ikke blir nødvendig å foreta uønskede salg av verdipapirer for å møte innløsningskrav. Men uforutsette forhold kan inntreffe, og det kan gjøres feilvurderinger slik at forvaltningsselskapet kan komme i den valgsituasjon at det enten må ta opp likviditetslån eller selge verdipapirer som det anses ugunstig å selge på det tidspunkt innløsningskravene foreligger. Opptak av likviditetslån kan i slike tilfelle være i andelseiernes interesse og kan også være ønskelig ut fra generelle markedshensyn. Motforestillingen er den økede kursrisiko som de gjenværende andelseiere blir sittende tilbake med. Spørsmålet om i hvilken utstrekning aksjefondene bør ha adgang til oppta likviditetslån, må avgjøres ved en avveining av disse hensyn.

Bruk av pengelån for å øke eksponeringen er en vanlig brukt strategi for «hedgefond». Økt bruk av pengelån vil også medføre økt behov for pantsettelse.

Det foreslås at vpfl. § 4-11 ikke skal gjelde for spesialfond for så vidt gjelder lån.

Kredittilsynet legger til grunn at spesialfond som selger finansielle instrumenter fondet ikke eier også kan foreta verdipapirinnlån.

7.3.3.4 Kausjons- og garantiforpliktelse

Forbudet mot å pådra fondet kausjons- og garantiforpliktelser bør imidlertid gjelde også for spesialfond. Det følger av definisjonen i vpfl. § 1-2 nr. 1 at et verdipapirfond består av finansielle instrumenter, bankinnskudd og likviditetsreserver. Dessuten vises til definisjonen av verdipapirfondsforvaltning i vpfl. § 1-2 nr. 3. Dersom et forvaltningsselskap skulle stille garanti på vegne av et fond i forbindelse med emisjoner, ville selskapet gått utenfor definisjonen av verdipapirfondsforvaltning, noe det ikke er anledning til og noe Kredittilsynet heller ikke vil foreslå endring i.

Det foreslås at forbudet mot å pådra fondet kausjons- og garantiforpliktelser skal gjelde for spesialfond.

Den foreslåtte endringen i vpfl. § 4-11 for spesialfond er inntatt i ny § 10-4 nr. 5 i form av at kun forbudet mot kausjons- og garantiforpliktelser står igjen i bestemmelsen.

7.4 Risiko

7.4.1 Risiko i «hedgefond»

Risikoer i «hedgefond» er beskrevet i punkt 2.2. I boka *How to create and manage a hedge fund*³⁰ omtales spesielle risikoer for «hedgefond» på sidene 270–276. Om problemer med oppgjør (settlement risk) og skvis ved shortsalg (short squeeze) står det blant annet:

Settlement risk is mostly a nuisance risk for most hedge funds. The category involves a wide range of things that can cost a fund some performance but generally should not threaten the fund's existence.

The bond market requires quick and efficient delivery of large blocks of securities. Nearly all positions are financed as repurchase agreements (repos) or reverse repos, so a similarly sized financing trade accompanies a purchase or short sale. (...) The cost of a fail to deliver can be expensive, especially if the fail spans many days.

(...) When an issue is "tight" or hard to borrow, a type of fail called a round robin can develop. (...) A round robin occurs in financing where A borrows an issue from B, who expects to receive the issue from C. C thinks it has the issue to lend because it bought it from A. Each party waits for the others to deliver and they cannot clear up the fail because no one holds any securities to deliver.

(...)

Much of the stock loan is controlled by a small number of custodian banks and master trustees. (...) This (...) means that small-time short sellers and new players may have a hard time locating and keeping shares of hard-to-borrow securities. Young hedge funds frequently discover that they must return a borrowed security if a larger customer wants to borrow the same issue.

The consequence of these problems borrowing stocks and bonds can lead to a short squeeze. A short squeeze occurs when borrowing a security gets prohibitively expensive or impossible and the short seller must buy in the position, usually at a high price.

(...) A short seller has no limit on the size of a loss. In principal, a short can go up 100 percent, 200 percent, or more, causing a loss greater than the value of the position. In practice, gains and losses are rarely that extreme, but losses on short sales are nevertheless skewed to more extreme outcomes.

A short seller risks changes in the liquidity of the underlying issue. (...) When liquidity dries up, the short seller is much more vulnerable to the squeeze simply because the long seller has the security and needs only to convince someone to buy the issue. In contrast, to unwind a short position, the buyer must either convince a holder to liquidate or convince another trader to sell short the issue. It is more difficult to motivate a potential seller to sell than to motivate a potential buyer to buy.

³⁰ Stuart A. McCrary: *How to create and manage a hedge fund*, Wiley, Hoboken 2002.

Om fond med belånte porteføljer heter det:

A levered fund must finance long and short positions to implement its investment strategies. The fund must comply with borrowing limits imposed by financing counterparties, including margin, haircuts (excess collateral provided to the financing counterparty), and total loan size limits. When positions lose money, the financing limits are based on the new, lower borrowing power of the fund.

If a fund borrowed the maximum possible amount allowed by the financing counterparty limits, it would be extremely vulnerable to a financing squeeze. Any time the fund had any material loss in NAV, it would need to reduce positions. Most funds maintain their leverage levels below the maximum amount of leverage in part to avoid this exposure and in part because the funds would be too risky if maximum leverage were employed.

When a fund has a significant loss, it is often forced to reduce positions. If a fund does not reduce positions in the face of losses, it is increasing its leverage. (...)

When a fund must reduce positions in the face of losses, it is placed in a vulnerable position. Hedge funds often take large undiversified positions in illiquid securities. Several times in the past, hedge fund losses have been aggravated by the limited liquidity of the market for the securities in the fund. With knowledge of the vulnerability of the hedge fund, trading counterparties may bid and offer at prices that increase the losses in the fund.

Sometimes, changes in credit standard are sufficient to force the distressed liquidation of positions. For example, following the demise of the Granite Fund, a mortgage derivative hedge fund, other funds that remotely resembled the Granite Fund were forced to reduce leverage. The poor performance this liquidation caused was enough to close several funds, even though they never posed a credit risk to their lenders.

Exemplet Long-Term Capital Management (LTCM) illustrerar noe av problemet med belåning av porteføljen og fallende markedsverdi i fondet, se punkt 2.2. Om likviditetsrisiko heter det:

It is clear from the problems faced by several large hedge funds in the past decade (...) that the lack of liquidity has played a role in their demise. Market regulators have concerns that these risks place stress on the entire financial system. As a result, banks that lend to hedge funds are allowed under the Basel II accord to request a numerical calculation of liquidity and operational risks.

Various measures of liquidity exposure capture some of the liquidity risk in a hedge fund portfolio. For example, measures of diversification (the number of issues held, the average weight of an individual issue as a percent of the portfolio, the largest position(s) as a percent of the total) give some idea of the sensitivity of the fund to liquidity of individual issues. Other measures, such as the position size divided by the daily trading volume, provide a rough gauge of how quickly and easily positions could be liquidated under ordinary market conditions.

Such measures provide little insight on the vulnerability of individual funds to extreme market situations where selling or buying is one-side, liquidity diminishes, and the bid/offer spread widens. Lacking adequate information for precise measurements, hedge funds may substitute "stress testing", which analyzes the portfolio over widely varied assumptions of trading volume, costs, and interaction between different asset classes. Perhaps data from previous market crises (for example, the 1987 stock market crash and the stress to world markets caused by currency turmoil a decade later) can eventually provide better information about liquidity of hedge fund position.

7.4.2 Risiko i «private equity»-fond

I «private equity»-fond er markedsrisikoen den vesentlige. Selv om den kan være stor, vil risikoen ofte være forutsigbar.

7.4.3 VaR-modeller og andre risikomodeller

Bruk av VaR-modeller og andre systemer for angivelse og styring av risiko har vært grundig vurdert i Sverige i forbindelse med regulering av spesialfond. Det heter i den svenske proposisjonen 2002/03:150 En ny lag om investeringsfonder sidene 240-241:

Ett exempel på ett mått som skulle kunna beskriva specialfonder och deras risknivå är Value at Risk (VaR). VaR är ett statistiskt riskmått som anger hur mycket en tillgångsportföljs värde kan minska med en viss sannolikhet från en tidpunkt till en annan, förutsatt att marknadspriserna rör sig på ett normalt sätt. Rent praktiskt kan VaR beräknas på flera olika sätt; ett sätt är att utgå från samma grund som vid beräkning av portföljens standardavvikelse. Det är också möjligt att använda mer avancerade metoder som bygger på att

simulera ulike marknadsutvekklinger. Dette kan g ras med utg ngspunkt i historiske v rden eller med st d av statistiske slumppvalsmodeller.

Som alle risikm tt har VaR-m ttet b de f r- og nackdelar. Den st rste f rdele er at  ven om de bakomliggende ber kninger er kompliserte s  er VaR-m ttet f rh llendevis lett  t f rst . En annen f rdele er at det redan anvendes av mange f rvaltere ved deres egne ber kninger av marknadsrisiko og at det har vist seg   fungere v l under normale marknadsf rh llanden. Den st rste nackdelen med m ttet er at det ikke klarer  t  t m te risiken f r f rluster ved de ekstreme marknadsf rh llanden som intr ffer d  og d . M ttet t kker ikke heller in alle typer av risiker som en fondf rvaltning er utsatt f r  ven om det t kker marknadsrisiken som er den dominerende risiken i en portf lj. M ttet s ger emellertid betydelig mer om risikniv  i en fond  n vad fondbest mmelsene g r.

F r  t kontrollere en portf ljs v rdef r ndring ved ekstreme marknadsf rh llanden kr vs mer avanserte modeller. Flere finansinstitutt anvender seg av ulike former av stresstest. Disse er dock ofte mykkt dataintensiva og d rmed kostsamma.

Kredittilsynet har h sten 2004 mottatt f lgende informasjon fra Finansinspektionen om opplysninger i vedtektene om risikom ling:

Under arbeidet med f reskrifterna diskuterte vi risikm tt med v ra egne eksperter samt externa konsulter f r  t i samr d med en referensgruppe fra bransjen diskutere huruvida det var m jlig  t f r alle fonder  t anvende seg av ett eller flere standardiserte risikm tt. Etter en intern beredning sl t vi oss til oppfatningen at det ikke var m jlig  t spesialfonder skulle kunne anvende seg av gjensamme risikm tt, ettersom ulike risikm tt har ulike stor relevans beroende p  hvilken type av fondf rvaltning som bedrivs. Det f rh ller seg nu p  s  s tt  t fondbolaget (som ans ker om godk nnandet av en fond) i fondbest mmelsene f r  nge ett risikm tt som vi sedermera kommer  t g re en relevanspr vning av. Under arbeidet med de nye f reskrifterna bad vi en av v ra konsulter  t g re en sammanst llning av de risikm tt som anvendes i Sverige, Storbritannien og USA f r  t p  s  s tt f  en oppfatning av hvilke risikm tt som anvendes idag.

N gra av de risikm tt og hjelpemiddel f r  t redovise risiko som vi har diskutert er f lgende;

1) Ber knende statistiske risikm tt

Standardavvikelse

VaR

Nersiderisk (downside risk)

Beta

Aktiv risiko ( ven kallet tracking error eller tracking risk)

F rklaringsgrad (m ter i hvilken utstr kning marknadens r relser f rklarer en fonds r relser)

Korrelasjon (samvariasjon)

2) Deskriptive statistiske risikm tt

B ste/s mste m nad/kvartal

Maximal f rlust

Maximal tid f r  terh mtning av f rlust

Genomsnittlig avkastning positive m nader/genomsnittlige avkastning negative

Andel positive utfall i prosent (ben mns  ven konsistens)

Det m ste dock p pekas at vi just nu h ller p  og behandler de f rste ans kninger fra fondbolag med spesialfonder, enligt det nye regelverket som tr dde ikraft den 1 april.

7.4.4 Stresstester

Ikke sjelden framhever tilbydere av «hedgefond» fondenes lave risiko og viser til beregnet volatilitet. Volatilitet er et statistisk m l for svingningene i en tidsserie. Norges Bank skriver om fordelingsegenskaper i «hedgefond» i  rsrapporten for Statens petroleumsfond 2001 p  side 42:

Resultatene for hedgefond de siste  rene bekrefter jevnt over at sv rt mange har holdt lav risiko og s ledes levd bedre opp til betegnelsen hedgefond enn LTCM. N rmere studier av faktisk risiko i hedgefond viser imidlertid at i fordelingsegenskapene kan v re sv rt forskjellig fra hva man finner ved tradisjonelle investeringsmetoder innen aksje- og obligasjonsmarkedene. Avkastningen er ofte skjevfordelt, det vil si med en overhyppighet av ekstreme avkastninger. Korrigeret for slike forhold fremtrer ikke investeringer i hedgefond som s  opplagt gunstige som om man kun betrakter gjennomsnittstall for avkastning og standardavvik.

Stresstester er tester for å måle effekten av forhåndsdefinerte markedssjokk. Stresstester må antas å kunne gi verdifull informasjon om fondets risiko i tillegg til risikomål som bygger på for eksempel normalfordeling.

7.4.5 Konklusjon

«Hedgefond» er en meget sammensatt gruppe med forskjellige typer av risikoer. Noen har markedsstrategier med høy opplåning, der den største risikoen kan være likviditetsskvis. For andre kan den største risikoen være at historiske korrelasjoner mellom forskjellige finansielle instrumenter og markeder bryter sammen. Disse store forskjellene gjør at det etter Kredittilsynets vurdering ikke er hensiktsmessig å ha ens krav til modeller for styring av risiko.

Kredittilsynet er enige i den svenske vurderingen om at VaR-modeller er lite egnet til å fange opp markedssjokk og uforutsette hendelser som kan skape kriser i «hedgefond». Dog mener Kredittilsynet at slike typer av modeller ofte er til stor nytte i den daglige styringen og under normale omstendigheter.

Ekstreme hendelser opptrer hyppigere i «hedgefond» enn i vanlige verdipapirfond. For å fange opp disse må forvaltningsselskapene benytte en type av stresstester. For enkle strategier med få posisjoner kan enkle modeller for å anskueliggjøre worst-case være tilfredsstillende. For kompliserte strategier med mange posisjoner kan det være nødvendig å bruke mer kompliserte modeller.

Stresstester predikerer oftest worst-case for tap uten å ta høyde for likviditetsskvis. For selskaper med høy belåning kan det være nødvendig å ha separate tester som viser mulige resultateffekter av likviditetsskvis. Likviditetsskvis kan oppstå fordi markedet tørker ut og forsterkes av at andre aktører spekulerer mot fondets posisjoner.

Fordi spesialfondene er forskjellige, vil Kredittilsynet konkludere med at det ikke bør stilles spesifikke krav om bestemte modeller for styring av risiko. Hvilke modeller som er adekvate må vurderes ut fra det enkelte spesialfonds strategi.

Når forvaltningsselskapet har valgt modeller for styring av risiko, må rammene for styringsparametrene kvantifiseres. Dette er nødvendig for at depotmottaker løpende skal kunne kontrollere at rammene overholdes. Om depotmottakers utvidede rolle, se punkt 7.10.

Etter Kredittilsynets oppfatning, bør opplysninger om et spesialfonds styring av risiko inntas i vedtektene. Kredittilsynet foreslår at gjeldende vpfl. § 3-3 nr. 4 erstattes av en ny § 3-3 nr. 4 om at et spesialfond skal ha vedtekter som angir strategi, risikorammer og retningslinjer for hvordan risikoen skal styres. Forslaget er med hensikt utformet meget generelt. Det foreslås dessuten en forskriftshjemmel som gir departementet mulighet til å fastsette nærmere krav til spesialfonds risiko og styring av risiko. Forslaget innebærer at Kredittilsynet må gjøre en konkret vurdering ved stadfestelse av vedtektene for hvert enkelt spesialfond. Om vpfl. § 3-3 nr. 4 vises for øvrig til kapittel 9.

Det vises til foreslått vpfl. § 3-3 nr. 4 i ny § 10-4 nr. 2. Dessuten er foreslått et nytt annet ledd i vpfl. § 3-3, se ny § 10-5 nr. 2.

7.5 Lukking av fond

7.5.1 Utstedelse og innløsning av andeler, vpfl. §§ 6-7 og 6-9

7.5.1.1 Gjeldende rett

Vpfl. § 6-7. Utstedelse av andeler

Verdipapirfond skal være åpent for utstedelse av andeler på alle dager børser som er relevant for fondet er åpne for handel. Tilsynsmyndigheten kan gi samtykke til etablering av fond som er åpent for utstedelse av andeler i en begrenset tidsperiode.

Vpfl. § 6-9 åttende ledd. Innløsning av andeler

Tilsynsmyndigheten kan gi samtykke til etablering av fond som er åpent for innløsning av andeler i en begrenset tidsperiode, og kan sette vilkår for etablering av slike fond.

Lovens hovedregel er at verdipapirfond skal være åpent for tegning og innløsning alle børsdager, jf. vpfl. §§ 6-7 og 6-9. Verdipapirfond kan begrense tegningsperioden (fond med lukket inngang) og innløsningsperioden (fond med lukket utgang) eller begge deler (lukket verdipapirfond) etter samtykke av Kredittilsynet, jf. vpfl. §§ 6-7 og 6-9, jf. § 7-3. Loven setter ikke grenser for hvor lenge den lukkede perioden kan vare. Det har imidlertid til nå ikke vært stadfestet fond som lukkes i egentlig forstand – altså slik at vedtektene fastsetter at det på et bestemt forhåndsangitt tidspunkt ikke skal være adgang til ytterligere tegninger og innløsninger.

Kredittilsynet har stadfestet fond med minstetegning på 100 000 kroner som bare er åpent for tegning og innløsning fire ganger i året. Lengden på lukkingsperioden har altså blitt sett i forhold til hvem som er potensielle andelseiere.

7.5.1.2 Generelt om lukket inngang og lukket utgang

Når det gjelder lukking av «private equity»-fond, se punkt 2.3.

I Danmark må hedgeforeninger være åpne for tegning og innløsning minst en gang i måneden. I Sverige må spesialfond være åpne for innløsning minst en gang i året. I disse landene kan spesialfond rette seg mot allmennheten. Irland har ingen faste regler om tidspunkter. Irland har imidlertid en organisert annenhåndsomsetning av fondsandeler.

En ordning der loven ikke fastsetter grenser for lukkeperioden vil være fleksibel. Den er imidlertid mindre forutsigbar og kan gi mindre investorvern enn forhåndsfastsatte grenser.

7.5.1.3 Spesielt om lukket inngang

Det er ikke uvanlig at et «hedgefond» som investerer i et avgrenset marked lukkes (lukket inngang). Dersom fondet blir for stort i markedet, vil det kunne påvirke prisen i en for fondet ugunstig retning. Ved fondets etablering kan det være vanskelig å forutsi på hvilket tidspunkt eller på hvilket kapitalnivå lukkingsbehovet inntreffer. Det kan derfor være vanskelig å angi i vedtektene tidspunkt eller kapitalnivå for lukking (lukket inngang).

7.5.1.4 Spesielt om lukket utgang

Innløsningsbestemmelsene skal sikre at andelseiere raskt kan innløse sine andeler i penger til en rimelig kurs; med andre ord hindre innlåsing. Lukking svekker investorvernet. Innlåsing av midler må imidlertid antas å være mindre problematisk i fond som retter seg mot institusjonelle investorer og rike enkeltpersoner enn i fond som retter seg mot allmennheten, jf. at disse profesjonelle investorene antas å ha bedre økonomisk evne til å tåle innlåsing.

I fond der lukkingsbetingelsene er fastsatt ved fondets etablering, er antakelig ikke interessekonflikter mellom andelseiere noe som skulle tilsi særskilt regulering. Innlåsingseffekten er det

vesentlige. Kredittilsynet antar at en profesjonell investor kan gjøre en kvalifisert bedømming av konsekvensene. Forutsetningen er imidlertid tilstrekkelig og lik informasjon om lukkingstidspunktet for å sikre likebehandling av andelseiere uavhengig av hvor stor andel de har i fondet. Dette anses ivare tatt gjennom kravet i vpfl. § 3-3 nr. 19 om at vedtektene skal angi eventuell tidsbegrensning av adgangen til å utstede eller innløse andeler.

7.5.1.5 Konklusjon

Kredittilsynet foreslår at vpfl. §§ 6-7 og 6-9 åttende ledd ikke skal gjelde for spesialfond og slik at det ikke stills konkrete krav til hvor ofte fondet skal være åpent for innløsning og tegning. Det vises til foreslått § 10-3 nr. 4 og 5. Det blir dermed opp til forvaltningsselskapet å fastsette egnet tidspunkt for når det enkelte spesialfond skal være åpent for tegning og innløsning, herunder at fondet på et bestemt forhåndsangitt tidspunkt lukkes helt for ytterligere tegninger og for innløsningskrav (lukket fond i egentlig forstand).

I og med forslaget om at vpfl. §§ 6-7 og 6-9 åttende ledd ikke skal gjelde for spesialfond, vil heller ikke kravet til samtykke fra Kredittilsynet gjelde for spesialfond.

Som følge av at vpfl. §§ 6-7 og 6-9 åttende ledd ikke skal gjelde for spesialfond, må også vpfl. § 7-3 endres, se foreslått §§ 10-3 og 10-4.

I likhet med kravene for andre fond, må spesialfonds vedtekter angi de konkrete tidspunktene for tegning og lukking. Kredittilsynet foreslår ikke at det skal kunne etableres spesialfond der tidspunktene for lukking fastsettes i etterkant.

7.6 Likviditet

7.6.1 Krav til likvid plassering av verdipapirfondets midler, vpfl. § 4-6

7.6.1.1 Gjeldende rett

Vpfl. § 4-6. Krav til likvid plassering av verdipapirfondets midler

Kapitalinnskudd i verdipapirfond kan plasseres i finansielle instrumenter som:

1. er opptatt til offisiell notering eller omsettes på et regulert marked i en stat som er part i EØS-avtalen, herunder et norsk regulert marked, som definert i direktiv 93/22/EØF artikkel 1 nr. 13 (Investerings tjenestestedirektivet) og lov om børsvirksomhet av 17. november 2000 nr. 80 § 2-1 fjerde ledd og § 1-3
2. omsettes på et annet regulert marked som fungerer regelmessig og er åpent for allmennheten i stat som er part i EØS-avtalen
3. er opptatt til offisiell notering på børs i en stat som ikke er part i EØS-avtalen eller som omsettes i slik stat på et annet regulert marked som fungerer regelmessig og er åpent for allmennheten, dersom børs og marked er angitt i verdipapirfondets vedtekter eller godkjent av tilsynsmyndigheten
4. er nyutstedte dersom utstedelsesvilkårene inneholder bindende tilsagn om at det vil bli søkt om opptak til offisiell notering på børs eller marked som nevnt i punkt 1, 2 og 3. Opptak til offisiell notering må ha funnet sted senest innen ett år fra tegningsfristens utløp.

Verdipapirfondets eiendeler kan plasseres i pengemarkedsinstrumenter som omsettes på et annet marked enn angitt i første ledd nr. 1 til 4 dersom utsteder selv er underlagt tilsyn og instrumentene er

1. utstedt eller garantert av en sentral, regional eller lokal myndighet eller sentralbank i en stat som er part i EØS-avtalen, Den europeiske sentralbank, Den europeiske union eller Den europeiske investeringsbank, et tredje land eller, hvis det er tale om en forbundsstat, av en av dennes delstater, eller av en offentlig internasjonal institusjon der en eller flere stater som er part i EØS-avtalen deltar, eller
2. utstedt av et selskap, hvis verdipapirer omsettes på regulerte markeder nevnt i første ledd nr. 1 til 3, eller
3. utstedt eller garantert av en institusjon som er underlagt tilsyn i henhold til EØS-regler eller som er underlagt betryggende tilsyn, eller
4. utstedt av en annen emittent etter godkjenning av tilsynsmyndigheten i henhold til EØS-regler som svarer til direktiv 85/611/EØF art. 19 nr. 1 bokstav h fjerde strekpunkt.

Verdipapirfondets eiendeler kan plasseres i derivater som omsettes på et annet marked enn angitt i første ledd nr. 1 til 4 etter forskrift fastsatt av departementet.

Inntil 10 prosent av et verdipapirfonds eiendeler kan likevel plasseres i andre finansielle instrumenter enn de som er nevnt i første og annet ledd. Første til tredje ledd er ikke til hinder for at et verdipapirfonds eiendeler kan plasseres i verdipapirfondsandeler.

Tilsynsmyndigheten kan gi samtykke til etablering av verdipapirfond som fraviker bestemmelsene i denne paragraf.

Verdipapirfondloven og derivatforskriften ble endret med virkning fra 13. august 2003 slik at verdipapirfonds adgang til å plassere i visse unoterte finansielle instrumenter ble utvidet.

Ifølge vpfl. § 4-6 fjerde ledd kan verdipapirfond maksimalt plassere inntil 10 prosent i andre finansielle instrumenter enn de nevnt i vpfl. § 4-6 første og annet ledd. Slike «andre» finansielle instrumenter har etter utvidelsen for plassering i unoterte finansielle instrumenter fått en snevrere og ikke like sentral betydning og kan nå for eksempel være gråmarkedet for unoterte aksjer eller unoterte pengemarkedsinstrumenter som ikke oppfyller de angitte krav i annet ledd til utsteder/instrumenter. Unntaket omfatter ikke unoterte derivater fordi plassering i unoterte derivater og derivater med unoterte underliggende er regulert i derivatforskriften.

Vpfl. § 4-6 er dispensabel. Det er også vpfl. § 4-5. Kredittilsynet kan for eksempel gi tillatelse til plasseringer for mer enn 30 prosent i non-UCITS-fond, plasseringer i fond som investerer mer enn 10 prosent i andre fondsandeler eller plasseringer i pengemarkedsinstrumenter som ikke oppfyller definisjonen av pengemarkedsinstrumenter i vpfl. § 4-5 (for eksempel kravet til likviditet). Om pengemarkedsinstrumenter vises til Ot.prp. nr. 68 (2002-2003) om lov om endringer i verdipapirfondloven mv. side 91.

7.6.1.2 Vurdering og konklusjon

Et fond kan lettere møte store innløsningskrav om porteføljen er likvid. Det reduserer også risikoen for at andelseiere blir innlåst i et fond med illikvide eiendeler. Lite likvide eiendeler øker altså risikoen for innlåsing. Dette må antas å ha mindre betydning i fond med lukket utgang enn i fond med åpen utgang. Det vil ha mindre betydning i fond som er lukket i egentlig forstand enn i fond som for eksempel en gang i året er åpent for innløsning.

Kravene til likviditet i vpfl. § 4-6 vil medføre problemer for fond som plasserer i verdipapirer som ikke er børsnotert, for eksempel «private equity»-fond. Disse fondene skal, ut fra sitt formål, nettopp investere i mindre likvide plasseringer med relativt lang tidshorison og vil derfor ha få muligheter til å kjøpe eller selge aksjer på kort sikt.

Kredittilsynet mener risikoen for å bli innlåst i et fond med illikvide eiendeler ikke alene er tilstrekkelig grunn til å stille likviditetskrav til spesialfond som retter seg mot profesjonelle investorer. Kravene til verdiberegning kan imidlertid få konsekvenser for likviditeten, se drøftelsen knyttet til vpfl. § 6-1 annet ledd i punkt 7.7.

Kredittilsynet foreslår at vpfl. § 4-6 første ledd ikke skal gjelde for spesialfond. Som følge av forslaget, kan spesialfond plassere i for eksempel unoterte omsettelige verdipapirer, altså blant annet unoterte aksjer, sertifikater og obligasjoner. Det vises til foreslått § 10-3 nr. 2.

I Ot.prp. nr. 15 (1995-96) om lov om endringer i lov om verdipapirhandel mv. side 83 uttales om *pengemarkedsinstrumenter*, jf. vphl. § 1-2 annet ledd nr. 3; som en kommentar til hva som anses omfattet av begrepet i NOU 1995 nr. 1 om investeringsforetak side 54:

Departementet antar at pengemarkedsinstrumenter etter nr. 3 i hovedsak omfatter interbankinnskudd. Sertifikater vil omfattes av definisjonen av omsettelige verdipapirer.

På grunn av sitatet (som riktignok gjelder verdipapirhandelloven), tiprosentalternativet og unntaksmuligheten nevnt ovenfor, er Kredittilsynet usikker på om det er behov for særregler når det gjelder pengemarkedsinstrumenter. Dersom det etter gjeldende regelverk skal handles i pengemarkedsinstrumenter som ikke dekkes av definisjonen i verdipapirfondloven, kan fondet bare plassere i instrumenter som dekkes av en av de øvrige plasseringsalternativene, jf. vpfl. § 1-2 nr. 1 og § 4-5, som setter grensene for hva et fond kan plassere i, herunder obligasjoner, sertifikater og bankinnskudd. Dette vil også måtte gjelde for spesialfond, dersom det ikke foreslås at selve definisjonen av pengemarkedsinstrumenter ikke skal gjelde for spesialfond.

Kredittilsynet foreslår at *definisjonen av pengemarkedsinstrumenter* i vpfl. § 4-5 femte ledd skal gjelde for spesialfond, men ber om innspill om behovet for plassering i pengemarkedsinstrumenter med svak likviditet, som altså ikke er sertifikater eller obligasjoner.

Annet ledd i vpfl. § 4-6 stiller visse vilkår for plasseringer i unoterte pengemarkedsinstrumenter. Det stilles krav til utsteder/garantist og indirekte et visst likviditetskrav på utsteder. Kredittilsynet foreslår at annet ledd skal gjelde for spesialfond. Kredittilsynet er usikker på om det er behov for unntak og viser dessuten til at kravene er vel så mye krav til motpart som til likviditet. Kredittilsynet ønsker å holde fast på motparts krav også for spesialfond.

Kredittilsynet mener at *tredje* ledd i vpfl. § 4-6 må beholdes. Plassering i unoterte derivater og derivater med unoterte underliggende er regulert i derivatforskriften. Det vil gjelde også for spesialfond.

Kredittilsynet mener at *fjerde* ledd første punktum i vpfl. § 4-6 må beholdes. Selv om vpfl. § 4-6 første ledd ikke skal gjelde slik at spesialfond for eksempel kan plassere i unoterte aksjer, vil slike «andre» finansielle instrumenter for spesialfond fortsatt være for eksempel unoterte pengemarkedsinstrumenter som ikke oppfyller de angitte krav i annet ledd til utsteder/instrumenter. Også siste punktum må beholdes i og med at det kun er første ledd som ikke skal gjelde for spesialfond.

Kredittilsynet mener at adgangen til samtykke i *siste* ledd må beholdes.

7.7 Verdiberegning og kunngjøring av andelsverdier

7.7.1 Lik rett i fondet – andelsverdien, vpfl. § 6-1 annet ledd.

7.7.1.1 Gjeldende rett

Vpfl. § 6-1 annet ledd. Lik rett i fondet - andelsverdien

Forvaltningsselskapet skal beregne og kunngjøre andelsverdien regelmessig minst en gang om uken og oftere dersom vedtektene bestemmer det.

7.7.1.2 Vurdering verdiberegning

Mange «hedgefond» plasserer i unoterte eller lite likvide noterte finansielle instrumenter. Det kan for eksempel gjelde derivater, obligasjoner og strukturerte produkter. «Private equity»-fond vil normalt ha hele porteføljen i unoterte, lite likvide aksjer. I punkt 7.6 er det foreslått at vpfl. § 4-6 første ledd ikke skal gjelde for spesialfond.

Svak likviditet har konsekvenser for verdiberegningen. Det vil være vanskelig å observere en pålitelig markedsverdi fordi det kan være få eller ingen transaksjoner, de kan ligge langt tilbake i tid og være på små volumer. Ettersom også ordinære verdipapirfond kan ha illikvide eiendeler – både børsnoterte og unoterte - er dette i prinsippet ingen ny problemstilling.

Vpfl. § 4-1 første ledd lyder:

Forvaltningsselskapet skal innrette sin virksomhet slik at selskapet:

1. har gode administrasjons- og regnskapsrutiner, kontroll- og sikkerhetsordninger, herunder stillingsinstruks som særskilt regulerer ansvarsfordelingen mellom daglig leder og andre ledere av virksomheten,
2. har tilfredsstillende interne kontrollmetoder, som bl.a. omfatter regler for personlige transaksjoner som foretas av selskapets ansatte, samt regler for ivaretagelse av de regler som følger av lov, forskrift og vedtekter for fondene.

I forbindelse med stedlig tilsyn har Kredittilsynet lagt til grunn at det følger av vpfl. § 4-1 at forvaltningsselskapet skal ha interne rutiner for verdiberegning av fondenes beholdninger av finansielle instrumenter. Rutinene skal sikre at det i ettertid kan dokumenteres hvordan verdiberegningen er foretatt. Vpfl. §§ 4-1 og 4-2, sammenholdt med vpfl. § 8-2 om tilsyn og forskrift 20. juni 1997 nr. 1057 om klargjøring av kontrollansvar, dokumentasjon og bekreftelse av den interne kontroll, har til nå gjort at Kredittilsynet ikke har funnet behov for regler om konkrete metoder for verdiberegning. I forbindelse med verdiberegningen av rentepapirer utstedt av Kværner i porteføljen til verdipapirfondet Odin Pengemarked konkluderte Kredittilsynet i brev til foretaket 23. april 2003 slik:

Kredittilsynet mener at dersom omsetning i papirer er lav og foretaket verdivurderer papirene forskjellig fra omsetningskurs, er omsetningskurs likevel relevant informasjon som bør registreres i foretakets verdivurderingslogg. Foretaket oppgir som årsak til at noen av omsetningene ikke er ført i verdivurderingsloggen, var at det mente at de ikke var relevante for verdivurderingen. Likevel har foretaket notert megleransalg fra Pareto i verdivurderingsloggen. Foretaket verdivurderte papirene forskjellig fra Pareto. Foretaket vurderte det slik at Pareto ønsket å lokke i gang omsetning. Kredittilsynet forstår det slik at Paretos verdivurdering i følge foretaket derfor ikke var relevant.

Kredittilsynet er i tvil om foretaket utviste tilstrekkelig aktsomhet med hensyn til verdsettelsen. Sett i etter tid var de ikke hensyntatte omsetningene og megleranslagene nærmere en riktig verdivurdering enn hva foretaket la til grunn.

Kredittilsynet merker seg at styret opplyser:

Denne saken viser at det er behov for innskjerping av loggføring av alle våre vurderinger og for ytterligere dokumentasjon av informasjon fra meglere utover megleransalg på kurs, og rutinene er skjærpet.

For ordens skyld nevnes vpfl. § 6-9 femte til og med sjuende ledd om suspensjon av innløsningsretten ved ekstraordinære forhold:

Under stenging av børs eller tilsvarende ekstraordinære forhold, samt i unntakstilfelle når omstendighetene tilsier det og det er berettiget ut fra hensynet til andelseiernes interesser kan forvaltningsselskapet med tilsynsmyndighetens samtykke utsette verdiberegningen og utbetalingen av innløsningskrav (suspendere innløsningskravet), herunder kan tilsynsmyndigheten gi samtykke til delvis suspensjon av innløsningskravet.

Dersom andelseiernes eller allmennhetens interesser tilsier det, kan tilsynsmyndigheten pålegge forvaltningsselskapet å suspendere innløsningsretten helt eller delvis.

Suspensjon av innløsningsretten omfatter alle innløsningskrav som er innkommet til forvaltningsselskapet suspensjonsdagen eller senere, samt alle innløsningskrav som er innkommet til forvaltningsselskapet før suspensjonsdagen, men som ikke er verdiberegnet, jf. annet ledd.

Bestemmelsen finner sin anvendelse når det oppstår usikkerhet om markedsverdiene, hvor verdiberegning og innløsningsretten kan utsettes inntil mer sikker verdiberegning kan finne sted. Bestemmelsen vil – slik Kredittilsynet ser det – få ytterligere aktualitet når det gjelder spesialfond, hvor verdsetting av verdiene kan være enda mer usikker enn hos tradisjonelle fond.

Konkrete regler om verdiberegning ville være alternativet til generelle regler. Herunder kunne man tenke seg konkret utformede regler om at forvaltningsselskapet skal ha regler om prinsipper for hvordan det finner fram til riktig markedsverdi, og særlig på unoterte eller ikke-handledede finansielle instrumenter, herunder at det skal innhentes priser/råd fra eksterne kilder og fra hvem, eller at

uavhengige kilder eventuelt skal fastsette verdiene, eller om forvaltningsselskapet kan fastsette verdien uten råd/priser hos eksterne kilder og etter hvilke prinsipper, hvor ofte det foretas verdiberegning, konkrete regler for oppbevaring av dokumentasjon osv. Dessuten kunne man tenke seg regler om at forvaltningsselskapet skal informere andelseierne om disse prinsippene.

Verdiberegningene i spesialfond med eiendeler der det ikke kan observeres en pålitelig markedspris, vil nødvendigvis måtte være subjektiv. Et alternativ kan være å stille krav til at alle verdiberegningene i spesialfond skal foretas eller godkjennes av en uavhengig tredjepart, eventuelt at denne tredjepart kun verdiberegner eller godkjenner på bestemte tidspunkter som hvert år, halvår, kvartal eller måned og at verdiberegningen utover dette foretas av forvaltningsselskapet. Investorvern kan tilsi en fastsettelse eller godkjenning av markedsverdien av en uavhengig tredjepart. En slik tredjepart kan for eksempel være en bank, et verdipapirforetak, en børs eller en oppgjørssentral. Depotmottaker kan ikke være en slik uavhengig part fordi depotmottaker har et ansvar for å kontrollere at verdiberegningen er riktig. Uavhengig tredjepartsberegning vil imidlertid kunne føre til økte kostnader for andelseiere i spesialfond.

Et system med konkrete regler for verdiberegningen er valgt i Irland, se beskrivelsen i punkt 5.4.4.3 om det omfattende irske regelverket om metoder for verdiberegning og om tidsintervall på verdiberegningen.

Informasjon om transaksjonspriser må vurderes sammen med annen informasjon. The Committee of European Securities Regulators (CESR) har utarbeidet en rapport datert september 2004 om verdiberegning i slike tilfeller. Den heter «Regulations of CESR members concerning the valuation of non-listed or non-traded instruments in the portfolio of an investment fund». Rapporten er relativt generell, men gir en oversikt over hvordan verdiberegningen praktiseres i medlemslandene.

Verdiberegningen brukes på flere måter:

- For det første er den grunnlaget for tegnings- og innløsningskurs. Er tegningskursen for høy, får eksisterende andelseiere en fordel på bekostning av nye. Er den for lav blir det motsatt. Er innløsningskursen for høy, får den andelseier som går ut av fondet en fordel på bekostning av gjenværende andelseiere. Er kursen for lav blir det motsatt.

Hensynet til likebehandling av andelseiere blir ivaretatt dersom verdiberegning skjer når fondet er åpent for tegning og innløsning. Er fondet lukket i egentlig forstand, er det ut fra dette hensynet ikke nødvendig med verdiberegning før ved avvikling og for likningsformål.

- For det andre er verdiberegningen grunnlaget for beregning av forvaltningsgodtgjørelse. Dersom forvaltningsgodtgjørelsen beregnes på grunnlag av verdien av porteføljen, vil en for høy verdiberegning gi for mye i forvaltningsgodtgjørelse. Det gir forvaltningsselskapet en fordel på bekostning av andelseierne. Dersom forvaltningsgodtgjørelsen beregnes ut fra porteføljens avkastning i en gitt periode (resultatavhengig godtgjørelse), vil ulik verdiberegning av inngangsverdi og utgangsverdi kunne resultere i for høy eller for lav godtgjørelse. En resultatavhengig godtgjørelse som ikke er kontinuerlig, men delt inn i trinn, kan gi forvaltningsselskapet for høy godtgjørelse dersom henholdsvis lave og høye inn- og utgangsverdier brukes for å optimalisere godtgjørelsen.

Dersom hensynet til at forvaltningsselskapet ikke skal la sine egne interesser gå foran andelseierne skal ivaretas, må fondet verdiberegnes på tidspunktene for beregning av godtgjørelse.

- For det tredje er verdiberegningen grunnlag for kontroll av at fondets risiko og investeringsmandat overholdes. Ut fra dette hensynet må verdiberegningen gjøres så ofte det er nødvendig for å sikre at fondet ikke bryter strategi eller risikorammer.

Det er hensynet til god risikostyring som bør være avgjørende for hvor ofte fondet skal verdiberegnes. For investorene er det sentrale at de skal kunne ha tiltro til verdiberegningen.

7.7.1.3 Kunngjøring

Når det gjelder vurdering og konklusjon knyttet til kunngjøring av andelsverdi, vises til punkt 9.1.2.

7.7.1.4 Konklusjon verdiberegning

Krav til hyppig verdiberegning kan medvirke til at fondet plasserer i mer likvide papirer enn om verdiberegning foretas sjelden.

Når det gjelder spørsmålet om hvor ofte verdiberegning av andelsverdien må forestas, foreslår Kredittilsynet at:

Verdiberegning av ordinære spesialfonds eiendeler må foretas minimum hver måned, dog slik at verdiberegning må foretas

1. så ofte det er nødvendig for å føre en forsvarlig kontroll med at fondets risiko overholdes og
2. når forvaltningsgodtgjørelsen beregnes i tilknytning til endelig belastning og
3. på de tidspunkter fondets vedtekter fastsetter tegning og innløsning.

Venturefond vil normalt ha hele porteføljen i unoterte og lite likvide aksjer. Kredittilsynet legger til grunn at månedlig verdiberegning dermed vil kunne skape problemer for venturefond. Et venturefonds formål vil være å plassere midler i foretak som er i en tidlig fase for å være med å utvikle foretaket over en periode og deretter selge seg ut. Det vil dermed typisk ikke være hyppige tegninger og innløsninger i slike fond. Det foreslås dermed at:

Verdiberegning av venturefonds eiendeler må foretas minimum hver sjettede måned, dog slik at verdiberegning må foretas

1. så ofte det er nødvendig for å føre en forsvarlig kontroll med at fondets risiko overholdes og
2. når forvaltningsgodtgjørelsen beregnes i tilknytning til endelig belastning og
3. på de tidspunkter fondets vedtekter fastsetter tegning og innløsning.

Se forslag til endret vpfl. § 6-1 annet ledd i ny § 10-4 nr. 8.

Når det gjelder spørsmålet om det bør fastsettes konkrete regler om verdiberegning, er Kredittilsynet av den oppfatning at vpfl. §§ 4-1 og 4-2, sammenholdt med vpfl. § 8-2 om tilsyn og forskrift 20. juni 1997 nr. 1057 om klargjøring av kontrollansvar, dokumentasjon og bekreftelse av den interne kontroll, er tilstrekkelig; både for vanlige fond under verdipapirfondloven og for spesialfond. Dette likevel slik at Kredittilsynet under tvil er kommet til at en uavhengig tredjepart skal godkjenne verdiberegningen knyttet til beregning av forvaltningsgodtgjørelse og tidspunkter for tegning og innløsning, dog minimum hver måned og hver sjettede måned for venturefond. Kredittilsynet foreslår at dette inntas i forslaget til ny vpfl. § 6-1 tredje ledd, men Kredittilsynet ber særskilt om kommentarer på dette punkt.

Kredittilsynet foreslår også at depotmottakers rolle knyttet til kontroll av verdiberegningen tydeliggjøres. Det vises til forslag til ny vpfl. § 5-3 tredje ledd for alle fond under verdipapirfondloven.

7.8 Bruk av betegnelsen spesialfond

7.8.1 Rett til å bruke betegnelsen verdipapirfond, vpfl. § 3-2

Vpfl. § 3-2. Rett til å bruke betegnelsen verdipapirfond

Betegnelsen verdipapirfond skal fremgå av fondets navn. Bare verdipapirfond kan nytte denne betegnelse i sitt navn eller ved omtale av sin virksomhet. Hvert fond skal ha et navn som klart skiller det fra andre fond.

Av derivatforskriften § 6 tredje ledd følger at i fond som kan øke sin risiko ved bruk av derivatstrategier skal «derivat» eller «derivater» framgå av betegnelsen på fondet.

Kredittilsynet foreslår at vpfl. § 3-2 endres for spesialfond slik at betegnelsen spesialfond skal framgå av fondets navn og at bare spesialfond kan nytte denne betegnelsen i sitt navn eller ved omtale av sin virksomhet, se foreslått endret vpfl. § 3-2 i ny § 10-4 nr. 1. I dette ligger også at dersom det søkes Kredittilsynet om stadfestelse av vedtekter for fond som spesialfond som ikke er spesialfond, vil søknaden bli avslått.

Det vil være unødvendig tungvint om spesialfond som kan øke sin risiko ved bruk av derivatstrategier både skal ha derivat og spesialfond i navnet. Kredittilsynet foreslår at dette kravet i derivatforskriften § 6 tredje ledd siste punktum ikke skal gjelde for spesialfond, se punkt 8.1.

Kredittilsynet har foreslått et nytt nummer 8 i vpfl. § 1-2 med definisjon av venturefond, jf. at det foreslås enkelte særlige regler for slike fond. Dersom et spesialfond er et venturefond, bør også det etter Kredittilsynets oppfatning framgå av fondets navn. Det foreslås derfor en bestemmelse om dette i form av et tillegg til vpfl. § 3-2, se ny § 10-4 nr. 1.

7.9 Maksimalgrenser for plasseringer i ett selskap/en utsteder

7.9.1 Risikoberegning, vpfl. § 4-9

Vpfl. § 4-9. Risikoberegning

Verdipapirfondets plasseringer kan ikke overstige:

1. 10 prosent av aksjekapitalen eller den stemmeberettigede kapital i ett selskap
2. 10 prosent av obligasjonene eller 10 prosent av pengemarkedsinstrumentene fra én og samme utsteder med mindre obligasjonene eller pengemarkedsinstrumentene er utstedt eller garantert av stat som er part i EØS-avtalen, dennes lokale offentlige myndigheter eller av internasjonale statlige organisasjoner der én eller flere av statene som er part i EØS-avtalen deltar
3. 25 prosent av andelene i ett og samme verdipapirfond.

Verdipapirfond som forvaltes av samme forvaltningsselskap, må ikke uten tilsynsmyndighetens samtykke samlet eie mer enn 10 prosent av aksjekapitalen eller den stemmeberettigede kapital i ett selskap.

Et verdipapirfond kan ikke eie finansielle instrumenter eller ha rett til å bli eier av finansielle instrumenter utover det som følger av bestemmelsene i denne paragraf. Rett til salg av aksjer på grunnlag av opsjoner eller terminer kan trekkes fra i beregningene i denne paragraf etter nærmere regler fastsatt av tilsynsmyndigheten.

Tilsynsmyndigheten kan gi samtykke til etablering av verdipapirfond som fraviker bestemmelsene i denne paragraf.

Kredittilsynet har i sak 03/8504 uttalt at «Selv om enkelte uttalelser i forarbeidene kan tyde på det motsatte, se for eksempel Ot.prp. nr. 15 (1993-94) side 14 annen spalte, mener Kredittilsynet som nevnt i brev til Oslo Børs av 21. januar 2003 at vpfl. § 4-9 ikke er en risikobestemmelse. Bestemmelsen tar sikte på å forhindre at verdipapirfond får for stor innflytelse i selskaper de investerer i, mens risikobestemmelsene finnes i vpfl. § 4-8». Vpfl. § 4-9 setter ikke bare grenser for hvert enkelt fond, men også for totalposisjonen for alle fond forvaltet av samme forvaltningsselskap. Formålet bak vpfl. § 4-9 tilsier ikke at det gjøres forskjell på ordinære verdipapirfond og spesialfond. «Private equity»-fond vil komme i konflikt med bestemmelsen, se punkt 2.3. Venturefond etablert som spesialfond under verdipapirfondloven, kan bidra til at nystartede foretak får risikokapital. Dersom venturefond skal kunne reguleres under verdipapirfondloven, antar Kredittilsynet at bestemmelsen må tilpasses slike fond.

Det følger av vpfl. § 4-9 siste ledd at tilsynsmyndigheten kan gi samtykke til etablering av verdipapirfond som fraviker bestemmelsene i denne paragraf. Spesialfond i form av venturefond og eventuelle andre fond kan dermed søke om dispensasjon fra vpfl. § 4-9 første ledd nr. 1. Kredittilsynet mener imidlertid at spørsmålet om at vpfl. § 4-9 ikke skal gjelde for visse typer spesialfond er så prinsipielt at det bør løftes opp som en løvsak.

Så langt Kredittilsynet har forstått, er det venturefond som vil ha behov for plasseringer i aksjer som overstiger 10 prosent av aksjekapitalen. I foreslått ny vpfl. § 1-2 nr. 8 er det foreslått følgende definisjon av venturefond: «spesialfond som har som eneste formål å plassere midler i foretak som er i en tidlig fase av sin utvikling, med formål å være med å utvikle foretaket over en periode for deretter å selge seg ut».

I punkt 2.3 heter det: «Tradisjonelt varierer eierandelen til ventureforetakene fra noen få prosent opp mot negativ kontroll (mer enn 1/3)». Ved kapitalutvidelse hos utsteder kan en øvre grense skape betydelige problemer dersom de øvrige aksjonærene ikke har evne eller vilje til å følge opp. Kredittilsynet foreslår at vpfl. § 4-9 første ledd nr. 1 ikke skal gjelde for spesialfond som er venturefond, se § 10-3 annet ledd.

Av vpfl. § 4-9 annet ledd følger at verdipapirfond som forvaltes av samme forvaltningsselskap, ikke uten tilsynsmyndighetens samtykke samlet må eie mer enn 10 prosent av aksjekapitalen eller den stemmeberettigede kapital i ett selskap. Kredittilsynet foreslår at dersom et venturefonds midler plasseres slik at plasseringen overstiger 10 prosent av aksjekapitalen eller den stemmeberettigede kapital i ett selskap, kan forvaltningsselskapet ikke plassere midler fra øvrige verdipapirfond. Selskapet forvalter i samme selskap.

Kredittilsynet foreslår et tillegg i vpfl. § 4-9 annet ledd, se § 10-4 nr. 4.

7.10 Depotmottaker

7.10.1 Depotmottaker, vpfl. §§ 5-1, 5-2 og 5-3

7.10.1.1 Gjeldende rett

Vpfl. § 5-1. Plikt til å ha depotmottaker

Alle finansielle instrumenter, likvider og andre aktiva som inngår i et verdipapirfond, skal oppbevares eller føres på konti i et verdipapirregister av én depotmottaker. Depotmottakeren mottar også innbetalinger og forestår utbetalinger for fondet etter anvisning av forvaltningsselskapet. Bestemmelsen er ikke til hinder for at forvaltningsselskapet mottar oppgjør for salg av andeler. Midler som innkommer ved slike oppgjør skal snarest mulig overføres til depotmottakeren.

Forvaltningsselskapet velger depotmottaker for fondet. Valget skal godkjennes av tilsynsmyndigheten. Tilsynsmyndigheten kan gi nærmere regler for godkjennelse av ledelsen i et depotmottakerforetak og om plikt for foretaket til å melde fra til tilsynsmyndigheten om endringer i ledelsen.

Vpfl. § 5-2. Avtale om depot

Forholdet mellom forvaltningsselskapet/verdipapirfondet og depotmottakeren skal reguleres ved skriftlig avtale. Avtalen må godkjennes av tilsynsmyndigheten. Endringer i avtalen må likeledes godkjennes.

Vpfl. § 5-3. Instruks om salg, kjøp, nytegning og utbetaling

Depotmottakeren skal følge forvaltningsselskapets instruksjoner om salg, kjøp og nytegning av finansielle instrumenter og om utbetalinger fra fondet. Depotmottakeren må ikke etterkomme instruks fra forvaltningsselskapet som er i strid med lov eller fondets vedtekter.

Dersom depotmottakeren ikke finner å kunne etterkomme en instruksjon fra forvaltningsselskapet, skal depotmottakeren bringe spørsmålet inn for tilsynsmyndigheten som avgjør tvisten. Andelseiernes rett til å gjøre gjeldende ansvar overfor forvaltningsselskapet berøres ikke av bestemmelsen i forrige punktum.

7.10.1.2 Generelt om oppgaver og ansvar

Depotmottakerens to hovedoppgaver er å sørge for betryggende oppbevaring av fondets aktiva og å sørge for kontroll av at forvaltningsselskapets instruksjoner om salg, kjøp og nytegning av finansielle instrumenter og om utbetaling fra fondet er i samsvar med lov, forskrifter og vedtekter. Et verdipapirfond kan bare ha én depotmottaker og denne skal godkjennes av Kredittilsynet.

Det framgår av vpfl. § 1-2 første ledd nr. 4 at depotmottakeren må være et foretak under offentlig tilsyn. I samsvar med UCITS-direktivet (Rådsdirektiv 85/611/EØF) artikkel 8 (1) har Kredittilsynet lagt til grunn at depotmottakeren enten må være hjemmehørende i Norge eller være etablert med en filial i Norge. Hovedkontoret må da være i en annen EØS-stat.

Av Ot.prp. nr. 68 (1980-81) om lov om aksjefond mv. side 22 framgår følgende som merknad til vpfl. § 5-2:

Ifølge paragrafen skal depotmottakerens oppgaver fastsettes i skriftlig avtale. Ved avgjørelsen av om en slik avtale skal godkjennes, må tilsynsmyndighetene påse at det er fastlagt betryggende rutiner, ikke bare i forholdet mellom forvaltningsselskap og depotmottaker. Det må også påses at det er fastlagt rutiner hos depotmottakeren som hindrer sammenblanding med depotmottakerens egne verdier eller verdier som oppbevares for andre. Rutinene må også sikre en effektiv kontroll av at fondets midler er til stede.

Kredittilsynet har utarbeidet en *standard depotmottakeravtale* som benyttes mellom forvaltningsselskap og depotmottaker.

Av Ot.prp. nr. 68 (1980-81) framgår følgende som merknad til vpfl. § 5-3:

Depotmottakeren har ingen disposisjonsrett over fondets verdier utover den som følger av avtalen med forvaltningsselskapet. Avtalen vil regulere de forhold som følger med vanlig forvaltning av verdipapirer i åpent depot. Depotmottakeren skal også motta innbetalinger for fondet og forestår utbetaling for fondet etter anvisning av forvaltningsselskapet.

I lovutkastet er depotmottakeren også tillagt en kontrollerende oppgave. Det skal påses at de instruksjoner som forvaltningsselskapet gir, er hjemlet i loven eller fondets vedtekter. Foreligger ikke slik hjemmel skal depotmottakeren nekte å etterkomme instruksjonen. Depotmottakeren skal bare foreta en formell kontroll og er ikke ansvarlig i spørsmål om konstruksjonene er hensiktsmessige eller økonomisk forsvarlig. Oppstår det tvist mellom forvaltningsselskap og depotmottaker om utførelsen av en instruksjon, kan forvaltningsselskap forelegge saken for tilsynsmyndigheten som avgjør tvisten. Da det vanligvis vil være ønskelig med en hurtig avgjørelse i slike tilfeller og tvisten bare kan gjelde spørsmål om den formelle hjemmel for en instruksjon, antar en at tvisten bør kunne avgjøres administrativt.

Det følger av vpfl. § 8-1 at depotmottaker er ansvarlig for tap som påføres fondet dersom depotmottaker unnlater å utføre sine forpliktelser eller utfører dem på en mangelfull måte.

7.10.1.3 Oppbevaring av finansielle instrumenter, herunder utkontraktering

Det følger forutsetningsvis av UCITS-direktivet (Rådsdirektiv 85/611/EØF) artikkel 7 (2) at medlemsstatene kan tillate at depotmottakeren kan overlate oppbevaringen av fondets aktiva til tredjemann. Forutsetningen er at depotmottakers ansvar overfor fondet og forvaltningsselskapet for oppbevaring og kontroll ikke endres som følge av utkontraktingen, jf. UCITS-direktivet artikkel 9. Kredittilsynet har lagt til grunn at depotmottakere for norske fond kan overlate til andre å oppbevare fondets utenlandske finansielle instrumenter, forutsatt at depotmottakeren forblir ansvarlig for ethvert tap andelseierne måtte bli påført som følge av at depotmottaker unnlater å utføre sine forpliktelser eller utfører dem på en mangelfull måte. Bakgrunnen er at det vil kunne være umulig, kostbart eller upraktisk for en norsk depotmottaker å oppbevare eller føre på konto alle utenlandske finansielle instrumenter. Depotmottakeren må forvisse seg om at utkontraktingen ikke øker risikoen for tap for fondet eller andelseierne.

Det er ikke noe krav i loven om at utkontraktering skal godkjennes av Kredittilsynet. Kredittilsynet kan imidlertid pålegge et forvaltningsselskap å bytte depotmottaker for et eller flere fond, dersom denne ikke utfører de plikter som er pålagt etter verdipapirfondloven kapittel 5. Et slikt pålegg kan for eksempel bli aktuelt dersom Kredittilsynet mener depotmottaker har utkontraktert oppbevaring av aktiva i større grad enn det som er tillatt, har utkontraktert til noen som det ikke kan utkontrakteres til eller det medfører at depotmottakeren ikke kan føre tilstrekkelig kontroll. På denne bakgrunn mener Kredittilsynet at depotmottakeren skal orientere Kredittilsynet før utkontraktingen iverksettes. Orienteringen bør inneholde en beskrivelse eller dokumentasjon av de vurderinger som er gjort.

Depotmottaker må forvise seg om at oppdragstakeren er underlagt betryggende offentlig tilsyn og er velkjent og velrenommert i sitt hjemland, jf. Kredittilsynets standard depotmottakeravtale.

Depotmottaker må forvise seg om at utkontraktingen er betryggende, herunder at fondets midler er beskyttet ved konkurs hos oppdragstakeren og oppdragstakerens underdepot. Dette kan for eksempel gjøres ved at midler holdes atskilt og ved separatistrett og/eller garantiordninger. Dette kan for eksempel dokumenteres gjennom en juridisk betenkning. Depotmottaker må forvise seg om at det kan gjennomføres DVP-oppgjør (Delivery Versus Payment; altså levering mot betaling), eller dersom dette ikke finnes, oppgjør i samsvar med det aktuelle lands rett slik som det aktsomt kan gjøres. Depotmottaker må sørge for at systemer og rutiner sikrer depotmottakeren reell kontroll med forvaltningsselskapets disposisjoner og oppdragstakerens oppbevaring av fondets aktiva og at depotmottaker har reell mulighet til å stanse eller reversere disposisjoner som er i strid med lover, forskrifter eller fondets vedtekter.

Kredittilsynet krever at depotmottaker både formelt og reelt oppbevarer fondets norske aktiva.

7.10.1.4 Oppbevaring av bankinnskudd, herunder utkontrakting

Investeringer i bankinnskudd kan utgjøre inntil 100 prosent av fondets forvaltningskapital og være hos en hvilken som helst bank som tilfredsstillende vilkårene i vpfl. § 4-5 sjette ledd. Maksimalt 20 prosent av fondets forvaltningskapital kan plasseres hos samme bank, jf. vpfl. § 4-8 niende ledd.

Fondets likviditetsreserver, jf. vpfl. § 4-5 syvende ledd, kan utgjøre inntil 20 prosent av fondets forvaltningskapital, jf. *Kredittilsynets rundskriv 24/1999: Anbefaling vedrørende forvaltningsselskapers maksimale plassering av et fonds midler i bankinnskudd*. I samsvar med prinsippet om at depotmottakeren skal oppbevare fondets aktiva, også plasseringer i andre banker enn depotbank, har Kredittilsynet lagt til grunn at i utgangspunktet skal likviditetsreserver oppbevares på konto hos depotmottakeren. Likviditetsreserver inntil 10 prosent av fondets forvaltningskapital kan likevel oppbevares i en annen bank, jf. *Kredittilsynets likelydende brev datert 2. november 1998 til forvaltningsselskap og depotmottakere for verdipapirfond: Depotmottakerfunksjonen - enkelte presiseringer* sammenholdt med Kredittilsynets rundskriv 24/1999. Men også kontoer i andre banker må disponeres gjennom depotmottaker. Selv om det ikke kommer til uttrykk i det likelydende brevet eller rundskrivet, har Kredittilsynet lagt til grunn at depotmottaker bare kan plassere likviditetsreserver hos banker hjemmehørende i EØS-området.

Når depotmottaker utkontrakterer til utenlandske underdepot oppbevaring av fondets utenlandske finansielle instrumenter, godtar imidlertid Kredittilsynet at depotmottaker til en viss grad plasserer deler av fondets likvider i en «cash account» hos et underdepot som ikke er en bank hjemmehørende i en EØS-stat. Formålet med et slikt innskudd må være at likviditetsbeholdningen skal dekke underdepotets løpende utgifter, som avgifter til verdipapirregistre og eget honorar.

7.10.1.5 Kontroll av forvaltningsselskapets disposisjoner

Det følger av UCITS-direktivet artikkel 7 nr. 3 at depotmottaker skal utføre følgende oppgaver for å kontrollere forvaltningsselskapets disposisjoner:

- påse at salg, utstedelse, gjenkjøp, innløsning og mortifikasjon av andeler som foretas på vegne av fondet eller forvaltningsselskapet, skjer i samsvar med loven eller fondsreglene,
- påse at andelenes verdi beregnes i samsvar med loven eller fondsreglene,
- utføre forvaltningsselskapets instruksjoner, med mindre de er i strid med loven eller fondsreglene,
- påse at depotmottaker, ved transaksjoner som berører fondets aktiva mottar vederlag innen vanlige frister,
- påse at fondets inntekter benyttes i samsvar med loven eller fondsreglene.

Det framgår av Ot.prp. nr. 15 (1993-94) side 24 annen spalte siste avsnitt og merknaden til vpfl. § 5-3 annet ledd på side 41 at pliktene som framgår av art. 7 (3) er implementert i verdipapirfondloven kapittel 5.

Depotmottakers plikt til å kontrollere at andelenes verdi beregnes i samsvar med loven eller fondsreglene framgår ikke eksplisitt av verdipapirfondloven kapittel 5. Men av likelydende brev til forvaltningsselskap og depotmottakere datert 2. november 1998 framgår blant annet:

Videre må depotmottaker kontrollere at innløsning og salg av andeler skjer til en andelsverdi som er beregnet i samsvar med lov og vedtekter, jfr. vpfl. § 6-8 og standardvedtektene § 7.

Dersom depotmottaker vil utkontraktere oppgaver til tredjemann, er det en forutsetning at depotmottakeren både formelt og reelt beholder ansvaret for kontrolloppgavene. Modellen for utkontraktering må være slik at den sikrer depotmottakeren mulighet til effektiv kontroll av de disposisjoner forvaltningsselskapets foretar på vegne av fondet. Depotmottakeren må også forvise seg om at utkontrakteringen ikke på noen måte øker risikoen for tap for fondet eller andelseierne.

7.10.1.6 «Prime broker» og «administrator»

Visse forretningsbanker tilbyr i dag en funksjon til «hedgefond», som først og fremst går på egenkapitalfinansiering (equity finance). I tillegg til slik transaksjonsfinansiering (verdipapirlån, opsjoner, bytteavtaler, standardiserte ikke-noterte bytteavtaler (contract of differences), gjenkjøpsavtaler på egenkapitalinstrumenter, marginfinansiering mv.), tilbys tjenester som depotmottaker (custody) (som omfatter oppgjør, clearing, oppbevaring, sikkerhetsstillelse, forvaltning og selskapshendelser), megling (av egenkapitalinstrumenter, futurekontrakter, renter og valuta), rapportering og regnskapsføring. Handlene som gjennomføres med kundene vil være dokumentert gjennom internasjonale standardavtaler som OSLA-avtale (Overseas Securities Lender's Agreement), ISDA-avtale (Master Agreement utarbeidet av International Swaps and Derivatives Association).

«Prime broker» vil være en del av bankens kredittavdeling og skal ikke ta risiko i de avtaler som inngås med kundene. «Prime broker» sikrer sine posisjoner.

I og med at «prime broker» finansierer «hedgefond», krever sikkerhet for de handler som er inngått og kan være fondets depotbank, har «prime broker» den fulle oversikten over «hedgefondet». Dersom forvalter ikke har nødvendige stop-loss rutiner, vil prime broker kunne være den som sørger for lukking av fondets posisjoner dersom fondet ikke kan stille den sikkerhet som til enhver tid kreves eller har nådd kredittrammen for det aktuelle produktet. På den måten vil en «prime broker» i praksis kunne sikre at «hedgefondet» ikke tar for høy risiko.

I tillegg til at «prime broker» setter sine krav til «hedgefondet», vil ofte fondets investorer stille krav til en «prime broker» når det gjelder risikorutiner, rapporteringer osv.

«Prime broker»s rolle som depotmottaker, herunder kontrolloppgaver, er regulert i verdipapirfondloven, jf. ovenfor. Dersom «prime broker» ikke er depotbank, vil det bli et tema i hvilken grad fondets midler ved sikkerhetsstillelsen kan plasseres hos andre enn depotmottaker. Problemet vil oppstå der sikkerhet stilles i form av overdragelse av eiendomsrett og ikke i form av pantsettelse, jf. lov 26. mars 2004 nr. 17 om finansiell sikkerhetsstillelse §§ 3 og 4.

«Hedgefond» kan også benytte en «administrator». En «administrator» vil jevnlig beregne fondets forvaltningskapital og beregne andelsverdiene ved tegning og innløsning. Fordelen er at dette gjøres av en part som er uavhengig av forvaltningsselskapet.

7.10.1.7 Drøfting og konklusjoner

Kredittilsynet legger til grunn at de regler som følger av verdipapirfondloven kapittel 5 og Kredittilsynets praksis ikke skaper særlige problemer for spesialfond.

Kredittilsynet foreslår imidlertid en presisering for alle depotmottakere og enkelte tilleggsfunksjoner for depotmottaker for spesialfond.

Selv om det allerede følger av dagens regelverk at depotmottaker har en plikt til å kontrollere at andelenes verdi beregnes i samsvar med loven eller vedtektene, framgår som nevnt i punkt 7.10.1.5 ikke denne kontrollplikten eksplisitt av verdipapirfondloven kapittel 5. Kredittilsynet mener at depotmottakers rolle knyttet til kontroll av *verdiberegningen* bør tydeliggjøres og bør framkomme klart av loven. Kredittilsynet foreslår at kontrollplikten skal bli tydeliggjort også for vanlige verdipapirfond. Fordi spesialfonds plasseringer kan være vanskelig å verdifastsette, er det særlig viktig at depotmottaker for spesialfond foretar en slik selvstendig etterkontroll. Det vises til foreslått nytt tredje ledd i vpfl. § 5-3 om at depotmottaker skal kontrollere at andelsverdiene er beregnet i samsvar med loven, verdipapirfondets vedtekter og forsvarlig praksis for fastsettelse av markedsverdi. Det foreslås at bestemmelsen skal gjelde både for vanlige verdipapirfond og for spesialfond.

Kredittilsynet har foreslått at lovens alminnelige plasseringsbestemmelser i stor grad ikke skal gjelde for spesialfond, se punkt 7.3. Kredittilsynet har foreslått, se ny vpfl. § 3-3 nr. 4 i ny § 10-4 nr. 2, at spesialfonds vedtekter i stedet skal angi strategi, risikorammer og retningslinjer for hvordan fondets risiko skal styres. Det er også foreslått en forskriftshjemmel slik at departementet kan fastsette nærmere krav til spesialfonds risiko og styring av risiko. Det vises til ny § 10-5 nr. 2 om nytt annet ledd i vpfl. § 3-3. Selv om det er foreslått et slikt krav, mener Kredittilsynet at depotmottaker bør få en utvidet kontrollfunksjon knyttet til *overholdelsen av fondets risiko*. En slik kontrollinstans utenfor og uavhengig av forvaltningsselskapet vil styrke investorerne. Depotmottaker skal gjennom sin ordinære kontroll følge fondet løpende og skal dermed ha full innsikt i plasseringene. En depotmottaker som også er «prime broker» og långiver til fondet, vil ha egne incentiver til å følge fondet som en del av den løpende kredittvurderingen.

Kredittilsynet foreslår at depotmottaker løpende skal kontrollere spesialfondets overholdelse av strategi, risikorammer og hvordan risikoen styres. Depotmottaker skal ha plikt til å påse at eventuelle brudd blir rettet opp og til å påse at forvaltningsselskapet rapporterer vesentlige brudd til andelseierne og umiddelbart rapporterer vesentlige brudd til Kredittilsynet. Det vises til forslag om nytt fjerde ledd i vpfl. § 5-3 og nytt tredje ledd i vpfl. § 6-3, se § 10-5 nr. 3 og nr. 5.

Vpfl. § 5-1 første ledd første punktum fastsetter at fondets aktiva skal oppbevares eller føres på konti i et verdipapirregister av en depotmottaker. Et fonds forpliktelser omtales ikke. I vpfl. § 5-3 omtales salg, kjøp, nyttegning og utbetalinger. Fondets forpliktelser er ikke nevnt. I og med at det i ny § 5-3 foreslås at depotmottaker løpende skal kontrollere overholdelse av strategi, risikorammer

og hvordan risikoen styres, foreslås inntatt en bestemmelse i vpfl. § 5-1 første ledd om at depotmottaker også skal informeres om samtlige forpliktelser som et spesialfond er debitor for; se § 10-4 nr. 6. Dette vil først og fremst være opptak av pengelån. Derivatplasseringer og shortsalg, også udekket shortsalg, vil være salg/ kjøp av finansielle instrumenter som depotmottaker skal instrueres om. Det vil også være depotmottaker som besørger at fondets eiendeler stilles som sikkerhet for fondets forpliktelser.

Siden det foreslås at depotmottaker skal ha plikt til å kontrollere overholdelse av strategi, risikorammer og hvordan risikoen styres, foreslås det at depotmottaker skal avgi *uttalelse om muligheten for kontroll*, for så vidt gjelder nødvendig kunnskap, erfaring og systemer, av det aktuelle spesialfond før vedkommende eventuelt godkjennes som depotmottaker for det aktuelle fond. Depotmottaker må for eksempel kunne avvikle vedkommende spesialfonds handelsvolum, kunne håndtere spesialfondets bruk av derivater mv. Det vises til forslag til endret vpfl. § 5-1 annet ledd, se § 10-4 nr. 7.

Verdiberegningen av fondet er grunnlaget for beregning av *forvaltningsgodtgjørelsen*. I og med at depotmottaker skal kontrollere forvaltningsselskapets verdiberegning av andeler, mener Kredittilsynet at depotmottaker også bør kontrollere beregning av forvaltningsgodtgjørelse. Andelseierne vil neppe ha innsikt i verdiberegningen slik den er til enhver tid. Det vil dermed være vanskelig selv for profesjonelle andelseiere å kontrollere den forvaltningsgodtgjørelse som er belastet. Kredittilsynet foreslår et nytt femte ledd i vpfl. § 5-3, se ny § 10-5 nr. 4, om at depotmottaker skal kontrollere forvaltningsselskapets beregning av forvaltningsgodtgjørelse.

Kostnadene til depotmottaker må antas å øke som en følge av det ytterligere kontrollansvar som foreslås lagt på depotmottaker. Dette vil imidlertid være en reell kostnad ved spesialfond som velger å være regulert under verdipapirfondloven. Selv en kvalifisert investor vil ikke løpende kunne kontrollere overholdelse av fondets strategi, risikorammer og retningslinjer for hvordan risikoen styres. Tilsvarende gjelder for beregning av forvaltningsgodtgjørelse. Dette må derfor gjøres av andre. Depotmottaker må antas å være den mest kostnadseffektive løsningen fordi depotmottaker gjennom sin ordinære kontroll er den eneste utenom forvaltningsselskapet som allerede følger fondet løpende.

7.11 Markedsføring og salg

7.11.1 Salg i Norge og salg fra utlandet, vpfl. §§ 6-11, 6-12, 6-13, 6-14 og 6-15

7.11.1.1 Gjeldende rett

Vpfl. § 6-11. Adgang til å markedsføre verdipapirfond

Verdipapirfond og tilsvarende utenlandsk innretning (utenlandsk verdipapirfond) kan bare markedsføres i Norge i henhold til bestemmelsene i og i medhold av §§ 6-11 til 6-15.

Som markedsføring regnes å invitere eller oppfordre til å erverve rettigheter i et verdipapirfond. Bare invitasjon eller oppfordring som er bestemt for eller særlig egnet til å ha virkning her i riket er å anse som markedsføring etter første ledd.

Markedsføring forutsetter altså et aktivt framstøt. Av annet ledd kan det utledes at såkalt passivt salg ikke er å anse som markedsføring. Slikt passivt salg vil være salg basert på investors «first approach», ved at investor – på eget initiativ – henvender seg direkte til det utenlandske fondet eller at tegning forestås av blant annet norske forvaltningsselskaper på vegne av det utenlandske fondet i henhold til vpfl. § 6-8 eller at tegning skjer via aktiv forvaltningsavtaler hvor tegning i slike fond framgår av forvaltningsavtalen. Disse eksempler på passivt salg forutsetter at det ikke har vært noen ulovlig markedsføring i Norge av det utenlandske fondet.

Det følger av vpfl. § 6-8 at salg av nyutstedte andeler bare kan foretas av forvaltningsselskaper, kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirforetak med tillatelse til å yte tjenester som

nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd nr. 1. Forvaltningsselskaper kan dermed selge andeler i andre forvaltningsselskapers fond. Dette gjelder norske fond, men også de utenlandske verdipapirfond som kan markedsføres i Norge etter vpfl. § 6-14 første ledd nr. 5 (UCITS-fond) og § vpfl. 6-13 første ledd nr. 6 (non-UCITS-fond). Forutsatt investors initiativ/first approach, kan forvaltningsselskapene dessuten etter vpfl. § 6-8 selge eventuelle andre fond som ikke har tillatelse til å bli markedsført i Norge etter vpfl. § 6-13 eller som ikke er meldt etter vpfl. § 6-14.

Vpfl. § 6-12. Markedsføring av norske verdipapirfond

Verdipapirfond organisert etter denne lov kan markedsføres i Norge.

Vpfl. § 6-13. Markedsføring av utenlandske verdipapirfond

Utenlandsk verdipapirfond kan markedsføres i Norge etter tillatelse gitt av tilsynsmyndigheten. Slik tillatelse kan gis dersom:

1. forvalteren av verdipapirfondet har oversendt slike opplysninger til tilsynsmyndigheten som departementet fastsetter i forskrift eller som tilsynsmyndigheten krever,
2. det er etablert et tilfredsstillende samarbeid om tilsyn mellom tilsynsmyndighetene i hjemlandet og Norge,
3. verdipapirfondet og forvaltningen av det er underlagt betryggende tilsyn i hjemlandet,
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 beskyttelse minst på linje med den beskyttelse de har ved investering i norsk verdipapirfond,
5. forvalteren av verdipapirfondet gjør det som er nødvendig for her i riket å kunne foreta utbetalinger til deltakerne, innløse andeler og gi den informasjon som foretaket skal utarbeide i henhold til reglene i hjemlandet, og at
6. salg i Norge av andeler i verdipapirfondet skjer gjennom forvaltningsselskap med tillatelse etter §§ 2-1, 2-12 eller 2-13, kredittinstitusjon med rett til å drive finansieringsvirksomhet i Norge, forsikringsselskap med rett til å drive forsikringsvirksomhet i Norge eller verdipapirforetak med rett til å yte investeringstjenester i Norge.

Tilsynsmyndigheten kan sette vilkår for tillatelse etter første ledd for å sikre beskyttelsen av investorer i Norge. Det kan bl.a. settes vilkår om plikt til å gi opplysninger til investorer og myndigheter og om hvordan salg av andeler i Norge skal skje.

Tilsynsmyndigheten kan kalle tilbake tillatelse etter første ledd dersom

1. kravene i § 6-13 første ledd nr. 4, 5 eller 6 ikke lenger er oppfylt,
2. vilkår som er satt i medhold av første ledd er brutt,
3. regler fastsatt i medhold av § 6-15 ikke er overholdt, eller
4. krav i § 7-4 om språk ikke er overholdt.

Vpfl. § 6-13 regulerer markedsføring av non-UCITS-fond.

Vpfl. § 6-14. Markedsføring av UCITS-fond

Utenlandsk verdipapirfond hjemmehørende i en stat som er part i EØS-avtalen kan markedsføres i Norge én måned etter at forvalteren av verdipapirfondet har gitt tilsynsmyndigheten melding om planene om å markedsføre fondet i Norge og følgende betingelser er oppfylt:

1. verdipapirfondet omfattes av EØS-regler som svarer til rådsdirektiv 85/611/EØF med senere endringer (UCITS-direktivet),
2. forvalteren av verdipapirfondet har tillatelse i hjemlandet til å drive verdipapirfondsförvaltning,
3. forvalteren har oversendt slike opplysninger som departementet fastsetter i forskrift,
4. forvalteren av verdipapirfondet gjør det som er nødvendig for her i riket å kunne foreta utbetalinger til deltakerne, innløse andeler og gi den informasjon som foretaket skal utarbeide i henhold til reglene i hjemlandet,
5. salg i Norge av andeler i verdipapirfondet skjer direkte fra hovedkontoret til forvalteren av verdipapirfondet, gjennom et representasjonskontor i Norge eller gjennom forvaltningsselskap med tillatelse etter §§ 2-1, 2-12 eller 2-13, kredittinstitusjon med rett til å drive finansieringsvirksomhet i Norge, forsikringsselskap med rett til å drive forsikringsvirksomhet i Norge eller verdipapirforetak med rett til å yte investeringstjenester i Norge,
6. krav i § 7-4 om språk blir overholdt, og at
7. regler fastsatt i medhold av § 6-15 blir overholdt.

Verdipapirfondet kan likevel ikke markedsføres i Norge dersom tilsynsmyndigheten i skriftlig begrunnet enkeltvedtak, som treffes før utløpet av fristen på én måned, fastslår at de planlagte retningslinjer for omsetning av andeler ikke er i samsvar med bestemmelsene i første ledd.

Vpfl. § 6-14 regulerer markedsføring av UCITS-fond.

Vpfl. § 6-15. Forskrift om markedsføring av verdipapirfond

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om markedsføring av verdipapirfond i Norge. Det kan bl.a. fastsettes regler om informasjon til deltakere og myndigheter og om hvordan salg av andeler i Norge skal skje.

Med hjemmel i vpfl. §§ 6-13, 6-14 og 6-15 er det gitt forskrift 8. juli 2002 nr. 799 om markedsføring av utenlandske verdipapirfond.

Utenlandske «hedgefond» som ønskes markedsført i Norge vil være non-UCITS-fond enten de er hjemmehørende i en stat som er part i EØS-avtalen eller ikke. Det følger av vpfl. § 6-13 at for å få tillatelse av Kredittilsynet til markedsføring, må det være etablert et tilfredsstillende tilsyns-samarbeid mellom hjemlandet og Norge, både hjemlandet for fondet og for forvaltningsselskapet der disse er etablert i ulike land. I dette ligger også at fondet og forvaltningen av det er underlagt betryggende tilsyn i hjemlandet. Fondet og forvaltningsselskapet må oppfylle de kravene som gjelder for å drive virksomheten i hjemlandet og disse kravene må gi investorer i Norge en beskyttelse minst på linje med den beskyttelse investorene har ved investering i norske verdipapirfond. Som nevnt tidligere, har DnB Absolute Return Investments AB, Gjensidige NOR Kapitalforvaltning og Key Asset Management alle fått avslag på søknader om markedsføring av utenlandsk «hedgefond» (non-UCITS) i Norge. Fondene/underfondene kunne selge short eller geare porteføljen med lån eller derivater utover det norske fond kan få tillatelse til. Dette tilfredsstilte ikke kravet til beskyttelse av norske investorer. Som nevnt, er det er ikke hjemmel til å dispensere fra reglene om shortsalg, låneopptak og risikoøkende derivatstrategier for fond etablert under verdipapirfondloven.

7.11.1.2 Markedsføring av utenlandske fond og utenlandske fond for profesjonelle på andre vilkår enn norske spesialfond

I mandatet ber Finansdepartementet Kredittilsynet vurdere innføring av et reguleringsmessig skille mellom profesjonelle investorer og andre investorer også i regelverket om markedsføring av utenlandske fond i Norge og eventuelt også vurdere om og i tilfelle på hvilke vilkår utenlandske fond for profesjonelle investorer skal tillates markedsført i Norge *selv om de ikke* oppfyller de mulige krav som måtte bli stilt til profesjonelle fond etter norske regler.

Kredittilsynet har i denne utredningen ment at plassering av midler i spesialfond krever en profesjonell investor, definert slik det framgår av forslaget til ny § 10-2. Det vises til begrunnelsen for dette i kapittel 6. Begrunnelsen for at plassering av midler i spesialfond etablert i henhold til verdipapirfondloven krever en profesjonell investor er, slik Kredittilsynet ser det, nøyaktig den samme også når det gjelder innføring av et reguleringsmessig skille mellom profesjonelle investorer og andre investorer i regelverket om markedsføring av utenlandske fond i Norge.

Kredittilsynet kan ikke se noe argument for et lavere beskyttelsesnivå på nivå for profesjonell investor på utenlandske fond som markedsføres inn i Norge i forhold til norske spesialfond. Beskyttelsesnivået på utenlandske «hedgefond» som markedsføres inn i Norge bør være tilsvarende som den definisjonen av profesjonell investor som er foreslått for norske fond.

Spørsmålet blir hvordan dette beskyttelsesnivået konkret skal gjelde.

Etter Kredittilsynets oppfatning, er det sentrale i vpfl. § 6-13 at kravene til verdipapirfondet og forvaltningen av fondet gir investorer i Norge beskyttelse minst på linje med den beskyttelse de har ved investering i norsk verdipapirfond.

Når det gjelder utenlandske non-UCITS-spesialfond, bør imidlertid disse tillates markedsført til profesjonelle investorer, definert *tilsvarende* som for de norske spesialfondene, men kun overfor

profesjonelle investorer, på lik linje med de norske spesialfondene. Norske forvaltningsselskaper vil ikke kunne dekke profesjonelle investorers behov for spesialfond og det vil heller ikke være forretningsmessig interessant å etablere alle former for spesialfond i Norge. Selv om det uansett vil være adgang til passivt salg (first approach) av slike fond, jf. ovenfor, bør markedsføring av slike utenlandske spesialfond rettet mot profesjonelle investorer derfor være tillatt. Hvilket beskyttelsesnivå det utenlandske spesialfondet har i sitt regelverk, bør etter Kredittilsynets oppfatning ikke være avgjørende. Fondet kan være salgbart til profesjonelle, eventuelt med en definisjon som avviker fra men likevel dekker den norske, til ikke-profesjonell investor eller med andre begrensninger. Men i det norske regelverket må det være et krav om at de utenlandske «hedgefond» som skal markedsføres i Norge kun skal kunne tegnes av profesjonelle investorer.

Det vil bli svært vanskelig å vurdere om et utenlandsk «hedgefond» har samme beskyttelsesnivå som de norske spesialfond. De ulike «hedgefondene» vil ha ulike strategier, eventuelt kombinasjoner av strategier, og ulike risikorammer, slik at kravet i vpfl. § 6-13 nr. 4 om samme beskyttelsesnivå vil få et uklart innhold og bli vanskelig å praktisere. Kravet i nr. 4 om fondets organisering må imidlertid fortsatt gjelde for utenlandske «hedgefond». Det må dokumenteres fra vedkommende tilsynsmyndighet at «hedgefondet» og forvalteren av det oppfyller de krav som gjelder i hjemlandet til å forvalte spesialfondet.

Foruten EØS-stater har Norge tilsynssamarbeid med USA. Tilsynssamarbeid innebærer et viktig investorvern. Kredittilsynet mener derfor at kravet i vpfl. § 6-13 nr. 2 og 3 om betryggende tilsyn og tilfredsstillende tilsynssamarbeid mellom hjemlandet og Norge, både hjemlandet for fondet og for forvaltningsselskapet, skal opprettholdes for markedsføring av spesialfond mot profesjonelle investorer.

Det foreslås dermed at det eksisterende kravet i vpfl. § 6-13 første ledd nr. 4 om beskyttelsesnivå ikke skal gjelde. Det foreslås at investorer i Norge gis slik beskyttelse at en investor som ikke er profesjonell, slik det framgår av § 10-2, ikke gyldig kan tegne andeler i fondet og at kravet til tilsynssamarbeid beholdes. Det vises til ny § 10-4 nr. 9.

7.11.1.3 Krav til markedsføringen, herunder markedsføringsforskriften

Grensene for markedsføring er omtalt i punkt 7.11.1.1.

I vpfl. § 6-12 om markedsføring av norske verdipapirfond heter det at verdipapirfond organisert etter denne lov kan markedsføres i Norge.

Markedsføring av utenlandske non-UCITS-fond er omtalt ovenfor.

Man kunne tenke seg krav om at norske og utenlandske spesialfond kun skal kunne rette salget mot enkeltpersoner. Da vil forvaltningsselskapet ha full kontroll på hvem fondet selges til og slik sikre seg at det kun selges til profesjonelle investorer.

Kredittilsynet antar imidlertid at det vil være tilstrekkelig med et krav om at det i all markedsføring av spesialfond, både norske og utenlandske, skal framgå klart at det som markedsføres er spesialfond/«hedgefond», at kun profesjonelle investorer kan tegne i slike fond og at definisjonen på profesjonell investor må framgå. Slik vil en forhindre omgåelse av kravet om at kun profesjonelle investorer kan tegne i spesialfond/«hedgefond» og hindre omgåelse ved at markedsføring og salg omdefineres som passivt salg. Utenlandske fond som etter hjemlandets regler ikke bare kan selges til profesjonelle, men som har fått tillatelse til markedsføring i Norge kun mot profesjonelle investorer kan dermed ikke markedsføre fondet bredt mot «hele Norge» for deretter å tilby de investorene som ikke er profesjonelle å henvende seg til et selskap i land X og tegne seg der

(som påberopt passivt salg) eller til og med la dem tegne seg i Norge hos eksempelvis et norsk forvaltningsselskap og påberope seg at dette er et passivt salg.

Kredittilsynet legger til grunn at utenlandske spesialfond som ønskes markedsført i Norge vil være non-UCITS-fond. Kredittilsynet finner dermed ikke grunn til å drøfte om det for spesialfond er behov for endringer i vpfl. § 6-14 om markedsføring av UCITS-fond.

Det er nødvendig med endringer i vpfl. §§ 6-12 og 6-13. Det må inntas krav om at det i all markedsføring av spesialfond skal framgå klart at det som markedsføres er spesialfond, at kun profesjonelle investorer kan tegne i slike fond og at definisjonen på profesjonell investor må framgå. Det vises til forslag om endring av vpfl. §§ 6-12 og 6-13, se ny § 10-5 nr. 6 og nr. 7.

Under forutsetning av at det ikke har vært noen forutgående ulovlig markedsføring av det utenlandske «hedgefondet», kan en ikke-profesjonell investor – som nevnt under punkt 7.11.1.1 – fortsatt tegne seg i et utenlandsk spesialfond som ikke har begrensninger om at det kun er for profesjonelle (passivt salg) uten at dette vil komme i strid med markedsføringsregelverket. En aktiv forvalter kan, innenfor investeringsmandatet i en aktiv forvaltningsavtale, plassere en ikke-profesjonell investors midler i et slikt fond.

7.11.1.4 Ikke-diskriminering mellom salgskanaler

Det følger av mandatet at de løsningene Kredittilsynet eventuelt foreslår bør tilstrebe konkurransenøytralitet mellom ulike salgskanaler for verdipapirfond. Det følger av vpfl. § 6-8 at salg av nyutstedte andeler bare kan foretas av forvaltningsselskaper, kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirforetak med tillatelse til å yte tjenester som nevnt i verdipapirhandeloven § 1-2 første ledd nr. 1. Forvaltningsselskaper kan dermed selge nyutstedte andeler i egne fond, jf. også vpfl. § 1-2 nr. 3 som definerer verdipapirfondsforvaltning, i tillegg til andeler i andre forvaltningsselskapers fond. Dette gjelder norske fond, men også de utenlandske verdipapirfond som kan markedsføres i Norge etter vpfl. § 6-14 (UCITS-fond) og vpfl. § 6-13 (non-UCITS-fond) og eventuelle andre fond som selges etter investors initiativ/first approach og som ikke er eller kan markedsføres i Norge.

De foretak som er nevnt i vpfl. § 6-8 forestår oppgjør ved salg av andelene. Dersom en agent/distributør ikke skal forestå oppgjør i forbindelse med salg av andeler i norske verdipapirfond, kan ordren formidles til verdipapirforetak med adgang til å yte investeringstjenester i Norge eller forvaltningsselskap for verdipapirfond, jf. vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 3. En formidler kan ikke drive markedsføring av de omsettelige verdipapirene formidler har et formidlingsoppdrag knyttet til.

Det følger av vpfl. § 6-13 første ledd nr. 6 at salg i Norge av andeler i non-UCITS-fond må skje gjennom forvaltningsselskap med tillatelse etter vpfl. §§ 2-1, 2-12 eller 2-13, kredittinstitusjon med rett til å drive finansieringsvirksomhet i Norge, forsikringsselskap med rett til å drive forsikringsvirksomhet i Norge eller verdipapirforetak med rett til å yte investeringstjenester i Norge. Slike verdipapirforetak må ha tillatelse til å yte investeringstjenesten ordreforvaltning, jf. vphl. § 1-2 første ledd nr. 1.

Selv om også forvaltningsselskap med tillatelse etter vpfl. §§ 2-12 og 2-13 er nevnt i vpfl. § 6-13 første ledd nr. 6, har Kredittilsynet lagt til grunn at bestemmelsen må tolkes slik at andeler i non-UCITS-fond ikke kan selges til norske investorer direkte fra hovedkontoret i utlandet, fordi dette vil innebære direktesalg fra hovedkontoret. Ellers gir vpfl. § 6-14 første ledd nr. 5, hvor direkte salg fra hovedkontoret til forvalteren av fondet er nevnt, ingen mening.

«Salg» i vpfl. § 6-13 betyr salg inkludert oppgjør. Også ordre som vedrører non-UCITS-fond kan imidlertid formidles av agenter som ikke skal forestå oppgjør i forbindelse med salget etter vphl.

§ 7-1 tredje ledd nr. 3, men disse agenter har kun adgang til å formidle til «verdipapirforetak med adgang til å yte investeringstjenester i Norge» (som også omfatter utenlandsk foretak som driver virksomhet i Norge i medhold av reglene i vphl. §§ 7-7 og 7-8) eller til «forvaltningsselskap for verdipapirfond». Kredittilsynet har lagt til grunn at verdipapirforetaket nevnt i vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 3 må ha tillatelse til å yte investeringstjenesten ordreformidling, jf. vphl. § 1-2 første ledd nr. 1. Kredittilsynet har videre lagt til grunn at det med «forvaltningsselskap for verdipapirfond» i vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 3 skal forstås forvaltningsselskap med tillatelse etter vpfl. § 2-1, altså norsk tillatelse.

Bestemmelsene om markedsføring ble endret ved lov 15. juni 2001 nr. 48. Bestemmelsene om markedsføring framgikk tidligere av vpfl. § 1-3 og forskrift om utenlandske investeringsforetaks adgang til å tilby fondsandeler i Norge. Forskriften gjaldt for forvaltningsselskaper i EØS-stat. Av Ot.prp. 98 (2000-2001) om lov om endringer i lov om verdipapirfond mv. framgår i punkt 6.2 om Kredittilsynets forslag vedrørende UCITS-fond (understreking er foretatt av Kredittilsynet):

Bestemmelsen i verdipapirfondloven § 1-3 tredje ledd er ment å regulere adgangen til å drive grenseoverskridende markedsføring og salg av andeler i fond som er etablert i annen EØS-stat, samt adgangen til å etablere filial. Verdipapirfondloven og forskrift om utenlandske investeringsforetaks adgang til å tilby fondsandeler i Norge er tolket slik at investeringsforetak som er etablert i en annen EØS-stat ikke kan markedsføre og selge andeler i UCITS-fond i Norge før etter at fondet er registrert i Kredittilsynet. Det er samtidig lagt til grunn at verdipapirforetak, som har adgang til å markedsføre og selge finansielle instrumenter i Norge, kan markedsføre og selge andeler i fond som ikke er registrert i Kredittilsynet.

Gjeldende rett åpner således for en omgåelse av nevnte forskrift. For å unngå slike omgåelser foreslår Kredittilsynet at bestemmelsen i verdipapirfondloven § 1-3 tredje ledd endres, slik at det klart framgår at investeringsforetak med hovedsete i annen EØS-stat bare kan "tilby" norske investorer andeler i fond som er registrert hos tilsynsmyndigheten. Videre foreslår Kredittilsynet at det inntas en definisjon av begrepet "tilby" som sammen med bestemmelsen i § 1-3 tredje ledd innebærer at utenlandske forvaltningsselskaper med hovedsete i annen EØS-stat ikke kan markedsføre og selge fondsandeler, som ikke er registrert i tilsynsmyndigheten, gjennom norske eller utenlandske verdipapirforetak.

Av Ot.prp. nr. 98 (2000-2001) framgår i punkt 6.2.2 om Kredittilsynets forslag vedrørende non-UCITS-fond hjemmehørende i EØS-land:

Verdipapirfondlovens bestemmelser har i følge Kredittilsynet ikke vært ansett å begrense verdipapirforetaks adgang til å markedsføre og selge non-UCITS fond. Det har derfor blitt lagt til grunn at norske og utenlandske verdipapirforetak kan markedsføre og selge andeler i non-UCITS til norske investorer. Kredittilsynet uttaler i denne sammenheng:

(...)

Markedsføring av non-UCITS fond er uregulert og har vært solgt til norske investorer gjennom norske og utenlandske verdipapirforetak som har adgang til å selge finansielle instrumenter til norske investorer.

I forbindelse med nevnte lovendring ble det også åpnet adgang for at forvaltningsselskaper med hovedsete i stat som ikke er medlem av EØS-avtalen kunne drive grenseoverskridende salg av fondsandeler i Norge, jf. gjeldende vpfl. § 6-13.

Poenget med lovendringene, som ble gjennomført ved de nye bestemmelsene i vpfl. §§ 6-11 til 6-15, var altså å sørge for at det ikke lenger skulle skje omgåelser av verdipapirfondlovens bestemmelser og dermed en omgåelse av beskyttelse av andelseiere, som er et viktig hensyn bak UCITS-reglene og verdipapirfondloven, gjennom salg av andeler i fond som ikke var underlagt tilsvarende tilsyn og kontroll som UCITS-fond.

Reglene om markedsføring er ikke til hinder for passivt salg av verdipapirfondsandeler eller for at en aktiv forvalter i samsvar med aktiv forvaltningsavtalen plasserer i fondsandeler på vegne av kunder.

Kredittilsynet ser ingen særlige problemer knyttet til at det heller ikke skal diskrimineres mellom salgskanaler når det gjelder spesialfond, for eksempel slik at salg av spesialfond skal kunne foretas av noen av de salgskanaler som i dag kan selge norske og utenlandske fondsandeler, men ikke av alle eller at de skal kunne selges av utenlandske salgskanaler, men ikke av norske.

Enten vil salgskanalen selv i kraft av egne konsesjoner, jf. foretakene nevnt i vpfl. §§ 6-8 og 6-13 første ledd nr. 6, ha ansvar for å ivareta kundens interesser, eller så vil det forvaltningsselskapet som forvalter spesialfondet ha dette ansvaret. Ansvaret for å ta hensyn til andelseiernes interesser og ivareta god forretningsskikk og unngå interessekonflikter osv. vil ligge hos forvaltningsselskapet, jf. vpfl. § 4-2 om god forretningsskikk. Kredittilsynet foreslår at kun profesjonelle investorer kan være andelstegner i spesialfond. En profesjonell investor forutsettes selv å inneha den nødvendige erfaring og innsikt til å treffe sine egne investeringsbeslutninger og foreta en korrekt vurdering av risikoer i forbindelse med kjøp av andeler i spesialfond. Men vpfl. § 4-2 om god forretningsskikk vil fortsatt gjelde, tilpasset at kunden er en profesjonell investor, jf. nedenfor om profesjonsansvaret.

Alle salgskanalene nevnt i vpfl. §§ 6-8 og 6-13 første ledd nr. 6 er under tilsyn, av norsk eller utenlandsk tilsynsmyndighet. Det vil ikke alle salgskanaler som formidler etter vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 3 være. Man kunne dermed tenke seg en løsning hvor formidlingsadgangen i henhold til vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 3 ikke skal gjelde for formidling av andeler i spesialfond. Men i og med at det endelige ansvaret etter en formidling uansett vil ligge hos forvaltningsselskapet, ser Kredittilsynet ikke behov for at vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 3 ikke skal gjelde eller for andre særlige regler som ville innebære diskriminering mellom salgskanaler. Salgskanalen eller forvaltningsselskapet selv etter vpfl. §§ 6-8 og 6-13 første ledd nr. 6 vil også ha tilknytningspunkt til Norge, jf. redegjørelsen ovenfor, slik at investor slipper å måtte forholde seg til en representant i utlandet.

I den grad eierandeler i «hedgefond» som ikke er organisert under verdipapirfondloven eller tilsvarende utenlandske lover selges, vil reguleringen av salget avhenge av hva som selges. Dersom det formidles salg av aksjer i «hedgefond», vil denne formidlingen være regulert av verdipapirhandelloven på vanlig måte, dersom aksjen ikke selges direkte fra selger til kjøper. En andel i et kommandittselskap er imidlertid ikke et finansielt instrument og en formidling av en slik andel vil dermed ikke være underlagt verdipapirhandelloven. Kredittilsynet ser ikke grunn til å gå inn på de ulike formene for «hedgefond» omtalt i kapittel 3 og de ulike måter eierandeler i disse kan omsettes på. Problemet for disse ulike «hedgefond» er ofte at det ikke finnes noe annenhåndsmarked og at det dermed er vanskelig å finne en avtaker dersom en vil ut av «hedgefond».

7.11.1.5 Profesjonsansvar ved salg av spesialfond

Ovenfor har Kredittilsynet funnet at det vil bli svært vanskelig å vurdere om et utenlandsk spesialfond har samme beskyttelsesnivå som de norske spesialfond og har foreslått at det gjeldende kravet i vpfl. § 6-13 nr. 4 om beskyttelsesnivå ikke skal gjelde for spesialfond som selges til profesjonelle investorer. Selv om spesialfond kun skal tegnes av profesjonelle investorer, peker Kredittilsynet på at salgskanalene likevel vil ha et visst ansvar knyttet til de spesialfond de er distributører av, herunder for aktsom informasjon og rådgivning. Dette kan dreie seg om fond med svært ulikt risiko- og beskyttelsesnivå. Det er i rettspraksis lagt til grunn et strengt profesjonsansvar. Herunder vises til *Investasaken i Rt. 2000 side 679* om uaktsom rådgivning, hvorfra det siteres følgende:

Vurderingen av hvilke krav som må stilles til aktsomheten ved DnBs rådgivning, må ta sitt utgangspunkt i at norsk rett bygger på et strengt, ulovfestet uaktsomhetsansvar for profesjonsutøvere, jf. Rt-1995-1350 og Lødrup: «Lærebok i erstatningsrett» 4. utgave, 1999 side 281-282.

Generelt antar jeg at når det inngås avtale om finansiell rådgivning mellom en bank og en bankkunde, må kunden som alminnelig regel kunne kreve høyt kvalifisert og høyt spesialisert rådgivning. Ut fra dette fremstår det for meg som lite tvilsomt at Nordby hadde en berettiget forventning om å motta oppdaterte og faglig baserte

råd som grunnlag for Finanssenterets plasseringsanbefalinger. Banken må for dette formål ha en organisasjon som fremskaffer nødvendig informasjon til å oppfylle slike krav, som analyserer disse opplysninger ut fra kundens behov, og som bringer resultatene frem til de bankansatte som skal gjennomføre avtalene om rådgivning. De bankansatte som skal gi kundene råd, må utvise en slik aktivitet overfor den enkelte kunde at kunden på sin side er klar over hvilken risiko som til enhver tid er knyttet til hans disposisjon. Også stillingsbeskrivelsen for plasseringsrådgivere i DnB støtter dette. Ett av kravene er: « - at rådgivningstjenesten alltid ytes slik at det er helt klart for kunden hvilken risiko som er knyttet til et produkt ... ». Riktignok er denne stillingsbeskrivelsen datert 1. juli 1992, men det er ikke hevdet at rådgivningstjenesten hadde et annet innhold før dette tidspunkt.

Det er opplyst at DnB Fonds baserte sine anbefalinger av Investa på at DnB som långiver og bankforbindelse for Investa fortsatt holdt kredittlinjer åpne, noe som innebar at banken i sin utlånsvirksomhet måtte vurdere Investas soliditet som tilfredsstillende. Dessuten ville DnB Fonds med sin utstrakte kontaktflate overfor markedet raskt fange opp negative signaler fra investorer. DnB Fonds foretok derimot ingen selvstendig analyse av Investa som bakgrunn for sine investeringsanbefalinger overfor kundene.

Spørsmålet er om dette er tilfredsstillende som bakgrunn for de anbefalinger Finanssenteret på Hamar skulle gi.

Her peker jeg først på at DnB Fonds ut fra regler som krevde utskillelse av bankenes fondsmeglervirksomhet, ikke hadde tilgang til DnBs kredittvurderinger av Investa. De vurderinger som lå bak DnBs beslutning om fortsatt å yte kreditt til Investa, var ikke nødvendigvis sammenfallende med de vurderinger en utenforstående investor ville gjøre med hensyn til å plassere penger i Investa. DnB hadde allerede et omfattende engasjement med Investa - på akkordtidspunktet var DnBs fordring på ca 1,4 milliarder kroner. Det er vanskelig å forstå at DnB Fonds kunne se bort fra at DnBs eget engasjement i Investa kunne være et vesentlig element i bankens konklusjoner. Det må også tillegges vekt at DnB Fonds representerte meglervirksomheten til en meget stor forretningsbank, som dertil var en av de største kanalene for formidling av lånepapirer utstedt av Investa. Dette understreker DnB Fonds' egen handleplikt i forhold til sine kunder.

DnB Fonds hadde en omfattende daglig kontakt med markedet, og fikk derved kunnskap om hvordan investorer vurderte selskapets soliditet. Alene vil imidlertid dette ikke kunne være grunnlag for tilstrekkelig kvalifisert rådgivning om slik sikkerhet som Nordby forutsatte. DnB Fonds deltok også på enkelte presentasjoner Investa avholdt. Uten en nærmere påvisning av at DnB Fonds analyserte Investas egeninformasjon, kan heller ikke dette tillegges utslagsgivende vekt. Når det gjelder selskapets egne informasjoner, bemerkes for øvrig at jeg legger til grunn den vurdering som fremgår av Borgarting lagmannsretts dom 22. april 1998 [LB-1995-03002] i saken som de 104 investorene anla, og som DnB påberoper seg i vår sak, nemlig at Investas årsregnskap 1991 ikke inneholdt informasjon som i forhold til investorene var uriktig eller villedende. Men dette blir for meg et helt underordnet element i vurderingen av DnBs rådgiveransvar.

DnB har også påberopt seg at Nordby var erfaren med hensyn til verdipapirer, og måtte forstå at høyere rente innebar mindre sikkerhet. Jeg finner ikke på denne måten å kunne relativisere bankens plikter ved utføring av rådgivningstjenesten. Med mindre det er kommet til uttrykk ved avtaleinngåelsen eller senere at kunden på grunn av egne kunnskaper ikke kommer til å legge vesentlig vekt på bankens råd, er det mitt syn at kravet til bankens aktsomhet i prinsippet må gjelde uavhengig av den enkelte kundes kunnskapsnivå.

Jeg mener etter dette at banken ikke opptrådte tilstrekkelig aktsomt i sin rådgivning overfor Nordby og Ideal Eiendom. Særlig fremhever jeg den manglende aktivitet DnB Fonds utviste for å ha et selvstendig grunnlag for sine plasseringsråd om Investa overfor sine kunder. Så langt finner jeg altså at det foreligger et ansvarsgrunnlag mot DnB i saken.

Det er altså i dommen uttalt at kravet til bankens aktsomhet i prinsippet måtte gjelde uavhengig av kunnskapsnivået hos de enkelte kunder. Videre er det uttalt at banken ikke opptrådte tilstrekkelig aktsomt i sin rådgivning og særlig framheves den manglende aktivitet verdipapirforetaket utviste for å ha et selvstendig grunnlag for sine plasseringsråd om Investa overfor sine kunder.

I en dom i *Rt. 2003 side 400*, hvor *Fearnley Fonds ASA* ble funnet erstatningsansvarlig for uaktsom informasjon og rådgivning overfor *Sunnfjordtunnellen AS*, heter det imidlertid om partens profesjonalitet følgende:

Lovgrunnlaget når det spesielt gjelder fondsmeglerforetak, var på tiden for hendelsene i vår sak § 18 i verdipapirhandelloven fra 1985. Det het der at et fondsmeglerforetak skal utøve sin virksomhet « i samsvar med god meglerskikk ». I den loven som nå gjelder, verdipapirhandelloven av 1997, er dette noe utdypet. Det heter i § 9-2 at verdipapirforetak skal utøve virksomheten i samsvar med « god forretningskikk », og at foretaket blant annet skal « sørge for å få nødvendige opplysninger om kundenes identitet, økonomiske stilling og investeringserfaring ». Det fremgår også at kundens profesjonalitet har betydning ved utførelse av en ordre. Jeg legger til grunn at disse presiseringene i den nye loven ikke kan anses som noe brudd med det som også tidligere

måtte anses som en riktig norm. I vurderingen av Fearnleys aktsomhet må det da være relevant å trekke inn hva Fearnley kunne vente av tunnelselskapet når det gjaldt innsikt i obligasjonsmarkedet. Et synspunkt fra Rt-2000-679 der det ble uttalt at kravet til bankens aktsomhet i prinsippet måtte gjelde uavhengig av kunnskapsnivået hos den enkelte kunden - passer dermed ikke i vår sak.

Saken gjaldt imidlertid skreddersydde finansielle produkter for en rimelig profesjonell aktør. Om ansvarsgrunnlaget heter det:

Skal Fearnley bebreides for uaktsom informasjon eller rådgivning, må det etter mitt syn være fordi transaksjonene ikke burde vært foretatt for en kunde som tunnelselskapet, som ikke var en langsiktig investor, uten at megleren hadde forsikret seg om at kunden hadde en klar oppfatning av hvilken risiko transaksjonene innebar, og uansett ville ha dem utført. Om Fearnleys handlemåte kan betegnes som erstatningsbetingende uaktsom, avhenger da blant annet av hvilket initiativ som ble tatt fra hver av sidene, hvilken innsikt Fearnley kunne legge til grunn at tunnelselskapet hadde, og i hvilken grad Fearnley ga informasjon og råd til tunnelselskapet som var tilpasset selskapets kompetanse.

(...)

Jeg kan heller ikke se at Fearnley senere har gitt noen overbevisende forklaring på at transaksjonene høsten 1993 og våren 1994 stod i nødvendig sammenheng med refinansieringen av tunnelselskapets obligasjonslån, eller at transaksjonene av andre grunner var naturlige for en kunde som tunnelselskapet, som ikke var en langsiktig investor. I en slik situasjon mener jeg det hadde vært meget nærliggende for Fearnley å sikre seg at det forelå skriftlig dokumentasjon som viste at tunnelselskapet var klart innforstått med transaksjonene og den risikoen de innebar. I mangel av slik dokumentasjon er jeg som lagmannsretten kommet til at Fearnley må betegnes som uaktsom i sin informasjon og rådgivning overfor tunnelselskapet. At også tunnelselskapet må sies å ha opptrådt uaktsomt, kommer jeg snart tilbake til.

Når det nærmere gjelder den forretningsmessige skjønnsutøvelsen, nevnes også en dom inntatt i *Rt. 1991 side 119 om ansvar for styremedlemmer i et befrakterselskap*:

Etter dette kan jeg ikke se det annerledes enn at de to styremedlemmene som saken er reist mot, har vurdert som forsvarlig den disposisjon de var med på. De så nok større muligheter i den nye linjetrafikk enn det reelt var grunnlag for. Slik jeg ser det, sto de åpenbart i den tro at tapsfasen var nær ved å være overvunnet. Etter mitt syn har de to styremedlemmene holdt seg tilbørlig underrettet om såvel markedsutviklingen, som resultatutviklingen. De har for så vidt feilvurdert situasjonen. Men denne feil består, så vidt jeg kan forstå, i en uriktig skjønnsmessig bedømmelse av den risiko slutningen av M/S ARAO medførte. En slik skjønnsmessig feilvurdering kan etter gjeldende teori og rettspraksis ikke utløse erstatningsansvar.

8 ENDRING AV FORSKRIFTER

8.1 Forskrift 8. juli 2002 nr. 800 om verdipapirfonds handel med derivater (derivatforskriften)

§ 2 første ledd. *Generelle begrensninger*

Et verdipapirfonds totale eksponering knyttet til derivater skal ikke overstige verdien av fondets forvaltningskapital. Ved beregning av den totale eksponeringen skal det tas utgangspunkt i nåværende verdi av underliggende, motpartsrisikoen, fremtidige markedssvingninger, og tiden som er tilgjengelig for å stenge posisjonene. Kredittilsynet kan gi nærmere regler om beregning av verdipapirfonds totale eksponering knyttet til derivater.

Begrensningen i første punktum vil være for lav for spesialfond.

Kredittilsynet foreslår dermed at § 2 første ledd ikke skal få anvendelse på spesialfond, se foreslått ny § 8 i forskriften. Det foreslås ikke andre grenser for total eksponering knyttet til derivater for spesialfond. Se imidlertid kommentarer til vpfl. § 2-3 om ansvarlig kapital i punkt 10.1.1 og derivatforskriften § 3 nedenfor om krav til motpart og likviditet for uoterte derivater. Om verdiberegning, se punkt 7.7. Videre vises til de plikter som er foreslått for depotmottaker, se punkt 7.10, og til foreslått nytt annet ledd i vpfl. § 3-3 om at departementet i forskrift kan fastsette nærmere krav til spesialfonds risiko og styring av risiko.

§ 3. *Særregler for enkelte derivater*

Plasseringer i derivater basert på omsettelige verdipapirer (jf. verdipapirfondloven § 4-5 første ledd nr. 1) er ikke tillatt med mindre verdipapirene oppfyller de vilkår som følger av verdipapirfondloven § 4-6 første ledd nr. 1-3. Tilsvarende gjelder for derivater basert på pengemarkedsinstrumenter så lenge disse underliggende ikke oppfyller kravene i verdipapirfondloven § 4-6 annet ledd om pengemarkedsinstrumenter omsatt på andre markeder.

Valutaderivater kan bare benyttes til sikring av valutaeksponering i fondets øvrige plasseringer, jf. verdipapirfondloven § 4-5 første ledd nr. 5.

Uoterte derivater må daglig kunne verdiberegnes på en pålitelig og verifiserbar måte. På forvaltningsselskapets initiativ må uoterte derivater på ethvert tidspunkt kunne selges, innløses eller stenges ved en motgående handel til en rimelig pris.

Uoterte derivater må inngås mot bank, forsikringsselskap eller verdipapirforetak med tillatelse fra en EØS-stat. Motparten må minst ha rating « investment grade » fra et anerkjent ratingbyrå. Første punktum begrenser ikke adgangen til oppgjørssentral med tillatelse etter lov av 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 6-1 eller tilsvarende institusjon fra annen EØS-stat til å tre inn som part eller garantere for oppfyllelse av derivatkontrakter.

Kredittilsynet kan ved enkeltvedtak gjøre unntak fra første ledd dersom fondet ikke skal markedsføres innen EØS etter reglene i direktiv 85/611/EØF.

Fond kan plassere i uoterte derivater, enten i samsvar med derivatforskriften eller slik at fondet har fått unntak fra derivatforskriften § 3 første ledd. Som en følge av at det i punkt 7.6.1.2 er foreslått at vpfl. § 4-6 første ledd ikke skal få anvendelse på spesialfond, foreslås at heller ikke kravet i første ledd første punktum om at derivater basert på omsettelige verdipapirer må oppfylle de vilkår som følger av vpfl. § 4-6 første ledd nr. 1 til 3 skal få anvendelse på spesialfond. Det underliggende skal altså ikke måtte omsettes på regulert marked, se foreslått § 8 i forskriften.

Det er i punkt 7.6.1.2 foreslått at vpfl. § 4-6 annet ledd skal gjelde for spesialfond; jf. drøftelsen under vpfl. § 4-6 om likviditet. Det foreslås derfor at kravet i § 3 første ledd annet punktum om at derivater basert på pengemarkedsinstrumenter må oppfylle de vilkår som følger av vpfl. § 4-6 annet ledd skal få anvendelse. Det underliggende pengemarkedsinstrument skal altså oppfylle kravene til utsteder/instrument.

Det foreslås at annet ledd om krav til sikring ikke skal få anvendelse for spesialfond, se foreslått § 8. Det vises til kommentarer til vpfl. § 4-5 første ledd nr. 5 i punkt 7.3.1.2.

I punkt 7.6.1.2 om likviditet foreslås at vpfl. § 4-6 første ledd ikke skal få anvendelse på spesialfond. Kravene til verdiberegning kan imidlertid få konsekvenser for likviditeten. Det vises til drøftelsen knyttet til verdiberegning i punkt 7.7.1.2, til vpfl. § 6-1 annet ledd og foreslåtte regler om

verdiberegning og kunngjøring av andelsverdien av spesialfond og foreslått ny vpfl. § 6-1 annet, tredje, fjerde og femte ledd.

Kredittilsynet foreslår at § 3 tredje ledd ikke får anvendelse for spesialfond, se foreslått § 8.

Fjerde ledd i § 3 har motpartkrav til unoterte derivater. I den svenske proposisjonen 2002/03:150 En ny lag om investeringsfonder sies det på side 239-240 følgende om motparter i forbindelse med unoterte derivater:

Ett annet eksempel er at medel i värdepappersfonder får placeras i s.k. OTC-derivat endast under förutsättning att motparten står under tillsyn. Det kan tänkas finnas skäl att ge undantag för specialfonder där medlen skall placeras i andra typer av OTC-derivat, där motparten inte står under tillsyn. Många utländska finansiella institut, framför allt i USA, är organiserade så att viss verksamhet, t.ex. handel med s.k. swappar, bedrivs i ett särskilt dotterbolag som är väl kapitaliserat. Dotterbolaget står vanligtvis inte under tillsyn, eller står under begränsad tillsyn, av behöriga myndigheter. Dotterbolagets förpliktelser är dock ofta garanterade av moderbolaget. Derivatinstrument som handlas med dessa dotterbolag handläggs vanligtvis under exempelvis det s.k. ISDA-avtalet (International Swaps and Derivatives Association) och dess tillägg CSA (Credit Support Annex). Parterna kan härigenom bli skyldiga att ställa säkerheter för de exponeringar som tas. Inom ramen för ISDA-avtalet kan även en särskild garanti ställas (Credit Support Document). Det finns därför goda förutsättningar för ett fondbolag att för en specialfonds räkning handla med OTC-derivat med motparter som nödvändigtvis inte står under tillsyn. Sådana undantag bör därför kunna beviljas om Finansinspektionen finner att andelsägarna åtnjuter ett fullgott skydd.

Kredittilsynet antar at kravet i fjerde ledd om at motparten skal være bank, forsikringsselskap eller verdipapirforetak med tillatelse fra en EØS-stat kan skape problemer for enkelte spesialfond. Kredittilsynet foreslår derfor at bestemmelsen endres for spesialfond slik at det også er adgang til å ha motpart utenfor EØS. Derfor stilles det krav om at motparten skal være bank, forsikringsselskap eller verdipapirforetak med tillatelse fra en EØS-stat eller bank eller forsikringsselskap med tillatelse fra en stat utenfor EØS. Dessuten må motparten minst ha rating «investment grade» fra et anerkjent ratingbyrå. Det vises for øvrig til drøftelsen av vpfl. § 2-3 om ansvarlig kapital.

Det vises til foreslått endret § 3 fjerde ledd.

§ 4. Plasseringsregler til verdipapirfondloven § 4-8 og § 4-9

I forhold til verdipapirfondloven § 4-8 annet ledd nr. 1 - 3 skal derivater hensyntas slik at underliggende til derivater medregnes på følgende måter:

1. Rett eller plikt til kjøp skal legges til fondets øvrige plasseringer mot samme utsteder
2. Rett eller plikt til salg kan trekkes fra fondets øvrige plasseringer mot samme utsteder

Følgende verdier skal benyttes:

- Terminer og bytteavtaler: Markedsverdien av underliggende
- Opsjoner: Markedsverdien av underliggende multiplisert med opsjonens delta.

For derivater med aksjer eller obligasjoner som underliggende, og der fondet skal etterligne sammensetningen av en indeks, vil grensene i verdipapirfondloven § 4-8a komme til anvendelse dersom betingelsene i nevnte bestemmelse er oppfylt.

Ved plassering i unoterte derivater skal risikoeksponeringen mot samme motpart beregnes etter reglene i § 8-3 i forskrift av 22. juni 2000 nr. 632 om minstekrav til kapitaldekning for markedsrisiko mv. for kredittinstitusjoner og verdipapirforetak (CAD-forskriften) som igjen henviser til § 5, § 6 og § 6a i forskrift av 22. oktober 1990 nr. 875 om minstekrav til kapitaldekning i finansinstitusjoner og verdipapirforetak (kapitaldekningsforskriften). Risikoeksponeringen mot samme motpart må ikke overstige:

- 10 % av fondets eiendeler når motparten er en kredittinstitusjon
- 5 % av fondets eiendeler mot andre motparter enn kredittinstitusjoner

Bestemmelsen begrenser ikke adgangen til oppgjørssentral med tillatelse etter lov av 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 6-1 eller tilsvarende institusjon fra annen EØS-stat til å tre inn som part eller garantere for oppfyllelse av derivatkontrakter.

I forhold til verdipapirfondloven § 4-9 første og annet ledd skal derivater hensyntas slik at underliggende til derivater medregnes på følgende måter:

1. Rett eller plikt til kjøp skal legges til fondets øvrige plasseringer mot samme utsteder
2. Rett eller plikt til salg kan ikke trekkes fra fondets øvrige plasseringer mot samme utsteder.

Følgende verdier skal benyttes:

- Terminer, opsjoner og bytteavtaler: markedsverdien av underliggende.

§ 4 første og fjerde ledd kommer ikke til anvendelse dersom underliggende til derivatet er en aksje- eller obligasjonsindeks som oppfyller betingelsene angitt i verdipapirfondloven § 4-8a første ledd nr. 2 til 4.

Kredittilsynet kan ved enkeltvedtak gjøre unntak fra første til femte ledd dersom fondet ikke skal markedsføres innen EØS etter reglene i direktiv 85/611/EØF.

Kredittilsynet foreslår i punkt 7.3.2 om risikospredning at vpfl. § 4-8 ikke skal få anvendelse på spesialfond. Heller ikke forskriften § 4 første og tredje ledd kan dermed få anvendelse på slike fond.

Kredittilsynet foreslår at § 4 første og tredje ledd ikke skal få anvendelse for spesialfond, se foreslått ny § 8.

§ 5. *Krav til interne systemer og rutiner*

Forvaltningsselskapet skal til enhver tid ha oppdaterte retningslinjer og rutinebeskrivelser for utførelsen av de enkelte operasjoner knyttet til derivathandelen. Forvaltningsselskapet skal til enhver tid besitte kompetanse som står i forhold til den risiko som ligger i selskapets derivathandel.

Forvaltningsselskapet skal ha risikostyringssystemer som til enhver tid sikrer overvåking og måling av risikoen ved derivatposisjonene og deres bidrag til risikoen i hele fondets portefølje.

Forvaltningsselskapet skal ha systemer for markedsriktig og uavhengig fastsettelse av verdien på unoterte derivater.

Bestemmelsen er særlig viktig for forvaltningsselskap for spesialfond og bør opprettholdes uforandret.

§ 6 tredje ledd. *Informasjon*

Forvaltningsselskap for fond som kan øke sin risiko ved bruk av derivatstrategier plikter å inkludere en eksplisitt advarsel i sitt informasjonsmateriale om at derivatinvesteringer er risikofylte. I slike fond skal begrepet "derivat" eller "derivater" framgå av betegnelsen på fondet.

Kredittilsynet foreslår at § 6 tredje ledd siste punktum ikke skal få anvendelse på spesialfond, se kommentaren til vpfl. § 3-2 i punkt 7.8.1. Bestemmelsens advarsel foreslås imidlertid videreført, se foreslått ny § 8.

Forslag til ny § 7

Kredittilsynet har i brev datert 23. september 2004 til Finansdepartementet, som nevnt i punkt 1.1.1, foreslått følgende endring i derivatforskriften:

§ 7 *Dekning ved salg på termin og salg av kjøpsopsjon (dekket shortsalg)*

Ved salg på termin og ved salg av kjøpsopsjon skal forvaltningsselskapet påse at verdipapirfondet kontrakten inngås på vegne av har dekning i fondets øvrige eiendeler. Med termin menes i § 7 også bytteavtale. Salg på termin i § 7 inkluderer den delen i en bytteavtale som har framtidige forpliktelser og rettigheter som i solgt termin.

Dersom solgt termin eller solgt kjøpsopsjon har fysisk oppgjør, anses dekning å foreligge ved:

1. eie av underliggende finansielle instrument
2. utlånte finansielle instrumenter med tilbakelevering før oppgjørsfrist for shortsalg
3. kjøp av underliggende på termin
4. kjøp av underliggende med kjøpsopsjon
5. eie av finansielt instrument som er svært likvid og til enhver tid kan brukes til å kjøpe underliggende finansielle instrument. Slik dekning kan bare benyttes i ekstraordinære situasjoner.

Dersom solgt termin eller solgt kjøpsopsjon har finansielt oppgjør, anses dekning å foreligge ved:

1. eie av underliggende finansielle instrument
2. utlånte finansielle instrumenter med tilbakelevering før oppgjørsfrist for shortsalg
3. kjøp av underliggende på termin
4. kjøp av underliggende med kjøpsopsjon
5. kontanter
6. likvide gjeldsinstrumenter, herunder statsobligasjoner med høyeste kredittvurdering

7. andre svært likvide finansielle instrumenter med en markedskurs som utvikler seg svært likt med, herunder er sterkt positivt korrelert med, terminens eller kjøpsopsjonens underliggende.

Dekning i instrumenter nevnt i tredje ledd nr. 6 og 7 skal beregnes slik at daglig markedsverdi reduseres med et beløp som minst tilsvare:

- a) 5 prosent av aksjer, grunnfondsbevis og derivater med aksjer og grunnfondsbevis som underliggende. Markedsverdien av underliggende til opsjoner multipliseres med opsjonens delta
- b) estimert verdireduksjon ved 0,5 prosentpoeng økning av internrenten til obligasjoner, sertifikater og derivater med obligasjoner og sertifikater som underliggende. Markedsverdien av underliggende til opsjoner multipliseres med opsjonens delta
- c) 50 prosent av markedsverdien til andre finansielle instrumenter. Markedsverdien av underliggende til opsjoner multipliseres med opsjonens delta.

Med likvid finansielt instrument menes instrument som innen 7 arbeidsdager kan omgjøres til kontanter til en kurs tett opp til kursen på solgt termins eller solgt kjøpsopsjonens underliggende.

Forvaltningsselskapet må påse at kontanter eller finansielle instrumenter på avtaletidspunktet og deretter til enhver tid gir full dekning, hensyntatt blant annet løpetid, innløsningspris, markedsverdi, likviditet og sammenheng med underliggende. Kontanter og finansielle instrumenter som benyttes som dekning må være i samsvar med fondets vedtekter.

Reglene som gjelder for plasseringer i finansielle instrumenter utstedt av samme selskap i vpfl. § 4-8 og nærværende forskrift § 4 skal gjelde så langt de passer for solgt termin eller solgt kjøpsopsjon. Ved beregning av eksponering skal følgende verdier benyttes:

- a) terminer: Markedsverdien av underliggende
- b) opsjoner: Markedsverdien av underliggende multiplisert med opsjonens delta.

Reglene i vpfl. § 4-9 skal ikke hensyntas i forhold til underliggende i solgt termin eller solgt kjøpsopsjon.

Kredittilsynet kan ved enkeltvedtak gjøre unntak fra kravene i denne paragraf.

Tidligere § 7 blir ny § 8.

Kredittilsynet viser til kommentaren til vpfl. § 4-11 og legger til grunn at den foreslåtte nye § 7 ikke dekker spesialfonds behov. Kredittilsynet foreslår dermed at § 7 ikke skal få anvendelse på spesialfond, se foreslått ny § 8.

8.2 Forskrift 6. januar 2003 nr. 10 om differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen for verdipapirfondsandeler

Forskriften lyder:

§ 1. Adgangen til å differensiere forvaltningsgodtgjørelsen

Forvaltningsselskap for verdipapirfond kan bare differensiere forvaltningsgodtgjørelsen etter reglene i denne forskrift.

Differensieringen skal baseres på det antall andeler den enkelte andelseier har i fondet, og skal uttrykkes som en prosentvis rabatt på den forvaltningsgodtgjørelsen som daglig belastes fondet, jf. § 5. Hver rabattsats skal bare gjelde innenfor sitt kvantumsintervall.

Annet ledd er ikke til hinder for at forvaltningsselskapet kan differensiere på annet grunnlag i enkelttilfeller, forutsatt at forvaltningsgodtgjørelsen minst dekker forvaltningsselskapets faktiske kostnader knyttet til den aktuelle andelshaver. Differensiering skal ikke skje på et usaklig grunnlag. Som usaklig grunnlag for differensiering regnes blant annet andelseiernes beholdning av andeler i øvrige fond forvaltet av forvaltningsselskapet eller andelseiernes mulige kundeforhold med selskaper i samme konsern.

§ 2. Krav til fondets vedtekter, prospekt, delårsrapporter og salgsmateriale

Bestemmelser om differensiert forvaltningsgodtgjørelse for fondet skal gå klart av fondets vedtekter, prospekt, delårsrapporter og salgsmateriale. Det skal også gå eksplisitt hvorvidt forvaltningsselskapet kan fastsette individuell forvaltningsgodtgjørelse som nevnt i § 1 tredje ledd.

§ 3. Tilleggsvilkår

Kredittilsynet kan stille nærmere vilkår til det enkelte fond for å få godkjent differensiert forvaltningsgodtgjørelse.

§ 4. Refusjon av rabatt

For å unngå at andelene i fondet skal få en ulik verdiutvikling avhengig av eierskap, skal alle andeler belastes samme ordinære forvaltningsgodtgjørelse. Eiere som i kraft av å eie et antall andeler som gir rett til rabatt, skal få sin samlede rabatt refundert fra forvaltningsselskapet.

§ 5. Ikrafttredelse

Forskriften trer i kraft straks.

Det følger av forskriften og Kredittilsynets praksis at differensieringen av forvaltningsgodtgjørelse etter forskriften skal baseres på det antall andeler den enkelte andelseier har i det aktuelle fondet. Rabatten kan bare gjøres gjeldende for de andeler andelseier har i det aktuelle intervallet, slik at kumulative rabatter ikke er mulig og heller ikke differensiering etter (historisk) kostpris. Tredje ledd i § 1 åpner for individuell godtgjørelse «på annet grunnlag i enkelttilfeller», altså unntaksvis, og gjelder bare for andelseiere med andeler i det øverste kvantumsintervallet og slik differensiering skal ikke skje på et usaklig grunnlag. Differensieringen skal skje etter objektive og kontrollerbare kriterier. En side av dette er at kriteriene skal være saklige og etterprøvbare; subjektivt baserte kriterier godtas ikke. Det er ikke et krav om at kriteriene uttømmende framgår av fondets vedtekter, men vedtektene må så langt som mulig angi hvilke kriterier som legges til grunn for enkelttilfeller og grunnlag.

Når fondet har differensiert godtgjørelse, vil fondet for det øverste kvantumsintervallet ha adgang til å ikke angi i vedtektene den prosentsats som andelene belastes. Men dersom det forhandles fram en individuell godtgjørelse, skal denne likevel være synbar. Det er dermed slik at det må inntas i vedtektene at enhver, herunder eksisterende og potensiell andelseier samt Kredittilsynet, på forespørsel har krav på å få opplyst hvilke individuelle rabatter som er gitt i forhold til antall andeler. Forvaltningsselskapet må på egnet måte opplyse om denne adgangen til å på forespørsel få slik opplysning.

I Ot.prp. nr. 98 (2000- 2001) om lov om endringer i lov om verdipapirfond uttaler departementet på side 23 flg. følgende om differensiert godtgjørelse:

Departementet viser til at Kredittilsynet mener at en ved å åpne for en differensiert forvaltningsgodtgjørelse basert på hvor mange andeler den enkelte andelseier sitter med; kan oppnå en mer kostnadsriktig prising. Departementet er enig i dette. En adgang til differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen kan riktignok vanskeliggjøre en direkte prissammenligning mellom ulike fond fordi differensieringssystemene vil kunne variere fondene imellom. Departementet legger imidlertid avgjørende vekt på at kostnadsriktig prising gjennom differensiert forvaltningsgodtgjørelse kan bidra til styrket priskonkurranse mellom forvaltningsselskapene. Departementet foreslår derfor, basert på forslaget fra Kredittilsynet, å åpne for differensiert forvaltningsgodtgjørelse, se § 6-1 første ledd, nytt tredje punktum. Forslaget innebærer et unntak fra prinsippet om at hver andel gir lik rett i fondet ved at forvaltningsselskapene skal kunne henføre en ulik andel av godtgjørelsen til hver andel.

(...)

En forutsetning for at godtgjørelsen skal kunne differensieres gjennom ulik tilordning på hver andel, må etter departementets oppfatning være at investorene på en klar og oversiktlig måte gis nødvendig informasjon om andelsverdier og forvaltningskostnader. Departementet foreslår at delsårsrapporten og prospekt for verdipapirfond skal inneholde opplysninger om forvaltningsgodtgjørelsen, se henholdsvis § 7-1 annet ledd, nytt nr. 9 og § 7-2 annet ledd, nytt nr. 7. Vedtektene skal etter forslaget angi om forvaltningsselskapet skal ha godtgjørelse fra andelseierne, og i så fall hvordan denne godtgjørelsen skal beregnes og fordeles mellom andelseierne. Det vises til forslag til § 3-3 første ledd nytt nr. 9. Det foreslås for øvrig en hjemmel til i forskrift å fastsette nærmere regler om forvaltningsgodtgjørelsen, herunder regler om beregning og offentliggjøring, se § 6-1 første ledd, nytt fjerde punktum.

(...)

Departementet legger stor vekt på at forvaltningsselskapene gir relevant og god informasjon om alle kostnader. For øvrig vises det til at det fra flere hold er anført at kostnadene som belastes andelseierne er høye i en

internasjonal sammenheng. Det må være et viktig mål for både andelseierne og den norske verdipapirfondbransjen at kostnadene ikke er høyere enn nødvendig. Relevant og god informasjon om kostnadene kan etter departementets syn bidra til å holde kostnadene nede. (Understreking er foretatt av Kredittilsynet.)

Under henvisning til at Kredittilsynet legger til grunn at forvaltningsselskap for spesialfond har behov for å differensiere godtgjørelsen utover det forskriften tillater og hensyntatt det siterte, foreslår Kredittilsynet at forskriften om differensiering skal gjelde for spesialfond. Dette likevel slik at forvaltningsselskapet kan differensiere på individuelt grunnlag for samtlige andeler i spesialfondet, og altså ikke bare for andelseiere i det øverste kvantumsintervallet. Alle andelene i et spesialfond kan dermed behandles i henhold til reglene om individuelt fastsatt godtgjørelse.

Det følger av vpfl. § 3-3 nr. 9 at et fond skal ha vedtekter som angir om forvaltningsselskapet skal ha godtgjørelse fra andelseierne, og i så fall hvordan denne godtgjørelsen skal beregnes og fordeles mellom andelseierne. Men heller ikke for spesialfond vil det være et krav om at kriteriene uttømmende framgår av fondets vedtekter. Vedtektene må imidlertid så langt som mulig angi hvilke kriterier som legges til grunn for enkelttilfeller og grunnlag.

Det at forskriften gjelder for spesialfond innebærer at de ovennevnte krav, om at differensieringen på individuelt grunnlag ikke skal skje på et usaklig grunnlag, også vil gjelde for spesialfond. Differensieringen skal dermed skje etter objektive og kontrollerbare kriterier. Selv om det også for spesialfond skal være adgang til å ikke angi i vedtektene den prosentats som andelene belastes, vil også kravet om at en individuell godtgjørelse skal være synbar gjelde for et spesialfond. Det må dermed inntas i vedtektene at enhver, herunder eksisterende og potensiell andelseier samt Kredittilsynet, på forespørsel har krav på å få opplyst hvilke individuelle rabatter som er gitt. Forvaltningsselskapet må på egnet måte opplyse om denne adgangen til å på forespørsel få slik opplysning.

Kredittilsynet viser til foreslått endring av forskriften § 1 tredje ledd for spesialfond i ny § 5 i forskriften.

8.3 Forskrift 8. juli 2002 nr. 799 om markedsføring av utenlandske verdipapirfond (markedsføringsforskriften)

Kredittilsynet foreslår enkelte endringer i markedsføringsforskriften for spesialfond, men ser det ikke som hensiktsmessig å sitere hele forskriften.

Paragrafene 1-2 og 2-2 har bestemmelser om hvilke opplysninger som skal sendes Kredittilsynet ved meldeplikt/søknad om tillatelse. Herunder skal fondets vedtekter og prospekt, eventuelt forenklet prospekt, sendes inn. Av begge bestemmelser framgår at endringer i retningslinjene for salg av verdipapirfondsandeler i Norge skal meddeles Kredittilsynet. Det står intet om at endringer i vedtekter og prospekter skal sendes inn til Kredittilsynet. Av vpfl. § 6-13 annet ledd om markedsføring av utenlandske non-UCITS-fond framgår at tilsynsmyndigheten kan sette vilkår for tillatelse etter første ledd for å sikre beskyttelsen av investorer i Norge. Det kan bl.a. settes vilkår om plikt til å gi opplysninger til investorer og myndigheter og om hvordan salg av andeler i Norge skal skje. Dette ville hjemle et vilkår om at endringer i vedtekter og prospekter skal sendes inn.

Forvaltningsselskap som har fått tillatelse etter vpfl. § 6-13 sender ofte inn endringer i vedtekter og prospekter selv om de ikke har en plikt til det. Kredittilsynet foreslår likevel at § 1-2 og § 2-2 endres slik at forvalter får en plikt til å sende endrede vedtekter og prospekter til Kredittilsynet. Det vises til forslag til nytt annet punktum i § 1-2 annet ledd og § 2-2 annet ledd.

Forskriften § 3-3 annet ledd bør endres i samsvar med hva som fastsettes for spesialfondsforvalters plikt til å beregne og kunngjøre andelsverdier i Norge. Det vises til foreslått endret vpfl. § 6-1 annet ledd og kommentarene til denne. Det vises til forslag til endret § 3-3 annet ledd.

Det vises til foreslått endring av forskriften i punkt 13.2.

9 INFORMASJON

Viktige mottakere av informasjon om fondene er i første rekke markedet for fondsandeler og andelseiere, men også Kredittilsynet, depotmottakere og kreditorer. Et sentralt formål med informasjonsplikten er investorbeskyttelse. Informasjonen til markedet bør være god og relevant slik at investorene kan foreta en investeringsbeslutning basert på et best mulig informasjonsgrunnlag. Til andelseierne bør den rapporterte informasjonen være slik at andelseierne kan kontrollere at forvaltningen er som fastsatt i vedtekter og prospekter og slik at andelseieren periodisk kan vurdere utviklingen på sin investering. Informasjon til Kredittilsynet og depotmottaker bør gjøre disse i stand til å kontrollere at forvaltningsselskapene opptrer i henhold til gjeldende regler, vedtekter og prospekter. For depotmottaker er kontrollen løpende. Et annet formål med informasjonsplikten er konkurranseaspektet. Informasjonen om de ulike verdipapirfondene bør gi grunnlag for at investorene kan sammenlikne de ulike fondene på en hensiktsmessig måte i forhold til blant annet ønsket risikonivå, avkastning, tidshorisont og kostnader. Et mer generelt formål med informasjonsplikten er tanken om at mest mulig åpenhet og gjennomsiktighet i verdipapirmarkedet bidrar til et mer forutsigbart og dermed virksomt marked.

Verdipapirfonds årsregnskap skal revideres av revisor. Det betyr at opplysningene i årsregnskapet er kontrollert av en part uavhengig av forvaltningsselskapet.

Forvaltningsselskapets plikt til å gi informasjon følger av verdipapirfondloven, forskrifter og rundskriv. Informasjon framkommer i vedtekter, prospekter, årsregnskap, årsberetning, delårsrapport og periodisk rapportering. I tillegg sendes kvartalsoppgaver til Kredittilsynet. Kredittilsynet henter også inn informasjon om forvaltningsselskapet og verdipapirfondene i forkant av og i forbindelse med stedlig tilsyn.

Det følger av «betenkning» fra Europaparlamentet datert 17. desember 2003 vedrørende «hedge funds» punkt K:

der henviser til, at hvis det skal være muligt at tiltrække AA1'er inden for EU's område, er det nødvendigt med lempeligere regulering end for konventionelle investeringsinstitutter, og at enhver sådan ordning bør snarere fokusere på tilvejebringelse af tilstrækkelig information, som investoren kan forstå, end på unødigt strenge love og bestemmelser,

Europaparlamentet har altså uttrykt at det er viktigere å fokusere på tilstrekkelig informasjon som investoren kan forstå enn unødige strenge lover og regler når det gjelder «hedge funds». (Det følger av punkt A i «betenkning» at begrepet «hedge funds» dekker flere finansielle produkter som kalles «avancerede alternative investeringsformer» (AA1)), se også punkt 5.1.1.

9.1 Gjeldende informasjonskrav og forslag til endring i informasjonskravene for spesialfond

De informasjonskrav som gjelder for UCITS-fond og nasjonale fond, vil også gjelde for spesialfond. Kredittilsynet vil i det følgende vurdere hvilke ytterligere informasjonskrav som bør stilles til spesialfond. Det vil også bli drøftet hvilke gjeldende informasjonskrav som ikke passer eller ikke er hensiktsmessig for spesialfond. Ved drøftelsen av hvilke tilleggskrav til informasjon som skal gjelde for spesialfond, og hvilke som ikke skal gjelde, er det tatt utgangspunkt i at bare profesjonelle investorer skal kunne investere i spesialfond, jf. forslag til ny vpfl. §10-1. Ved drøftelsen av informasjonskrav legges hovedvekten på hvilken informasjon som skal framkomme i vedtektene, jf. vpfl. § 3-3. Dette fordi Kredittilsynet stadfester et verdipapirfonds vedtekter.

9.1.1 Verdipapirfondets vedtekter

Informasjonskravene i vedtektene er en konsekvens av vilkårene ellers i loven. Hvilken informasjon som skal gis i et verdipapirfondets vedtekter framkommer ulike steder i verdipapirfondloven.

Kravene til informasjon i vedtektene er samlet i en bestemmelse hvor informasjonskravene er listet opp, jf. vpfl. § 3-3. Bestemmelsen er ikke uttømmende med hensyn til informasjonskrav. Andre bestemmelser har dels overlappende, og dels utfyllende krav.

Vpfl. § 3-3. Vedtektenes innhold

Et verdipapirfond skal ha vedtekter som angir:

1. verdipapirfondets og forvaltningsselskapets navn,
2. depotmottakerens navn,
3. hvorledes registreringen av andelseierne skal foregå, dersom andelsbevis ikke skal utstedes til alle andelseiere,
4. retningslinjer for plassering av verdipapirfonds midler, herunder hvorvidt midler kan plasseres i utenlandske verdipapirer, opsjoner eller terminer, og om og i så fall hvordan fondets midler i henhold til samtykke kan fravike lovens alminnelige plasseringsbestemmelser,
5. hvorvidt det skal utdeles utbytte, prinsippene for utbyttedelingen, og om det skal være adgang til utdeling av salgsgevinster,
6. grunnlaget for beregningen av verdien av andelen,
7. grunnlaget for beregningen av det tillegg til og det fradrag i verdien av andelen som kan fastsettes ved salg og innløsning av andeler,
8. grunnlaget for beregningen av den godtgjørelse som forvaltningsselskapet og depotmottakeren kan belaste verdipapirfondet,
9. om forvaltningsselskapet skal ha godtgjørelse fra andelseierne, og i så fall hvordan denne godtgjørelsen skal beregnes og fordeles mellom andelseierne,
10. hvorledes andeler skal selges og innløses,
11. når og hvorledes salgs- og innløsningskursen på andeler skal kunngjøres,
12. hvorledes rapporter, årsregnskap og årsberetning for fondet skal kunngjøres dersom de ikke skal sendes andelseierne,
13. reglene for andelseierens valg av styremedlemmer i forvaltningsselskapet, jf. § 2-6 annet og tredje ledd,
14. regler for eventuell utdeling av midler fra fondet til frivillige organisasjoner, jf. § 4-10 første ledd nr. 4, herunder opplysninger om hvem som skal tilgodeses ved utdelingen, hvor stor andel av fondets midler som skal deles ut til andre enn andelseiere, hvordan størrelsen på utdelingen skal beregnes, samt hvilken betydning slik utdeling vil ha for beregningen av den løpende innløsningsverdi på andelene,
15. om fondet kan låne ut finansielle instrumenter, jf. § 4-12,
16. formkrav som skal følges ved innløsning av andeler i fondet, herunder overfor hvem innløsningskrav kan framsettes med rettslig bindende virkning, jf. § 6-9 annet ledd,
17. innenfor hvilket tidspunkt på dagen innløsningskrav må ha kommet inn til forvaltningsselskapet for å få samme dags innløsningskurs,
18. om fondet skal motta kapitalinnskudd fra allmennheten eller om det er begrensninger med hensyn til hvem som kan tegne andeler i fondet og i så fall nærmere bestemmelser om begrensningen og
19. eventuell tidsbegrensning av adgangen til å utstede eller innløse andeler.

Kredittilsynet vil i det følgende i hovedsak begrense drøftelsen til de krav som må hensyntas som følge av at spesialfond skiller seg fra ordinære fond.

9.1.1.1 Informasjon om at det er et spesialfond

Vpfl. § 3-3 nr. 1. Vedtektenes innhold

Et verdipapirfond skal ha vedtekter som angir:

1. verdipapirfondets og forvaltningsselskapets navn,

Det følger av vpfl. § 3-3 nr. 1 at verdipapirfondets navn skal framgå av fondets vedtekter.

Kredittilsynet har i punkt 7.8 foreslått at betegnelsen spesialfond og betegnelsen venturefond skal framgå av verdipapirfondets navn, jf. § 10-4 nr. 1 om foreslått endring av vpfl. § 3-2. De foreslåtte endringer innebærer at betegnelsen spesialfond og eventuelt venturefond skal framgå av verdipapirfondets navn, og dermed også av fondets vedtekter.

9.1.1.2 Informasjon om investeringsmandatet og retningslinjer for plassering

Vpfl. § 3-3 nr. 4. Vedtektenes innhold

4. retningslinjer for plassering av verdipapirfonds midler, herunder hvorvidt midler kan plasseres i utenlandske verdipapirer, opsjoner eller terminer, og om og i så fall hvordan fondets midler i henhold til samtykke kan fravike lovens alminnelige plasseringsbestemmelser,

Fordi det er foreslått at lovens alminnelige plasseringsbestemmelser i stor grad ikke skal gjelde for spesialfond og fordi opplysninger om et spesialfonds styring av risiko er sentral informasjon og bør inntas i fondets vedtekter, har Kredittilsynet foreslått at det som erstatning for lovens alminnelige plasseringsbestemmelser må angis strategi, risikorammer og retningslinjer for hvordan risikoen skal styres. Det vises til punkt 7.4.5 og foreslått vpfl. § 3-3 nr. 4, jf. § 10-4 nr. 2. Strategi vil blant annet omfatte investeringsområde og strategi for å oppnå fondets målsetting. Det er også foreslått en forskriftshjemmel som gir departementet mulighet til å fastsette nærmere krav til spesialfonds risiko og styring av risiko, se punkt 7.4 og foreslått nytt annet ledd i vpfl. § 3-3, se § 10-5 nr. 2.

I og med at det er foreslått at lovens alminnelige plasseringsbestemmelser i stor grad ikke skal gjelde for spesialfond, blir den siste delen av nr. 4 om at det skal opplyses om hvorvidt og hvordan fondet fraviker lovens alminnelige plasseringsbestemmelser ikke aktuell for spesialfond.

Kredittilsynet foreslår altså at det skal gis informasjon i vedtektene om strategi, risikorammer og retningslinjer for hvordan fondets risiko skal styres. Det kan være hensiktsmessig at informasjonen har noen elementer av standardisering slik at fondene lettere kan sammenliknes. Det følger av irsk regelverk at det legges vekt på at informasjon som gis i prospekt til profesjonelle og kvalifiserte investorer skal være slik at den er sammenliknbar og inneholder kvantitative parametere slik at investorene kan foreta et informert investeringsvalg.

Irske tilsynsmyndigheter krever (NU Series of Notices 12.5) at prospektene for profesjonelle investorer blant annet skal inneholde:

4. The prospectus must describe the investment objectives of the scheme and this description must be comprehensive and accurate, readily comprehensible to investors and be sufficient to enable investors make an informed judgement on the investment proposed to them.
5. The prospectus must contain quantitative parameters which limit the extent of leverage which will be engaged in by the scheme and the extent to which the investments of the scheme will be concentrated in a single or narrow range of exposures. These limits should be relevant to the investment policies of the scheme. Where the scheme may employ more than one investment policy different limits may apply to each such policy.

For kvalifiserte investorer krever irske tilsynsmyndigheter (NU Series of Notices 24.4) at prospektene blant annet inneholder informasjon om:

6. The prospectus must describe the investment objectives and investment and borrowing policies of the scheme and these descriptions must be comprehensive and accurate, readily comprehensible to investors and be sufficient to enable investors make an informed judgement on the investment proposed to them. The prospectus must contain quantitative parameters on the extent of leverage which will be engaged in by the scheme.
7. The prospectus must contain a prominent risk warning which will make specific reference to the following:
 - (i) the potential for above average risk involved and
 - (ii) the suitability of this type of investment only for people who are in a position to take such a risk.

Vedtektene utgjør en del av prospektet slik at informasjon som gis i vedtektene også vil måtte gis i prospektet, jf. prospektforskriften § 3 punkt 2.2.

Det vil være en fordel at det gis informasjon om parametere som kan gi grunnlag for en effektiv konkurranse. Det kan være hensiktsmessig at det utarbeides retningslinjer for spesialfond for mer standardisert informasjon i vedtektene. Dette kan føre til at investorene lettere kan sammenlikne

vedtektene til de ulike spesialfondene og bidra til at investor kan foreta en informert investeringsbeslutning. Det vil også kunne være en fordel for forvaltningsselskap som ønsker å opprette et spesialfond. Behovet for slike retningslinjer vil bli vurdert etter at en eventuell lovendring trer i kraft.

9.1.1.3 Informasjon om verdiberegning

Vpfl. § 3-3 nr. 6. Vedtektenes innhold

Et verdipapirfond skal ha vedtekter som angir:

6. grunnlaget for beregningen av verdien av andelen,

Det følger av vpfl. § 3-3 nr. 6 at grunnlaget for beregning av verdien av andelen skal framkomme av vedtektene. Det følger av vpfl. § 6-1 tredje ledd at ved beregning av fondets verdipapirportefølje skal markedsverdien legges til grunn. Fordi spesialfond vil kunne foreta omfattende investeringer i lite likvide instrumenter, vil grunnlaget for verdiberegningen kunne være problematisk, jf. punkt 7.7. Kredittilsynet har i punkt 7.7 foreslått at verdiberegningen i spesialfond skal godkjennes av en uavhengig tredjepart.

Det følger av prospektforskriften at det i prospektet skal redegjøres for reglene for verdifastsettelsen av fondets aktiva, jf. forskriften § 3 punkt 2.8.

Kredittilsynet har foreslått i ny vpfl. § 6-1 annet ledd, se punkt 7.7, at verdiberegningen av et spesialfonds eiendeler skal foretas minimum hver måned, for venturefond minimum hver sjette måned, men at det dessuten må gjøres i forhold til kontroll av fondets risiko, beregning av forvaltningsgodtgjørelse og tidspunkt for tegning og innløsning, jf. § 10-4 nr. 8. Forskjellen i forhold til gjeldende rett er at det er foreslått at spesialfond skal ha anledning til å verddivurdere andelenes sjeldnere enn UCITS-fond og øvrige nasjonale fond.

Fordi dette er viktig informasjon, foreslår Kredittilsynet at dette skal framgå av vedtektene. Kredittilsynet foreslår dermed at det skal framgå av et spesialfonds vedtekter at verdiberegningen skal godkjennes av en uavhengig tredjepart og hvor ofte verdiberegningen skal foretas, jf. ny vpfl. § 6-1 femte ledd i § 10-4 nr. 8.

9.1.1.4 Informasjon om at bare profesjonelle investorer kan tegne andeler

Vpfl. § 3-3 nr. 18. Vedtektenes innhold

Et verdipapirfond skal ha vedtekter som angir:

18. om fondet skal motta kapitalinnskudd fra allmennheten eller om det er begrensninger med hensyn til hvem som kan tegne andeler i fondet og i så fall nærmere bestemmelser om begrensningen og

Spesialfond skal ikke motta kapitalinnskudd fra allmennheten. Kun profesjonelle investorer kan tegne andeler i spesialfond, jf. foreslått ny vpfl. § 10-1 første ledd. Spesialfond skal dermed i sine vedtekter ha opplysninger om at kun profesjonelle investorer kan tegne andeler i fondet. En definisjon av profesjonelle investorer er inntatt i ny vpfl. § 10-2. Denne definisjonen må således inntas i spesialfonds vedtekter som «nærmere bestemmelser om begrensningen».

Bestemmelsen, slik den lyder i dag, vil få anvendelse på spesialfond. Kredittilsynet foreslår ingen endringer.

9.1.1.5 Informasjon i vedtektene om lukking

Vpfl. § 3-3 nr. 19. Vedtektenes innhold

Et verdipapirfond skal ha vedtekter som angir:

19. eventuell tidsbegrensning av adgangen til å utstede eller innløse andeler.

Verdipapirfond, og også spesialfond, må ha bestemmelser i vedtektene om tidsbegrensning av når fondet er åpent for utstedelse av andeler og tidsbegrensning av når fondet er åpent for innløsning.

Bestemmelsen vil få anvendelse på spesialfond. Kredittilsynet foreslår ingen endringer.

9.1.1.6 Rapportering til andelseierne av brudd

Det er viktig at andelseier får informasjon om vesentlige brudd på strategi, risikorammer og styring av risikoen.

Kredittilsynet foreslår at forvaltningsselskapet skal ha plikt til å rapportere på egnert måte til andelseierne om vesentlige brudd på strategi, risikorammer og styring av risikoen. Det vises til foreslått nytt tredje ledd i vpfl. § 6-3, jf. § 10-5 nr. 5.

9.1.1.7 Opplysningskrav for fond med særskilt plasseringsstrategi og lukkede fond mv.

Vpfl. § 7-3 første ledd. *Opplysningskrav for fond med særskilt plasseringsstrategi og lukkede fond mv.* Verdipapirfond som har samtykke til å fravike lovens alminnelige plasseringsbestemmelser etter § 4-5 åttende ledd, § 4-6 femte ledd, § 4-8 tiende ledd eller § 4-9 fjerde ledd eller som kan plassere kapitalinnskudd i finansielle instrumenter omfattet av forskrift fastsatt i medhold av § 4-5 første ledd nr. 6, skal i fondets vedtekter og prospekt betegnes som verdipapirfond med særskilt plasseringsstrategi. Prospektet skal presisere de avvik som er gjort fra lovens alminnelige plasseringsbestemmelser.

Vpfl. § 7-3 første ledd er ikke anvendelig for spesialfond. Det er foreslått at spesialfond skal betegnes som sådan i vedtektene. For spesialfond er det heller ikke aktuelt å angi avvik fra lovens plasseringsbestemmelser fordi disse er erstattet av andre krav, jf. forslag til ny vpfl. § 3-3 nr. 4 for spesialfond i § 10-4 nr. 2.

Kredittilsynet foreslår dermed at vpfl. § 7-3 første ledd ikke skal gjelde for spesialfond, jf. § 10-3 nr. 6.

Vpfl. § 7-3 annet ledd. *Opplysningskrav for fond med særskilt plasseringsstrategi og lukkede fond mv.* Verdipapirfond som har samtykke til å utstede andeler i en begrenset tidsperiode etter § 6-7 annet punktum skal i fondets vedtekter og prospekt betegnes som verdipapirfond med lukket inngang. Verdipapirfond som har samtykke til å innløse andeler i en begrenset tidsperiode etter § 6-9 åttende ledd skal i fondets vedtekter og prospekt betegnes som verdipapirfond med lukket utgang. Verdipapirfond som har samtykke både etter § 6-7 annet punktum og etter § 6-9 åttende ledd 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 minst opplyses om tegnings- og/eller innløsningsperioden, hva som er formålet med ordningen og hva ordningen innebærer for andelseierne.

Se også kommentarer til vpfl. § 3-3 nr. 19.

I og med at det er foreslått at vpfl. §§ 6-7 og 6-9 åttende ledd ikke skal gjelde for spesialfond og spesialfond ikke skal søke Kredittilsynet om samtykke, må vpfl. § 7-3 annet ledd justeres i samsvar med dette, jf. forslag til ny vpfl. § 7-3 annet ledd, se § 10-4 nr. 10. Kredittilsynet foreslår at nest siste og siste punktum i vpfl. § 7-3 annet ledd ikke gjøres gjeldende for spesialfond. Dette er allerede dekket i vedtektene og vedtektene skal inngå som en del av prospekt.

Vpfl. § 7-3 tredje ledd. *Opplysningskrav for fond med særskilt plasseringsstrategi og lukkede fond mv.* Verdipapirfond som i samsvar med § 3-3 første ledd nr. 18 har vedtektsfastsatte begrensninger med hensyn til hvem som kan tegne andeler i fondet skal i fondets vedtekter og prospekt betegnes som verdipapirfond med begrenset krets av innskytere. I prospektet skal det redegjøres særskilt for begrensningen. Det skal minst opplyses hva som er formålet med begrensningen og hvem som kan tegne andeler i fondet.

Se kommentarer til vpfl. § 3-3 første ledd nr. 18.

Spesialfond skal i samsvar med vpfl. § 3-3 første ledd nr. 18 ha slike vedtektsfastsatte begrensninger med hensyn til hvem som kan tegne andeler i fondet, jf. at bare profesjonelle investorer kan tegne andeler. Et spesialfond skal dermed i fondets vedtekter og prospekt betegnes som verdipapirfond med begrenset krets av innskytere.

Kredittilsynet foreslår at nest siste og siste punktum i vpfl. § 7-3 tredje ledd ikke skal gjelde for spesialfond. Dette er allerede dekket i vedtektene og vedtektene skal inngå som en del av prospektet. Det vises til ny vpfl. § 7-3 tredje i § 10-4 nr. 11.

9.1.2 Kunngjøring av andelsverdi

Kunngjøring, det vil si offentliggjøring av andelsverdi, må ikke nødvendigvis gjøres like ofte som fondet verdiberegnes. For at investor skal kunne ta en informert beslutning om tegning eller innløsning, må verdiberegningen kunngjøres i forbindelse med tidspunkter for tegning og innløsning. Kunngjøring bare på disse tidspunktene kan imidlertid være for sjelden til at investor skal kunne ta en tilstrekkelig informert beslutning. Investors valg av tidspunkt for tegning og innløsning må antas å henge sammen med fondets faktiske verdiutvikling (historisk) og investors forventning om framtidig verdiutvikling. En slik vurdering er avhengig av at fondets andelsverdi kunngjøres med jevne mellomrom.

For venturefond vil ukentlig kunngjøring, slik vpfl. § 6-1 annet ledd krever, åpenbart kunne være et problem. Liten likviditet kan bety at den framtidige forventningen ikke gjenspeiler seg i verdien løpende, men bare når spesielle begivenheter inntreffer.

Kredittilsynet foreslår at kunngjøring av andelsverdien må foretas minimum hver måned, og for venturefond minimum hver sjette måned, dog slik at kunngjøring må foretas på de tidspunkter fondets vedtekter fastsetter tegning og innløsning.

Det vises til forslag til vpfl. § 6-1 fjerde ledd i § 10-4 nr. 8.

9.1.3 Årsregnskap, årsberetning og delårsrapporter

Innen fire måneder fra regnskapsårets utgang skal et forvaltningsselskap gi informasjon om årsregnskap og årsberetning, jf. vpfl. § 7-1. Det skal gis rapport om verdipapirfondet minst hver sjette måned og senest innen en måned etter utløpet av rapportperioden. Årets siste rapport skal avgis innen utgangen av februar. Rapporten skal minst inneholde en spesifisering av fondets verdipapirbeholdning med angivelse av verdipapirenes art, utsteders navn, antall aksjer, tegningsretter og lignende, pålydende på obligasjoner mv., verdi av hver enkelt post, de børser eller markeder verdipapirene omsettes på og kostpris. Bankinnskudd og gjeld skal angis. Det skal opplyses om antall utstedte andeler og verdien med fradrag av innløsningskostnader. Det skal opplyses om de samlede forpliktelser som følger av verdipapirfondets transaksjoner i rapporteringsperioden og avkastning og forvaltningsgodtgjørelse i rapporteringsperioden. Årsregnskapet, årsberetningen og rapportene skal sendes samtlige andelseiere og være allment tilgjengelig kostnadsfritt hos blant annet forvaltningsselskapet og depotmottaker.

9.1.3.1 Forskrift om årsregnskap for verdipapirfond

Av forskrift 28. mai 1999 nr. 654 om årsregnskap m.m. for verdipapirfond følger blant annet at det i årsberetningen skal redegjøres for finansiell risiko knyttet til virksomheten i regnskapsåret, risikostyring og organisering av risikostyring. Det skal gis informasjon om andelens verdiutvikling i perioden og denne skal særskilt kommenteres i forhold til risikoprofilen (§ 2-2 nr. 2 og 3).

Noteopplysninger skal omfatte prinsippene for fastsettelse av virkelig verdi og om virkelig verdi bygger på observerbare markedsverdier eller er beregnet på annen måte (§ 5-2 nr. 2).

Bruk av finansielle derivater skal beskrives og det skal redegjøres for spesielle risikofaktorer ved disse. Opplysninger om nominelt beløp og virkelig verdi ved årsslutt skal angis. Dersom nominelt beløp ikke er representativt for aktiviteten, skal gjennomsnittlig nominelt beløp for året oppgis. Virkningen av motregning etter vphl. kapittel 10 skal framkomme. Det skal redegjøres for definisjon av nominelt beløp (§ 5-6).

Omløpshastigheten på fondets verdipapirportefølje skal oppgis med en beskrivelse av beregningsmetode. Årets transaksjonskostnader skal spesifiseres (§ 5-7).

9.1.3.2 Årsregnskap, årsberetning og delårsrapporter for spesialfond

Det følger av punkt 9.1.3 at verdipapirfonds plasseringer blir offentlige gjennom årsregnskap og delårsrapporter og innen hvilke frister disse skal utarbeides. Det er vanskelig for investor å gjøre en kvalifisert antakelse om framtidig verdiutvikling uten å kjenne fondets plasseringer. Noen «hedgefond»-forvaltere ønsker nødig å vise fondets plasseringer. Begrunnelsen er at det gjør det mulig for andre aktører å spekulere mot fondet eller å etterligne plasseringene. Forvaltere av fond i fond-«hedgefond» poengter gjerne dette momentet i markedsføringen. De hevder å kunne kontrollere «hedgefond» bedre enn de fleste andre investorer.

Det framgår av punkt 5.2.4 at svenske fond må offentliggjøre sine plasseringer i halvårsregnskap. Dessuten blir fondenes plasseringer offentliggjort kvartalsvis på Finansinspektionens hjemmesider. Det er visse muligheter for unntak. I Norge er det ikke tilsvarende kvartalsvis offentliggjøring, jf. ovenfor. Hensynet til gjennomsiktighet tilsier en ikke for sjelden offentliggjøring av plasseringene. Det foreslås ingen endringer.

Forskrift om årsregnskap for verdipapirfond § 5-6 første ledd om finansielle derivater lyder:

Det skal gis en beskrivelse av de finansielle derivatene som er benyttet gjennom året. Det skal redegjøres for spesielle risikofaktorer som er knyttet til de enkelte typer av finansielle derivater.

Kredittilsynet har foreslått at vpfl. § 4-11 ikke skal gjelde for spesialfond for så vidt gjelder lån og salg av finansielle instrumenter fondet ikke eier, jf punkt 7.3.3. Kredittilsynet mener at informasjon knyttet til lån og shortsalg er viktig informasjon på samme måte som informasjon om risikofaktorene knyttet til derivater. Kredittilsynet foreslår at det inntas en tilleggsbestemmelse for spesialfond i forskrift om årsregnskap som omfatter beskrivelse av salg av finansielle instrumenter fondet ikke eier og lån på samme måte som for informasjon om finansielle derivater.

Lån og salg av finansielle instrumenter fondet ikke eier som har vært foretatt gjennom året må beskrives. Kredittilsynet foreslår også at det skal redegjøres for risikofaktorer knyttet til slike lån og shortsalg, jf. forslag til ny § 5-14 under punkt 13.6 om forslag til endring av forskrift om årsregnskap for verdipapirfond.

9.1.4 Fullstendig og forenklet prospekt

Det følger av vpfl. § 7-2 at forvaltningsselskapet skal påse at det utarbeides fullstendig og forenklet prospekt for hvert verdipapirfond det forvalter. Prospektene skal inneholde den informasjon som kreves for å kunne foreta en velbegrunnet bedømmelse av fondet og risikoen forbundet med investeringen i fondet. Prospektet skal være allment tilgjengelig hos forvaltningsselskapet, depotmottaker og foretak som kan selge andeler, jf. vpfl. § 6-8. Ved endringer av betydning for andelstegnere og andelseiere skal prospektet oppdateres.

Det fullstendige prospektet skal ifølge vpfl. § 7-2 inneholde en tydelig og lettfattelig forklaring av fondets risikoprofil. I vpfl. § 7-2 er det dessuten opplistet hva et fullstendig prospekt minst skal inneholde.

Det forenklete prospektet skal ifølge vpfl. § 7-2 utformes på en slik måte at det er lett forståelig for den gjennomsnittlige investor. Det skal inneholde et sammendrag av opplysninger som skal framgå av fullstendig prospekt. Forenklet prospekt skal tilbys andelstegner kostnadsfritt før kontraktsinngåelse og fullstendig prospekt etter forespørsel.

9.1.4.1 Forskrift om prospekt for verdipapirfond

Av forskrift 28. juli 1994 nr. 750 om prospekt for verdipapirfond § 3 om fullstendig prospekt punkt 2.2 og 2.9 følger at vedtektene skal inntas i prospektet i tillegg til en beskrivelse av fondets investeringsmål, herunder de finansielle mål som økning av kapital eller inntekt, av investeringspolitikken, herunder spesialisering innen bestemte geografiske områder eller næringssektorer, av begrensninger i investeringspolitikken samt opplysninger om metoder og hjelpemidler eller lånefullmakter som kan benyttes i forvaltningen av fondet og en angivelse av hvilke kategorier fondets midler kan plassere i.

Det skal opplyses om fondet kan plassere i derivater og omfang, formål og virkning på fondets risikoprofil. Informasjonen skal være tilstrekkelig til at investor kan vurdere hvordan bruken av derivater kan påvirke fondets forventede avkastning og risiko. Det skal framgå hvordan fondets totale eksponering knyttet til derivater beregnes. Fond som kan øke risikoen ved bruk av derivatstrategier skal inkludere en advarsel om at derivatinvesteringer er risikofylte. Dersom det forventes at fondets portefølje vil ha høy volatilitet, skal det angis.

Det forenklete prospekt skal ha en mer kortfattet informasjon om tilsvarende opplysninger, jf. forskriften § 3a punkt 2.2 og 2.2.1.

9.1.4.1.1 Forslag til endringer prospektforskriften

Det er foreslått at vpfl. § 7-3 første ledd ikke får anvendelse på spesialfond. Det er dessuten foreslått endringer i vpfl. § 7-3 annet og tredje ledd for spesialfond, jf. punkt 9.1.1.7.

Det følger av vpfl. § 7-2 fjerde ledd at det forenklete prospekt skal utformes på en slik måte at det er lett forståelig for den gjennomsnittlige investor. Begrunnelsen for forenklet prospekt er også at det skal forenkle sammenlikningen mellom banksparing og andre investeringsalternativer for den alminnelige investor.

Kredittilsynet legger til grunn at den profesjonelle investor ikke har samme behov for et forenklet prospekt som den gjennomsnittlige investor.

Kredittilsynet foreslår at § 3a og § 3b om forenklet prospekt ikke gjøres gjeldende for spesialfond, jf. foreslått ny § 7 i punkt 13.4 om forslag til endring av prospektforskriften.

Kredittilsynet legger til grunn at navnet på personer som forvalter spesialfond kan være av stor betydning for investorer og kan være avgjørende for investeringsvalget. Derfor bør navnet på forvalter opplyses. Kredittilsynet foreslår derfor en bestemmelse om dette. På det tidspunktet skifte av forvalter foretas bør alle andelseiere informeres på en egnet måte om skiftet.

Kredittilsynet foreslår at det stilles krav til at navnet på personer som forvalter spesialfondet framgår av prospektet, jf. foreslått ny § 7 om nytt punkt 4.3 i § 3 i punkt 13.4 om forslag til endring av prospektforskriften. Kredittilsynet ber om høringsinstansenes synspunkter.

9.1.5 Forskrift om forvaltningsselskaps periodiske rapportering

Det følger av forskrift 13. august 2003 nr. 1045 om forvaltningsselskapers periodiske rapportering § 1 at forskriften gjelder plikten til å gi tilstrekkelig og skriftlig etterfølgende informasjon om andelseiers beholdning i fondet. Av § 2 følger at forvaltningsselskapet skal påse at den enkelte andelseier får skriftlig informasjon om andelseiernes beholdning av andeler i fondet, verdien av denne ved utløpet av perioden og den enkelte andelseiers avkastning i perioden og inneværende år. Kostnadene en andel har blitt belastet i perioden skal oppgis og verdipapirfondets avkastning siste halvår, og hvert enkelt år siste ti år eller siden fondets oppstart. Informasjonen skal ifølge § 3 oversendes den enkelte andelseier hvert halvår innen en måned etter periodens utløp.

9.1.5.1 Forslag til endring i forskrift om periodisk rapportering

Forskrift om periodisk rapportering er blant annet hjemlet i verdipapirfondloven § 6-3 annet ledd, som lyder:

Andelseierne skal periodevis få skriftlig informasjon om sin beholdning av andeler i fondet og verdien av denne, verdiutviklingen på én andel i perioden og inneværende år samt avkastningen for andelseier i perioden og inneværende år. Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om slik rapportering, herunder fastsette krav til hvor hyppig slik rapportering skal skje.

Det følger av forskriften om periodisk rapportering § 1 at informasjonen skal gis samlet slik at andelseier på en enkel måte blir i stand til å sammenlikne sparing i verdipapirfond med andre sparealternativer. Kredittilsynet ser ikke behovet for samme grad av forenkling av den løpende informasjonen til profesjonelle investorer. Det følger av vpfl. § 6-3 annet ledd at andelseierne skal få periodisk rapportering. Bestemmelsen vil også gjelde for spesialfond. Det følger dessuten av vpfl. § 7-1 første ledd nr. 2 at forvaltningsselskapet skal sende en rapport om verdipapirfondet til andelseierne minimum hver sjette måned. Det følger av vpfl. § 7-1 hva rapporten minst skal inneholde. Etter Kredittilsynets oppfatning er krav til periodisk rapportering etter vpfl. § 6-3 annet ledd og krav til rapport etter vpfl. § 7-1 tilstrekkelig. Periodisk rapportering til den profesjonelle investor etter forskriften vil dermed være overflødig.

Kredittilsynet foreslår dermed at forskrift om forvaltningsselskapers periodiske rapportering ikke får anvendelse for spesialfond, jf. foreslått ny § 5 i punkt 13.5 om forslag til endring av forskrift om forvaltningsselskapers periodiske rapportering.

9.1.6 Løpende rapportering til Kredittilsynet

Kredittilsynet mottar kvartalsvis informasjon om forvaltningsselskapene og fondene, jf. Kredittilsynets rundskriv 11/2004 om ny kvartalsoppgave med veiledning for forvaltningsselskap for verdipapirfond. Kvartalsoppgaven innhentes med hjemmel i lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel mv. (kredittilsynsloven) § 4 nr. 3, jf. § 1 nr. 13. Kredittilsynet mottar informasjon om forvaltningsselskapet, om fondenes plasseringer og eventuelle innrapporterte overskridelser.

Kvartalsoppgaven om forvaltningsselskapet inneholder opplysninger om hvem som er ansatt, om det er nye aksjonærer, resultatregnskapet og egenkapital. Kredittilsynet mottar også informasjon om ansvarlig kapital slik at Kredittilsynet kan kontrollere at kapitalkravet til forvaltningsselskapet er overholdt, jf. vpfl. § 2-3. Det skal framgå om tilsynsmyndigheten har gitt samtykke til at fondene samlet kan eie mer enn ti prosent av aksjekapitalen eller den stemmeberettigende kapitalen, jf. vpfl. § 4-9 annet ledd.

I oppgaven som sendes inn på hvert av fondene er det opplysninger om blant annet fondstype - eksempelvis om det er rentefond eller aksjefond - forvaltningskapital i fondet, transaksjonsvolum, antall andelseiere, opplysninger om plasseringer i underfond, om det kan investeres i derivater, om

plasseringen i fondet har vært i henhold til verdipapirfondloven og vedtekter. Dersom det har vært brudd på plasseringsbestemmelsene, skal det opplyses om hvilken bestemmelse det har vært brudd på, bruddets omfang og varigheten av bruddet.

Kredittilsynet benytter kvartalsoppgavene blant annet til å kontrollere at plasseringsbestemmelser som fondene er underlagt overholdes. Informasjonen benyttes også for å vurdere om det skal foretas stedlig tilsyn i foretaket. Informasjon om forvaltningskapital og andelseiere i de ulike fondene benyttes også i pressemelding om fondene og forvaltningsselskapene som Kredittilsynet offentliggjør kvartalsvis.

Det følger dessuten av vpfl. § 8-2 hva forvaltningsselskapene plikter å gi Kredittilsynet innsyn i og hvilke opplysninger de plikter å gi når Kredittilsynet krever det. Tilsvarende gjelder for depotmottaker.

Av kredittilsynsloven § 1 nr. 16, jf. vpfl. § 8-2 følger at Kredittilsynet har tilsyn med at verdipapirfondsforvaltningen foregår i samsvar med verdipapirfondloven og med vedtektene for de enkelte fond. Kredittilsynet har således løpende tilsyn med forvaltningsselskapene og verdipapirfondsforvaltningen.

9.1.6.1 Informasjon i kvartalsoppgaven for spesialfond

Det er foreslått at spesialfondene ikke underlegges verdipapirfondlovens krav til risikospredning og plasseringsbestemmelser, jf. foreslått ny § 10-3 og § 10-4. Det er foreslått at spesialfondene isteden skal angi strategi, risikorammer og retningslinjer for hvordan risikoen styres, jf. ny vpfl. § 3-3 nr. 4 i § 10-4 nr. 2. Kredittilsynet ser det som viktig informasjon til Kredittilsynet at spesialfondene rapporterer om eventuelle brudd på risikorammer, omfanget og årsaken til bruddet, samt at foretaket skal vurdere om det er behov for å iverksette tiltak, herunder innføre rutiner for å hindre at bruddene gjentar seg.

Kredittilsynet har foreslått at vpfl. § 4-11 ikke skal gjelde for spesialfond for så vidt gjelder lån og salg av finansielle instrumenter fondet ikke eier, jf. punkt 7.3.3 og foreslått ny § 10-4 nr. 5. Det er dessuten foreslått at derivatforskriften § 2 første ledd ikke får anvendelse på spesialfond, se forslag til endring av derivatforskriften punkt 13.1. Også brudd på spesialfondets fastsatte rammer for lån, shortsalg og total eksponering knyttet til derivater bør rapporteres i kvartalsoppgaven til Kredittilsynet.

Også spesialfond skal dermed sende inn kvartalsoppgave til Kredittilsynet, slik Kredittilsynet ser det. Informasjonen som skal gis om forvaltningsselskapet etter gjeldende kvartalsoppgave bør antagelig gjelde i sin helhet for forvaltningsselskap for spesialfond. Informasjonen som skal gis etter gjeldende kvartalsoppgave for hvert av fondene må imidlertid tilpasses spesialfond. Nye informasjonskrav må inntas, jf. ovenfor, og noen informasjonskrav må tas ut slik at det blir en hensiktsmessig rapport til Kredittilsynet. Kredittilsynet vil vurdere hva det er hensiktsmessig at forvaltningsselskapene skal rapportere om spesialfond til Kredittilsynet etter at en lovendring eventuelt trer i kraft.

Det vises dessuten til at forvaltningsselskapet umiddelbart skal rapportere vesentlige brudd på overholdelse av strategi, risikorammer og styring av risiko, jf. vpfl. § 8-2 tredje ledd om at foretaket straks skal gi melding til tilsynsmyndigheten blant annet dersom det inntreffer andre forhold som kan innebære stor risiko knyttet til driften av foretaket.

Kredittilsynet har foreslått en utvidet kontrolloppgave for depotmottaker når det gjelder kontroll av overholdelse av strategi, risikorammer og hvordan risikoen styres, jf. drøftelse i punkt 7.10.1.7 og foreslått ny § 10-5 nr. 3.

Kredittilsynet har dessuten foreslått at depotmottaker skal påse at forvaltningsselskapet umiddelbart rapporterer vesentlige brudd til tilsynsmyndigheten, jf. forslag til nytt fjerde ledd i § 5-3 i § 10-5 nr. 3 om tilleggsbestemmelser.

10 KOMMENTARER TIL ENKELTE BESTEMMELSER SOM IKKE FORESLÅS ENDRET

10.1 Verdipapirfondloven

Kredittilsynet finner det hensiktsmessig å drøfte enkelte bestemmelser i verdipapirfondloven selv om det konkluderes med ikke å foreslå endring for spesialfond.

De bestemmelser det etter Kredittilsynets oppfatning er klart at det ikke kreves endringer i nevnes ikke.

10.1.1 Kapittel 2. Organisering av verdipapirfondsforvaltning

Vpfl. § 2-2. *Vilkår for å få tillatelse til å drive verdipapirfondsforvaltning*

Følgende krav må være oppfylt før tillatelse kan gis:

1. Den som faktisk leder virksomheten skal ha relevant erfaring fra markeder for finansielle instrumenter. I tillegg skal daglig leder og eventuelt annen person som faktisk leder virksomheten ha ført en hederligandel og under sitt virke i handelen med finansielle instrumenter ha opptrådt i samsvar med god forretningsskikk.
2. Selskapet skal ha forretningskontor og hovedkontor i Norge.
Tilsynsmyndigheten kan gi nærmere regler for godkjenning av ledelsen i et forvaltningsselskap.
Søknad om tillatelse etter § 2-1 kan avslås dersom et medlem av selskapets styre ikke oppfyller nødvendige krav til hederligandel og erfaring. Søknad om tillatelse etter § 2-1 kan også avslås dersom aksjeeier med betydelig eierandel i selskapet ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av selskapet.
Departementet kan i forskrift gi regler om krav til styremedlemmenes uavhengighet,andel og erfaring.

Det vises også til vpfl. § 8-2 fjerde ledd om at forvaltningsselskap skal opplyse tilsynsmyndigheten om skifte av ledere og styremedlemmer som nevnt i vpfl. § 2-2 første ledd nr. 1 og 2 og tredje ledd. Dessuten vises til derivatforskriften § 5 første ledd annet punktum om at forvaltningsselskapet til enhver tid skal besitte kompetanse som står i forhold til den risiko som ligger i selskapets derivathandel.

Kredittilsynet antar at dette er tilstrekkelige hjemler til - på det tidspunkt tillatelse gis og på tidspunkt for godkjenning av nye ledere og styremedlemmer - å stille krav til at daglig leder, faktisk leder og styreleder har relevant erfaring og kompetanse fra markeder for spesialfond og at innehaver av betydelig eierandel er egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av forvaltningsselskap for spesialfond. Kredittilsynet antar dessuten at dette er tilstrekkelige hjemler til - ved stadfestelse av vedtekter til hvert enkelt spesialfond - å sikre at forvaltningsselskapet besitter kompetanse til å forvalte nettopp den type spesialfond det søkes om.

Vpfl. § 2-2a. *Søknad om tillatelse*

I søknad om tillatelse skal det opplyses hvilke av tjenestene i § 2-1 annet og fjerde ledd foretaket skal yte og andre opplysninger av betydning for vurdering av om tillatelse skal gis. Søknaden skal inneholde opplysninger som viser at de lovbestemte krav til forvaltningsselskap, fond og depotmottaker er oppfylt. Departementet kan be om ytterligere opplysninger.

Forvaltningsselskapet skal vedlegge driftsplan, interne rutiner for organisering som nevnt i § 4-1 og vedtekter for forvaltningsselskap og fond.

Tillatelse kan bare gis etter samråd med myndighetene i vedkommende EØS-stat dersom søkeren er:

1. datterforetak av verdipapirforetak, kredittinstitusjon, forvaltningsselskap for verdipapirfond eller forsikringsselskap med tillatelse i en annen EØS-stat,
2. datterforetak av et morselskap for foretak som nevnt i nr. 1 med tillatelse i en annen EØS-stat, eller
3. kontrollert av de samme fysiske eller juridiske personer som kontrollerer et foretak som nevnt i nr. 1 med tillatelse i en annen medlemsstat.

Vedtaket om tillatelse skal meddeles søker snarest mulig og senest seks måneder etter at søknaden ble mottatt. Dersom søknaden ikke inneholder de opplysninger som er nødvendig for å avgjøre om tillatelse skal gis, regnes fristen fra det tidspunkt slike opplysninger ble mottatt.

Forvaltningsselskapet kan starte sin virksomhet umiddelbart etter at tillatelse er gitt.

For spesialfond blir det særlig viktig å framlegge slike andre opplysninger av betydning for vurdering av om tillatelse skal gis. Kredittilsynet legger til grunn at det ikke er behov for endringer i bestemmelsen for selskap som skal forvalte spesialfond. Når det gjelder krav til depotmottaker, foreslår Kredittilsynet at det skal stilles ekstra krav til depotmottaker for spesialfond, jf. punkt 7.

Vpfl. § 2-3. Ansvarlig kapital

Forvaltningsselskap skal ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig i forhold til virksomhetens art og omfang. Forvaltningsselskap skal ved oppstart og til enhver tid ha en ansvarlig kapital på et beløp i norske kroner som minst svarer til 125.000 euro.

Departementet kan gi nærmere regler for hva som skal anses som ansvarlig kapital, samt stille ytterligere krav om ansvarlig kapital.

Når det gjelder annet ledd, vises til forskrift 18. februar 2004 nr. 428 om krav til og beregning av startkapital og ansvarlig kapital for forvaltningsselskap for verdipapirfond.

Det kan spørres om forvaltningsselskap som forvalter spesialfond bør ha høyere ansvarlig kapital enn forvaltningsselskap som forvalter vanlige verdipapirfond. De særskilte risikoer i spesialfond kan øke risikoen for at fondet ikke kan gjøre opp sine løpende forpliktelser og går konkurs. Andelseierne vil imidlertid ikke være ansvarlig for fondets forpliktelser utover andelsinnskuddet, jf. vpfl. § 3-1 siste ledd. Heller ikke forvaltningsselskapet vil være ansvarlig for fondets forpliktelser. Forvaltningsselskapet kan imidlertid bli saksøkt for dårlig forvaltning, jf. vpfl. § 8-1. Nedenfor drøftes enkelte særskilte risikoer i spesialfond som slike forvaltningsselskap må håndtere og som eventuelt kan være opphav til erstatningskrav.

Det er blant annet foreslått at reglene om shortsalg, lån, begrensninger på verdipapirfonds eksponering knyttet til derivater, reglene med krav om likviditet, diversifisering og valutaderivater kun til sikring ikke skal gjelde for spesialfond. Disse forslagene innebærer at spesialfond kan få svært høy risiko.

Dersom et spesialfond for eksempel *utsteder derivater*, vil en norsk oppgjørssentral eller det norske verdipapirforetaket det handles gjennom sørge for at spesialfondet stiller betryggende sikkerhet for sine forpliktelser. Oppgjørssentralen skal påse at sentralen har tilstrekkelig sikkerhet for oppfyllelse av de avtaler sentralen trer inn som part i eller på annen måte garanterer for oppfyllelse av, jf. vphl. § 6-4. Ved formidling av handel i derivater skal verdipapirforetak påse at foretaket har betryggende sikkerhet for oppfyllelse av sine forpliktelser, jf. vphl. § 9-5. Kredittilsynet kjenner ikke til om det vil være tilsvarende krav i utenlandsk regelverk. Dersom det handles gjennom norsk eller utenlandsk oppgjørssentral, skal verdipapirforetaket ifølge vphl. § 9-5 annet ledd påse at kunden stiller minst den samme sikkerheten som oppgjørssentralen krever. Videre pekes på at i den grad det *tas opp pengelån*, antar Kredittilsynet at det i utgangspunktet vil bli krevd sikkerhet for slike lån. Når det gjelder norske bankers kredittgivning, er bankers kredittgivning ivare tatt i eget regelverk. Dersom «prime broker» benyttes, vil denne ha egne sikkerhetsforanstaltninger, se punkt 7.10.1.6. Etter gjeldende regelverk antar dermed Kredittilsynet at det i utgangspunktet vil bli krevd sikkerhetsstillelse av spesialfondet ved utstedelse av derivater og ved pengelån. Regelverket for norske bankers kredittgivning søker å ivareta at spesialfondet ikke «låner til langt over pipa».

Formidling av *shortsalg* gjennom verdipapirforetak regulert av verdipapirhandelloven er regulert i vphl. § 8-7 og det stilles krav om at kunden skal ha tilgang til de finansielle instrumentene og at foretaket er sikret rettidig levering på avtaletidspunktet. Kredittilsynet kjenner ikke til om det ved spesialfonds shortsalg av finansielle instrumenter formidlet av verdipapirforetak som ikke er regulert av norsk verdipapirhandellov vil være tilsvarende regler knyttet til leveringen. Ved udekket shortsalg vil et spesialfond utsette seg for både markedsrisiko (risikoen for å måtte kjøpe finansielle instrumenter til en høyere pris enn de skal leveres til) og eventuelt leveringsrisiko (risiko for ikke å kunne levere underliggende på oppgjørstidspunktet). Det vil dessuten være slik at tapspotensialet ved udekket shortsalg er ubegrenset fordi det i prinsippet ikke er en øvre grense for hvor høyt en

kurs kan stige. Leveringsplikten vil ofte bli dekket gjennom verdipapirlån. Av vpfl. § 8-8 framgår at ved formidling av avtaler om lån av finansielle instrumenter skal verdipapirforetaket påse at det stilles betryggende sikkerhet for lånet og sikkerheten skal minst tilsvare instrumentenes markedsverdi til enhver tid med tillegg av en marginsikkerhet. Kredittilsynet kjenner ikke til om det ved spesialfonds lån av finansielle instrumenter formidlet av verdipapirforetak som ikke er regulert av norsk verdipapirhandellov vil være tilsvarende regler knyttet til sikkerhetsstillelse for tilbakeleveringsplikten, men ved lån av finansielle instrumenter benyttes gjerne standard rammeavtaler som OSLA-avtalen (Overseas Securities Lender's Agreement) mv. hvor det er krav om sikkerhet. Dersom leveringsplikten ikke dekkes, kan fondet få et erstatningskrav. Kredittilsynet foreslår i ny vpfl. § 3-3 nr. 4 at et spesialfond i sine vedtekter skal angi strategi, risikorammer og retningslinjer for hvordan risikoen skal styres. Et spesialfond vil kunne dekke inn et udekket shortsalg i form av kjøp av det finansielle instrumentet eller i form av derivater på shortsalgstidspunktet eller på et senere tidspunkt hvor markedsrisikoen er blitt for høy. Forvaltningsselskapet for spesialfondet skal dermed styre risikoen i fondet.

Øvrige risikoer i spesialfond kan være *motpartrisiko* ved plassering i obligasjoner og sertifikater og risiko knyttet til lånefinansiering og sikkerhetsstillelse. Når det gjelder *lånefinansierte plasseringer*, er problemet at ved en belånt investering, vil fondet fortsatt være debitor for det lån som et tatt opp selv om verdien på den kjøpte plassering er sunket til null. Ved en ikke lånefinansiert plassering derimot, vil fondet kun sitte med en kjøpt plassering med en verdi som er sunket til null. *Sikkerhetsstillelse* utgjør et problem i de tilfelle sikkerhetsstillelsen medfører at fondet får et usikret krav på tilbakelevering på sikkerhetshaver. Dette problemet vil ikke oppstå dersom sikkerhetsstillelsen stilles i form av pantsettelse, jf. at fondet da fortsatt vil være eier av den sikkerhet som er stilt. Problemet vil imidlertid oppstå – eventuelt som et nettokrav etter at motregning er foretatt – dersom sikkerhet stilles i form av overdragelse av eiendomsrett, jf. lov 26. mars 2004 nr. 17 om finansiell sikkerhetsstillelse §§ 3 og 4.

Dersom spesialfondet ikke har midler til å stille marginsikkerhet, vil de nødvendige posisjoner – både i derivater, i verdipapirlån og eventuelt i pengelån – bli stengt eller mislighold erklært. Spesialfondets forvaltningskapital vil dermed sette en grense for et spesialfonds eksponering.

I derivatforskriften § 3 er det krav til motpart og til likviditet for unoterte derivater, se punkt 8.1.

Kredittilsynet foreslår i punkt 8.1 at *motparts kravene* i derivatforskriften skal endres noe for spesialfonds handel med unoterte derivater. Men spesialfonds motpart ved handel i unoterte derivater vil være en enhet under betryggende tilsyn. Deres rutiner og rammer for kredittvurdering og sikkerhetsstillelse må antas å redusere risikoen for konkurs i et spesialfond.

Det er foreslått i punkt 7.10.1.7 at depotmottaker løpende skal ha plikt til å kontrollere overholdelse av strategi, risikorammer og hvordan risikoen styres og påse at eventuelle brudd blir rettet opp. Dersom fondet tar risiko utover det angitte, skal altså dette bli fanget opp av depotmottaker.

Som nevnt under punkt 5.3, er det i Danmark slik at hedgeforeninger må ha en formue på minst DKK 25 millioner, mens investeringforeninger og spesialforeninger må ha minst DKK 10 millioner. Men i Danmark er jo fondene annerledes organisert, med organisering i foreningsform hvor hver andelseier er medlem og eier en del av foreningen tilsvarende verdien av sin andel.

Det følger allerede av vpfl. § 2-3 at forvaltningsselskap skal ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig i forhold til virksomhetens art og omfang. Dersom et forvaltningsselskap er forvaltningsselskap for mange spesialfond med høy risiko og det skulle vise seg å være et behov for å øke den ansvarlige kapitalen, er det allerede i dag hjemmel for å kreve høyere ansvarlig kapital enn 125.000 Euro. Kredittilsynet kan ikke se tungtveiende grunner til å øke kravet til ansvarlig kapital og anser kravet i vpfl. § 2-3 og forskriften tilstrekkelig. Det foreslås dermed ingen økning av

ansvarlig kapital for forvaltningsselskap som forvalter spesialfond. Dersom det skulle vise seg at forskriftens krav ikke er tilstrekkelig for alle eller visse spesialfond, kan forskriften endres.

For ordens skyld nevnes at for forvaltningsselskap som har tillatelse etter vpfl. § 2-1 annet ledd til å drive aktiv forvaltning som beskrevet i vphl. § 1-2 første ledd nr. 3 gjelder også vphl. §§ 8-9 og 8-10 om startkapital og kapitaldekningskrav.

Vpfl. § 2-6. Styre og daglig leder

Forvaltningsselskapets styre skal ha minst fem medlemmer.

Andelseierne i de verdipapirfond som selskapet forvalter, velger minst en tredjedel av styrets medlemmer. Valgene skjer på valgmøter som innkalles og gjennomføres etter regler som fastsettes i forvaltningsselskapets vedtekter. På valgmøtene gir hver andel en stemme. En andelseier kan stemme ved fullmektig. Vedtektene kan fastsette regler som avgrenser det antall stemmer som en møtedeltaker kan avgi.

De styremedlemmer som ikke velges av andelseierne, velges av forvaltningsselskapets generalforsamling. Disse styremedlemmer utgjør selskapets styre inntil valg er foretatt på første valgmøte som kan avholdes i samsvar med regler som nevnt i foregående ledd.

Styrets medlemmer har en funksjonstid på to år. Av dem som er valgt ved første valg, går for hver gruppe minst halvdel ut etter loddtrekning ved neste valg og deretter hvert år den eller de som har fungert lengst.

For begge grupper styremedlemmer velges minst halvparten så mange varamedlemmer. Varamedlemmenes funksjonstid er to år.

Et forvaltningsselskap skal ha en daglig leder.

Kredittilsynet legger til grunn at det samme skal gjelde for selskap som skal forvalte spesialfond. Man kunne tenke seg at det skulle være egne andelseiervalgte styremedlemmer for spesialfond, fordi forvaltning av spesialfond krever særlig innsikt. Kredittilsynet foreslår imidlertid ikke særlige regler for spesialfond her.

Vpfl. § 2-7. Samtykke til å overta forvaltningen av verdipapirfond - virksomhetsbegrensning - vedtekter og virksomhet i annen EØS-stat

Et forvaltningsselskap kan ikke overta forvaltningen av et verdipapirfond uten samtykke av tilsynsmyndigheten. Samtykke gis særskilt for hvert verdipapirfond. Det kreves skriftlig samtykke av tilsynsmyndigheten for at et verdipapirfond skal kunne omfatte midler som nevnt i skatteloven § 16-11.

Samtykke skal nektes dersom vilkårene etter loven ikke er oppfylt eller forvaltningsselskapet ikke anses skikket til å ivareta andelseiernes interesser på en forsvarlig måte. Departementet kan i forskrift gjøre unntak fra denne lov §§ 4-6, 4-8 og 4-9 for verdipapirfond som faller inn under overgangsregler til skatteloven §§ 14-40 til 14-48 om avregning av negativ saldo, jf. lov 20. juli 1991 nr. 54.

Et forvaltningsselskap kan ikke drive annen virksomhet enn virksomhet som nevnt i § 2-1. Tilsynsmyndigheten kan samtykke i at forvaltningsselskapet utøver virksomhet som har tilknytning til verdipapirfondsforvaltningen. Departementet kan gi forskrift om forvaltningsselskapers adgang til å drive virksomhet som har tilknytning til verdipapirfondsforvaltning. Departementet kan videre gi forskrift om forvaltningsselskapers bruk av oppdragstakere, herunder regler om ansvar, tilsyn, taushetsplikt og informasjon til andelseierne.

Forvaltningsselskapets vedtekter skal godkjennes av tilsynsmyndigheten og kan ikke endres uten slik godkjenning.

Kredittilsynet legger til grunn at det ikke er behov for endringer når det gjelder overtakelse av forvaltningen av spesialfond og heller ikke når det gjelder virksomhetsbegrensning for forvaltningsselskap som forvalter spesialfond. Se også kommentarer til vpfl. §§ 3-4 og 4-13 første ledd.

Paragraf 2-7 hjemler også forskrift 8. juli 2002 nr. 798 om forskrift om forvaltningsselskaper for verdipapirfonds bruk av oppdragstakere (utkontraktering).

Vpfl. § 2-8. Pålegg om retting

Tilsynsmyndigheten kan gi forvaltningsselskap for verdipapirfond pålegg om retting dersom selskapet ikke har overholdt sine plikter i henhold til bestemmelse gitt i eller i medhold av lov, eller har handlet i strid med konsesjonsvilkår. Det samme gjelder dersom institusjonens organer ikke har overholdt selskapets eller fondenes vedtekter, eller egne interne retningslinjer fastsatt etter bestemmelser gitt i eller i medhold av lov. Pålegg kan også gis for å hindre framtidig handlemåte som vil være i strid med første og annet punktum.

Tilsynsmyndigheten kan gi forvaltningsselskap for verdipapirfond pålegg om retting dersom selskapets ledelse eller styre ikke løpende oppfyller kravene til hederlig vandel og erfaring som fastsatt i eller i medhold av § 2-2 første ledd nr. 1 og fjerde ledd.

Første og annet ledd gjelder tilsvarende dersom Kredittilsynet underrettes av tilsynsmyndigheter i annen EØS-stat om at et norsk forvaltningsselskap for verdipapirfond har overtrådt regler som gjelder for foretakets virksomhet i vedkommende land. Kredittilsynet skal i tilfelle underrette vedkommende myndighet om hvilke pålegg som blir gitt.

Dersom en aksjeeier ikke har gitt melding til tilsynsmyndigheten etter § 2-4 første og annet ledd eller har ervervet aksjer i strid med disse bestemmelsene, kan tilsynsmyndigheten gi pålegg om at stemmerettighetene til aksjene ikke kan utøves.

Kredittilsynet legger til grunn at det kan gis pålegg om retting dersom det blant annet er klart at fondenes vedtekter, herunder fondets risiko, eller interne retningslinjer ikke er overholdt.

Kredittilsynet ser ikke noe behov for endringer i bestemmelsen.

Vpfl. § 2-8a Melding om virksomhet i annen EØS-stat

Forvaltningsselskap som ønsker å utøve virksomhet i annen EØS-stat, skal gi tilsynsmyndigheten melding om dette. Meldeplikten omfatter også de tilfeller hvor forvaltningsselskapet ønsker å delegerer til tredjeperson markedsføring i annen EØS-stat av fond selskapet forvalter.

Meldingen skal inneholde følgende opplysninger:

1. hvor forvaltningsselskapet har til hensikt å utøve virksomhet, og
2. en virksomhetsplan der det særlig angis hvilke tjenester som skal ytes.

Melding om etablering av filial skal i tillegg inneholde følgende opplysninger:

1. hvordan filialen skal være organisert,
2. adresse i vertsstaten der dokumenter kan innhentes, og
3. navnene på de personer som utgjør filialens ledelse.

Ved melding om utøvelse av virksomhet direkte fra forretningssted i Norge skal tilsynsmyndigheten innen én måned etter at den har mottatt meldingen, oversende den til vedkommende myndigheter i vertsstaten og underrette forvaltningsselskapet om dette. Forvaltningsselskapet kan fra dette tidspunkt yte de aktuelle tjenester i vertsstaten.

Ved melding om etablering av filial i annen EØS-stat skal tilsynsmyndigheten innen tre måneder etter at den har mottatt meldingen, oversende den til vedkommende myndigheter i vertsstaten og underrette forvaltningsselskapet om dette. Tilsynsmyndigheten skal også oversende opplysninger om eventuelle erstatningsordninger som har til formål å verne filialens kunder. Så snart vertsstatens myndigheter har gitt opplysninger om de vilkår som skal gjelde for forvaltningsselskapet, herunder reglene om god forretningsskikk, kan filialen etableres og starte sin virksomhet. Tilsvarende gjelder dersom det ikke er mottatt noen opplysninger fra vertsstatens myndigheter innen to måneder etter at de har mottatt melding fra tilsynsmyndigheten.

Oversendelse til vertsstatens myndigheter etter femte ledd skal ikke foretas dersom tilsynsmyndigheten har grunn til å betvile at forvaltningsselskapets administrative organisering eller økonomiske stilling er god nok, tatt i betraktning den virksomhet som er planlagt. Tilsynsmyndighetens beslutning skal i tilfelle begrunnes overfor forvaltningsselskapet innen tre måneder etter at tilsynsmyndigheten har mottatt alle opplysninger i saken.

Ved endring av opplysninger gitt etter første til tredje ledd skal forvaltningsselskapet gi skriftlig melding om dette til tilsynsmyndigheten og vedkommende myndigheter i vertsstaten før endringen foretas. Der det er etablert filial i annen EØS-stat, skal melding gis minst en måned før endring foretas.

Tilsynsmyndigheten skal underrette vertsstatens myndigheter dersom det foretas endringer i opplysninger som er gitt om eventuelle erstatningsordninger som har til formål å verne filialens kunder.

Bestemmelsen regulerer norsk forvaltningsselskaps melding om virksomhet i annen EØS-stat. Kredittilsynet legger til grunn at det ikke er behov for endringer for forvaltningsselskap som forvalter spesialfond. I hvilken grad spesialfondet kan markedsføres i vedkommende EØS-stat, avgjøres av det regelverk som svarer til vpfl. § 6-13 i vedkommende EØS-stat.

Vpfl. § 2-9 Tilbakekall og bortfall av tillatelse

Tillatelse etter § 2-1 første ledd faller bort dersom forvaltningsselskapet kommer under konkurs- eller offentlig akkordforhandling.

Tilsynsmyndigheten kan kalle tilbake tillatelse til å drive verdipapirfondsforvaltning dersom forvaltningsselskapet:

1. ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å drive verdipapirfondsforvaltning i mer enn seks måneder,
2. har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,
3. ikke lenger oppfyller de vilkår som ble stilt for tillatelsen,

4. foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov,
5. gjør seg skyldig i mislige forhold som gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser, eller
6. ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av § 2-8.

Når tillatelse etter § 2-1 bortfaller eller blir kalt tilbake, skal verdipapirfond som selskapet forvalter avvikles eller overføres til annet forvaltningsselskap etter regler fastsatt av departementet.

Dersom tillatelsen til et forvaltningsselskap for verdipapirfond som driver virksomhet i en annen EØS-stat bortfaller eller blir kalt tilbake, skal vedkommende myndigheter i vertsstaten underrettes.

Kredittilsynet antar at det ikke er behov for særlige regler for tilbakekall av tillatelse etter vpfl. § 2-9 og at dette er tilstrekkelig dersom spesialfond forvaltningsselskapet forvalter for eksempel i tilstrekkelig grad bryter de retningslinjer som er angitt i vedtektene for hvordan risikoen skal styres.

Vpfl. § 2-10. Krav til tillits- og tjenestemenn i forvaltningsselskap

Styremedlem som velges av andelseierne, kan ikke være aksjonær eller tillits- eller tjenestemann i forvaltningsselskap eller hos depotmottaker.

For tillits- og tjenestemenns handel for egen regning med finansielle instrumenter gjelder lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel §§ 2a-1 til 2a-7.

Tjenestemenn, tillitsmenn og andre personer med bestemmende innflytelse i forvaltningsselskap har taushetsplikt om det de under sin virksomhet får kjennskap til om andres forhold med mindre noe annet er særskilt bestemt i lov eller forskrifter gitt med hjemmel i lov. Taushetsplikten omfatter også enhver som utfører arbeid, oppdrag eller tillitsverv for forvaltningsselskapet, selv om vedkommende ikke er ansatt i selskapet.

For tillits- og tjenestemenns handel for egen regning med finansielle instrumenter gjelder altså vphl. §§ 2a-1 til 2a-7. Ansatte i forvaltningsselskaper har adgang til å kjøpe andeler i fond som forvaltes av arbeidsgiverforetaket. Det er ikke bindingstid på ervervede andeler i verdipapirfond, jf. vphl. § 2a-2 første ledd.

Om dette heter det i Ot.prp. nr. 98 (2000-2001) om lov om endringer i lov om verdipapirfond mv. side 20:

Når det gjelder spørsmålet om ansatte i forvaltningsselskaper skal kunne kjøpe andeler i egne fond, vil departementet for det første vise til at de ansatte har en særskilt mulighet til å skaffe seg informasjon om verdien på andelene før denne kunngjøres. Dette gir en viss mulighet til urettmessig personlig vinning ved at den ansatte kan kjøpe eller løse inn til forrige kunngjorte pris (arbitrasje). Dette kan avhjelpest med krav om bindingstid. Som påpekt av Banklovkommisjonen vil ikke bindingstid løse alle spørsmål. På den annen side vil det også kunne være uheldige virkninger av et forbud mot at de ansatte i forvaltningsselskapet eier andeler i "egne" fond. Departementet anser videre at mulighet for plassering i egne fond kan gi de ansatte positive insentiver til å gjøre en god jobb for fondet og at det kan gi økt tillit til forvaltningen blant andelseierne om også forvalterne eier andeler. Departementet legger til grunn at forvaltningsselskapene vil sørge for at arbitrasje som nevnt vil bli utelukket av interne regler og internkontroll, jf. de bestemmelser som foreslås om dette. Etter en helhetsvurdering av de forhold som er nevnt over foreslår departementet etter dette at forbudet i verdipapirhandelloven § 2a-3 første ledd oppheves.

Etter verdipapirhandelloven § 2a-2 fjerde ledd kan ansatte ikke kjøpe finansielle instrumenter av arbeidsgiverforetaket eller selge finansielle instrumenter til arbeidsgiverforetaket. Handleforbudet gjelder også mellom ansatte og verdipapirfond forvaltet av arbeidsgiverforetaket. Men forbudet gjelder altså ikke erverk av andeler i fond som forvaltes av arbeidsgiverforetaket.

Det er heller ikke noe i veien for at en forvalter som forvaltningsselskapet har utkontraktert forvaltningen til kjøper andeler i fond som vedkommende forvalter.

Det er vanlig, og også ofte et krav, at forvaltere av spesialfond plasserer i fond de forvalter. Dette skal sikre at forvalter skal være opptatt av å redusere muligheten for å tape egne innskudd, og ikke bare av høy avkastning for å få høy godtgjørelse. I punkt 6.4 har Kredittilsynet foreslått at forvaltere av spesialfond skal anses som profesjonelle investorer dersom de har bedt om å bli behandlet som profesjonell investor. Dette vil omfatte forvaltere ansatt i forvaltningsselskapet og forvaltere i kraft av utkontraktering. I punkt 7.5.1.5 er drøftet men avvist lukking av fond (inngang og utgang) der

lukkingstidspunktene ikke kan fastsettes ved fondets etablering. Slike fond måtte i så fall hatt regler, herunder varslingsregler, som sikret lik informasjon til andelseiere og potensielle tegnere i perioden før lukking og eventuelt vikepliktregler for forvalter som kunne ha hindret at ikke bare dem med ekstra informasjon benytter sjansen og kommer seg ut av fondet eller får tegnet seg før lukkingen skjer. Kredittilsynet viser til de foreslåtte regler i ny vpfl. § 6-1 annet og fjerde ledd, se § 10-4 nr. 8, om verdiberegning og kunngjøring, vpfl. § 4-6 om god forretningsskikk og til informasjonskrav i vedtekter og prospekt om lukking (inngang og/eller utgang) mv. Kredittilsynet legger dessuten til grunn at forvaltningsselskaper for spesialfond vil sørge for at arbitrasje fra forvaltere vil bli utelukket av interne regler og internkontroll. Slike regler og internkontroll er også noe Kredittilsynet vil gjennomgå under stedlig tilsyn hos forvaltningsselskaper for spesialfond. Kredittilsynet foreslår dermed ikke noen endring av bestemmelsen for spesialfond eller for tillits- og tjenestemenn i spesialfond.

10.1.2 Kapittel 3. Verdipapirfond

Vpfl. § 3-4. Fastsetting av vedtektene

Verdipapirfondets vedtekter fastsettes av styret i det forvaltningsselskap som skal forvalte fondet. Vedtektene skal stadfestes av tilsynsmyndigheten. Før slik stadfesting foreligger, kan det ikke selges andeler i verdipapirfondet eller kjøpes verdipapirer til fondet.

Beslutning om endringer i verdipapirfondets vedtekter er bare gyldig dersom et flertall av de styremedlemmer som er valgt av andelseierne har stemt for den. Endringer i vedtektene må godkjennes av tilsynsmyndigheten. Godkjenning kan bare gis når endringen antas å være i andelseiernes interesse. Endringene trer ikke i kraft før tre uker etter at endringene er kunngjort. Tilsynsmyndigheten fastsetter hvorledes kunngjøringen skal foregå og kan fastsette en kortere frist for ikrafttreden av endringene.

10.1.2.1 Stadfestelse av vedtekter

Når det gjelder Kredittilsynets stadfestelse av vedtekter, vises til Ot.prp. nr. 68 (1980-81) om lov om aksjefond mv. hvor det på side 20 som merknad til vpfl. § 3-4 heter:

Tilsynsmyndigheten skal påse at vedtektene har det innhold som er foreskrevet i § 3-3 og at de forøvrig er i samsvar med lov. Stadfesting av vedtekter må ikke kunne oppfattes som noen form for garanti mot tap. Tilsynsmyndighetene skal derfor ikke vurdere om vedtektene er hensiktsmessige. Bare dersom vedtektene har bestemmelser som innebærer åpenbare urimeligheter overfor andelseierne, bør stadfestelse kunne nektes på skjønnsmessig grunnlag.

Som det framgår av sitatet, kan vedtekter ikke nektes stadfestet av Kredittilsynet etter et fritt forvaltningsskjønn, bare etter et lovbundet skjønn. En stadfestelse innebærer ikke en godkjenning av innholdet som sådan bare en stillingtaken til om lovens vilkår er oppfylt.

Spesialfonds vedtekter skal stadfestes av Kredittilsynet på vanlig måte. Lovens alminnelige plasseringsregler etc. er foreslått erstattet med at spesialfond positivt skal angi i vedtektene strategi, risikorammer og retningslinjer for hvordan risikoen skal styres, se foreslått endret vpfl. § 3-3 nr. 4. Stadfestelsen av vedtekter til spesialfond vil dermed avvike noe i forhold til stadfestelse av vedtekter for ordinære fond. Forslaget i vpfl. § 3-3 nr. 4 er med hensikt utformet meget generelt. Det foreslås dessuten en forskriftshjemmel som gir departementet mulighet til å fastsette nærmere krav til spesialfonds risiko og styring av risiko. Forslaget innebærer at Kredittilsynet må gjøre en konkret vurdering ved stadfestelse av vedtektene for hvert enkelt spesialfond.

10.1.2.2 Godkjenning av endringer i vedtekter

Paragraf 3-4 gir Kredittilsynet formell kompetanse når det gjelder endringer i vedtektene. Bak bestemmelsen ligger den faktiske omstendighet at det i forvaltningsforholdet er en iboende interessemotsetning mellom forvaltningsselskapet og andelseierne i fondet. I motsetning til investorer i aksjeselskaps-«hedgefond» med aksjonærrettigheter, har ikke norsk verdipapirfondlov etablert organer for fondene med kompetanse til å bestemme blant annet vedtektsendringer. Men det

følger av vpfl. § 3-4 at beslutning om endringer i verdipapirfondets vedtekter bare er gyldig dersom et flertall av de styremedlemmer som er valgt av andelseierne i forvaltningsselskapets styre har stemt for den. Når det gjelder betingelsene for godkjenning av endringer i vedtektene, kan det være slik at andelseiere i spesialfond ikke sitter i forvaltningsselskapets styre som andelseiervalgte styremedlemmer og ikke får ivaretatt sine interesser, jf. ovenfor om vpfl. § 2-6. Uansett vil det heller ikke i slike fond alltid være entydig hva som er i andelseiernes interesser. Andelseiere som misliker et vedtak vil uansett ha muligheten til å trekke seg ut av fondet før endringen settes i verk, jf. bestemmelsen i vpfl. § 3-4 om at endringene ikke trer i kraft før tre uker etter at endringene er kunngjort.

Som alternativ til at Kredittilsynet skal godkjenne endringer, kunne man tenke seg krav om aksept fra en viss andel av andelseiere – eventuelt slik at manglende protest ble betraktet som aksept – for eksempel $\frac{3}{4}$ av andelseierne. Man kunne også tenke seg at vedtektene skulle angi om vedtektene kan forandres og i så fall hva slags endringer som kan bli aktuelle og hvordan prosedyrene skal være, eventuelt slik at de ikke kan endres før om et visst antall år osv.

Det er bare endringen som skal vurderes ved en søknad om vedtektsendring, sett hen til at andelseierne har tegnet seg i et fond med visse formelle egenskaper og visse hovedkarakteristika. Det er opp til forvaltningsselskapet å begrunne hvorfor endringen antas å være i andelseiernes interesse. Herunder kan man tenke seg at forvaltningsselskapet må framlegge spesialistuttalelse for Kredittilsynet hvor omsøkt endring blir vurdert. I spesialfond vil det sannsynligvis være færre andelseiere enn i fond for allmennheten, slik at det vil kunne være praktisk mulig å innhente samtykke fra samtlige andelseiere på endringer som virkelig er i deres interesse.

Eventuell endring av vedtektene vil dreie seg om endring av bestemmelser som andelseierne har tegnet andeler på grunnlag av og i tillit til. Også for spesialfond må utgangspunktet være at det ikke er åpning for endringer i vedtektene som ikke antas å være i andelseiernes interesser, for eksempel slik at endringen åpenbart ikke er i alles interesser, men i flertallets interesser. Det vises til at noe av poenget med regulering av spesialfond under verdipapirfondloven, skal være at verdipapirfondloven tilbyr et ferdig utarbeidet regelverk som skal ivareta andelseiernes interesser slik at andelseierne får et allerede utarbeidet standardisert sett av regler som vil gjelde for alle fond som etableres under verdipapirfondloven, jf. punkt 3.5.

Kredittilsynet foreslår at gjeldende betingelser skal gjelde for endring av vedtekter for spesialfond og foreslår ikke endring av vpfl. § 3-4 annet ledd for spesialfond.

10.1.3 Kapittel 4. Verdipapirfondsforvaltning

Vpfl. § 4-1. Organisering av virksomheten

Forvaltningsselskapet skal innrette sin virksomhet slik at selskapet:

1. har gode administrasjons- og regnskapsrutiner, kontroll- og sikkerhetsordninger, herunder stillingsinstruks som særskilt regulerer ansvarsfordelingen mellom daglig leder og andre ledere av virksomheten,
2. har tilfredsstillende interne kontrollmetoder, som bl.a. omfatter regler for personlige transaksjoner som foretas av selskapets ansatte, samt regler for ivaretagelse av de regler som følger av lov, forskrift og vedtekter for fondene.

Forvaltningsselskapet skal ha interne instruksjoner for de ansattes adgang til å være medlem av styre, bedriftsforsamling eller representantskap eller ha slik innflytelse som nevnt i aksjeloven eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd i selskapet. Slike instruksjoner skal også omfatte styremedlemmer som har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd.

Selskapet skal ha interne instruksjoner for taushetsplikt etter § 2-10, herunder utveksling av informasjon mellom ulike deler av virksomheten.

Styret og daglig leder skal utarbeide interne retningslinjer og instruksjoner i samsvar med første til tredje ledd.

Departementet kan i forskrift fastsette utfyllende regler om organisering av forvaltningsselskapets virksomhet, herunder forvaltningsselskapenes interne retningslinjer og instruksjoner.

Vpfl. 4-2. God forretningskikk

Forvaltningsselskap for verdipapirfond skal utøve sin virksomhet i samsvar med de vilkår som er satt for tillatelsen, øvrige bestemmelser som gjelder utøvelsen av dets virksomhet, herunder forvaltningsselskapets og fondenes vedtekter, samt god forretningskikk.

Forvaltningsselskapet skal herunder påse at fondenes og andelseiernes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte ved at det:

1. opptre ryddig og korrekt i utøvelsen av sin virksomhet,
2. utviser den nødvendige kompetanse, omhu og interesse i sin opptreden,
3. har og effektivt benytter de ressurser og de framgangsmåter som er nødvendig for å kunne utøve virksomheten på en god måte,
4. bestreber seg på å unngå interessekonflikter ved bl.a. å sørge for at andelseiers og fondenes interesser går foran forvaltningsselskapets, samt at enkelte fond eller andelseiere ikke usaklig tilgodeses på bekostning av andre fond eller andelseiere.

Selskap med tillatelse etter § 2-1 annet ledd kan ikke plassere kundens midler i fond forvaltet av selskapet, med mindre kunden har gitt skriftlig samtykke til dette.

Denne paragraf gjelder tilsvarende for selskapets ansatte og tillitsvalgte og for personer og selskap som har slik innflytelse over forvaltningsselskapet som nevnt i aksjeloven og allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd.

Bestemmelsen er utformet etter mønster av verdipapirhandelloven §§ 9-1 og 9-2. Det er i disse reglene ikke satt absolutte skranker for virksomheten, men mer generelle krav til gode interne rutiner og overholdelse av god forretningskikk. Kredittilsynet ser ingen argumenter for at forvaltningsselskap ved forvaltning av spesialfond har behov for egne regler om organisering av virksomheten og god forretningskikk. Det er særlig for disse forvaltningsselskaper viktig at andelseierne vet hvilke krav som stilles til selskapene, jf. at det er langt færre krav til plassering etc. Innholdet i god forretningskikk vil imidlertid måtte avspeile at spesialfond kun vil ha profesjonelle investorer som andelseiere, enten disse er profesjonelle per definisjon eller har bedt om å bli behandlet som profesjonell. Se for øvrig punkt 7.11.1.5 om profesjonsansvar knyttet til salg av spesialfond.

Vpfl. § 4-1 er drøftet under punkt 7.7.1 i forbindelse med verdiberegning av andelsverdier. Det følger av bestemmelsen at forvaltningsselskapet skal ha interne rutiner for verddivurdering av fondenes beholdninger av finansielle instrumenter. Rutinene må også sikre at det i ettertid kan dokumenteres hvordan verdiberegningen er foretatt. Forvaltningsselskapets rutiner for verdiberegning av fondenes finansielle instrumenter og etterlevelse av denne er noe Kredittilsynet gjennomgår på stedlig tilsyn. I punkt 7.7.1.4 er konkludert med at vpfl. §§ 4-1 og 4-2, sammenholdt med forskrift 20. juni 1997 nr. 1057 om klargjøring av kontrollansvar, dokumentasjon og bekreftelse av den interne kontroll og vpfl. § 8-2 om tilsyn, er tilstrekkelig og at det dermed ikke er behov for utarbeiding av særskilte regler om konkrete metoder for verdiberegning. Dette dog slik at Kredittilsynet under tvil er kommet til at det for spesialfond skal stilles krav om at verdiberegningen skal godkjennes av en uavhengig tredjepart, se forslag til ny vpfl. § 6-1 tredje ledd i ny § 10-4 nr. 8.

Vpfl. § 4-3. Plikt til å angi navn ved rettshandel for verdipapirfond

Forvaltningsselskapet skal ved rettshandel for verdipapirfond angi navnet på det verdipapirfond som rettshandelen gjelder.

Bestemmelsen skal sikre at det ved rettshandelen er klart for hvilket fond handelen gjøres, slik at det ikke i etterkant skjer en lovstridig forfordeling mellom fondene. Svensk lov om investeringsfonder har tilsvarende bestemmelse i 4. kapittel § 2. Kredittilsynet er kjent med at forvaltningsselskapene oppfatter bestemmelsen som problematisk og at bestemmelsen i brev 27. januar 2004 til Finansdepartementet fra Verdipapirfondenes Forening er foreslått opphevet. Herunder er det vist til at vpfl. § 4-2, og særlig annet ledd nr. 4, fullt ut anses å dekke de forhold vpfl. § 4-3 skal ivareta og videre at en streng fortolkning av bestemmelsen kan gi utilsiktede negative konsekvenser, herunder at identiske ordre for ulike fond kan bli utført til forskjellig pris eller at en eller flere av ordrene ikke blir utført fullt ut. Kredittilsynet har under arbeid en mulig endring av bestemmelsen, men er ikke kjent med at det for forvaltningsselskap for spesialfond vil foreligge

særlige problemer knyttet til bestemmelsen utover dem som generelt gjelder, og foreslår derfor ingen endringer.

Vpfl. § 4-7. Priser ved kjøp og salg for verdipapirfondets regning

Dersom det ikke foreligger særlige forhold, skal det for verdipapirfondets regning ikke kjøpes finansielle instrumenter til priser over markedsverdi eller selges til priser under en slik verdi.

Kredittilsynet ser ingen grunner til at det skal være anledning for spesialfond til å fravike denne bestemmelsen. Når det gjelder problemer knyttet til det å finne fram til markedsverdien, vises til drøftelsen om verdiberegninger i punkt 7.7.

Vpfl. § 4-8a. Indeksfond

Et verdipapirfonds plasseringer i aksjer og obligasjoner utstedt av samme selskap kan uavhengig av de grenser som følger av § 4-9, utgjøre inntil 20 prosent av fondets eiendeler når følgende betingelser er oppfylt:

1. det går av fondets vedtekter at investeringene skal etterligne sammensetningen av en bestemt aksje- eller obligasjonsindeks,
2. indeksens sammensetning er tilstrekkelig diversifisert,
3. indeksen representerer et passende sammenligningsgrunnlag for det marked som indeksen refererer til, og
4. indeksen offentliggjøres på en tilfredsstillende måte.

Den fastsatte grense i første ledd kan forhøyes til 35 prosent for så vidt gjelder plasseringer i ett selskap når det er påkrevet av hensyn til spesielle markedsforhold.

Kredittilsynet ser ikke grunner for endrede regler for spesialfond her.

Vpfl. § 4-10. Utbetaling av verdipapirfondets midler

Forvaltningsselskapet kan bare beslutte å anvise verdipapirfondets midler til utbetaling for følgende formål:

1. kjøp av finansielle instrumenter for fondet,
2. plassering i bankinnskudd,
3. utdeling til andelseierne,
4. utdeling til frivillige organisasjoner som har et nasjonalt omfang og som oppfyller vilkårene i skatteloven § 6-50 første ledd og annet ledd annet punktum.
5. innløsning av andeler,
6. dekning av forvaltningsselskapets og depotmottakerens godtgjørelser,
7. betaling av eventuelle skatter som ilegges fondet samt avdrag og renter på mulig låneopptak etter § 4-9 annet ledd.

Med godkjenning av tilsynsmyndigheten kan forvaltningsselskapet anvise midler til utbetaling for andre formål enn nevnt i første ledd nr. 1-7.

Kredittilsynet har fått opplyst at enkelte «hedgefond» deler ut investert kapital eller avkastning, for eksempel dersom forvaltningsselskapet mener investeringsmulighetene i den strategi som benyttes for fondet er oppbrukt. Kredittilsynet kjenner ikke til at slik tvungen utdeling har vært benyttet i vanlige verdipapirfond, men antar at i vpfl. § 4-10 første ledd nr. 3 vil gi tilstrekkelig hjemmel. Det må dessuten være tatt tilstrekkelig forbehold om rett til slik utdeling i vedtektene.

Kredittilsynet ser ingen grunner til at spesialfond skal ha egne regler. Det vises for øvrig til ny § 10-2 i.f. om forholdet til minstebeløpet på 500 000 kroner.

Vpfl. § 4-12. Utlån av finansielle instrumenter

Departementet kan gi forskrifter om verdipapirfonds adgang til å låne ut finansielle instrumenter. Utlån av finansielle instrumenter kan bare skje gjennom medvirkning av verdipapirforetak eller oppgjørssentral.

Forskrift om fonds adgang til utlån er gitt ved *forskrift 6. januar 2003 nr. 9 om verdipapirfonds utlån av finansielle instrumenter*. Formålet med utlånet skal være å få høyere risikojustert avkastning. Utlånsavtaler kan bare inngås med verdipapirforetak eller oppgjørssentral og verdipapirforetak kan ikke låne for egen regning. Avtaler om utlån med utenlandske foretak kan inngås etter tillatelse fra Kredittilsynet. Det er ikke anledning til å låne ut mer enn 5 prosent av fondets eiendeler til samme mellommann mv.

Kredittilsynet kjenner ikke til om spesialfond kan ha særskilte behov for utlån og om vpfl. § 4-12 og forskriften i så fall vil skape særlige problemer. Kredittilsynet antar at det i så fall særlig vil være forskriftens krav til motpart som skaper problemer, men ber høringsinstansene om å komme med innspill på dette punkt. Det foreslås ikke egne regler her for spesialfond.

Vpfl. 7-4. Språk

Opplysninger og informasjon som skal gis til investorer eller myndigheter etter bestemmelser i eller i medhold av denne lov skal gis på norsk med mindre departementet i forskrift eller tilsynsmyndigheten ved enkeltvedtak bestemmer noe annet.

Kredittilsynet har i sin praksis lagt til grunn at interessene til norske investorer ivaretas i tilstrekkelig grad ved at dokumentasjon fondene plikter å oversende gis på svensk og dansk. Dessuten har det vært godtatt at fond som gjennom sin markedsføringsplan viser at salget kun skal skje én til én mot profesjonelle investorer og fond med minste tegningsbeløp på minst fem millioner kroner gir dokumentasjonen på engelsk. Selv om Kredittilsynet legger til grunn at andelseiere i spesialfond, som kun kan tegnes av profesjonelle investorer, ikke behøver den beskyttelse det er å få opplysninger og informasjon på norsk, foreslås likevel at vpfl. § 7-4 skal gjelde for spesialfond. Det vises til at spesialfond skal være regulert av norsk verdipapirfondlov og således må relatere seg til en norsk lovtekst, med norsk begrepsbruk. Ved Kredittilsynets stadfestelse av spesialfondsvedtekter er det viktig å sikre at de begreper som benyttes i vedtektene har et meningsinnhold som stemmer med lovens. Det foreslås at vpfl. § 7-4 skal gjelde for spesialfond.

10.1.4 Kapittel 8. Erstatning, tilsyn og straffebestemmelser

Vpfl. § 8-1. Erstatning

Forvaltningsselskap er ansvarlig for tap som påføres fondet ved forsømmelser i forretningsførselen. For depotmottaker gjelder tilsvarende ansvar overfor fondet.

Et forvaltningsselskap med tillatelse til aktiv forvaltning etter vpfl. § 2-1 annet ledd kan bli saksøkt for dårlig aktiv forvaltning av et spesialfond. Et forvaltningsselskap med tillatelse til å forvalte spesialfond kan bli saksøkt i henhold til vpfl. § 8-1.

Et spesialfond kan forvaltes av verdipapirforetak og forvaltningsselskap. Disse kan være del av et finanskonsern. Et verdipapirforetak kan være organisert slik at det er kredittinstitusjonen som har konsesjonen som et verdipapirforetak. Et forvaltningsselskap må imidlertid være organisert som et eget (allmenn)aksjeselskap og kan dermed ikke formelt pådra andre selskaper i finanskonsernet ansvar for forvaltningsselskapets forpliktelser. Det vises også til drøftelsen under vpfl. § 2-3 om ansvarlig kapital.

Kredittilsynet foreslår ingen egne regler om erstatningsansvar knyttet til forvaltning av spesialfond. Det legges til grunn av forvaltningsselskap for spesialfond og forvaltningsselskap og verdipapirforetak som aktive forvaltere av spesialfond vil organisere seg slik det er mest hensiktsmessig.

Vpfl. § 8-2. Tilsyn

Departementet gir bestemmelser om tilsyn med at verdipapirfondsförvaltning foregår i samsvar med denne lov og med vedtektene for de enkelte fond.

Forvaltningsselskap plikter når som helst å gi tilsynsmyndigheten innsyn i sine protokoller, registrerte regnskapsopplysninger, regnskapsmateriale, bøker, dokumenter og beholdninger av enhver art og gi alle opplysninger som tilsynsmyndigheten måtte kreve. Tilsvarende gjelder for depotmottaker for så vidt angår virksomheten etter denne lov. Tilsynsmyndigheten kan kalle sammen styret i forvaltningsselskap og depotmottaker og har rett til å være representert ved valgmøter som nevnt i § 2-6 annet ledd.

Dersom det oppstår risiko for at forvaltningsselskap for verdipapirfond ikke vil kunne oppfylle de fastsatte kapitalkrav, eller det inntreffer andre forhold som kan innebære stor risiko knyttet til driften av foretaket, skal foretaket straks gi melding til tilsynsmyndigheten om dette.

Forvaltningsselskap for verdipapirfond skal dessuten opplyse tilsynsmyndigheten om skifte av ledere og styremedlemmer som nevnt i § 2-2 første ledd nr. 1 og 2 og tredje ledd.

Det vises også til kredittilsynsloven § 4 nr. 3, jf. § 1 nr. 13, Kredittilsynets rundskriv 11/2004 om ny kvartalsoppgave og kredittilsynsloven § 1 nr. 16. I kapittel 9 er det redegjort for verdipapirfonds løpende rapportering til Kredittilsynet og Kredittilsynets tilsyn.

Kredittilsynet legger til grunn at det ikke er behov for å utelukke noen av bestemmelsene i vpfl. § 8-2 for spesialfond. Spesialfondsforvaltningen og forvaltningsselskapet vil på vanlig måte være under tilsyn av Kredittilsynet. Det foreslås ingen endringer for spesialfond her.

Vpfl. § 8-3. Straff

Med bøter eller fengsel inntil 1 år straffes den som forsettlig eller uaktsomt:

1. overtrer § 1-3, § 1-4 første punktum, § 2-1 første ledd, § 2-7 første eller tredje ledd, § 2-8 fjerde ledd, § 2-8a, § 2-10 tredje ledd, §§ 4-5 og 4-6, §§ 4-8 til 4-10, § 4-11 første ledd, § 4-12, § 5-1 første ledd, § 7-2, § 8-2 annet, tredje eller fjerde ledd, § 9-1 eller § 9-3 eller regler eller tillatelser gitt i medhold av nevnte bestemmelser.
2. grovt eller gjentatte ganger overtrer § 4-2.

Med bøter straffes den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 2-8 første eller annet ledd.

Medvirkning straffes på samme måte.

Påtale finner bare sted når allmenne hensyn krever det.

Den største risikoen i spesialfond hevdes å være forvalterrisikoen, det vil si risikoen for underslag og svik og risikoen for dårlig forvaltning. Kredittilsynet ser likevel ikke behov for særskilte straffebestemmelser for spesialfond.

11 ØKONOMISKE OG ADMINISTRATIVE KONSEKVENSER

11.1 Generelt

Verdipapirfondloven tilbyr et ferdig utarbeidet regelverk som skal ivareta andelseiernes interesser blant annet når det gjelder tegning og innløsning av andeler, lukking av fond (lukket inngang og utgang) forvalterrisiko og informasjonskrav. Man får dermed et allerede utarbeidet standardisert sett av regler som vil gjelde for alle fond som etableres under verdipapirfondloven. I tillegg er det opprettet et særskilt regulerende og kontrollerende organ, Kredittilsynet. Dette lovsystem med særskilt selskapsregulering og tilsyn innebærer at en rekke forhold som ellers måtte løses sivilrettslig mellom partene, aksjonær – selskap, her løses gjennom et regulerende og håndhevende myndighetsorgan. Myndighetsorganet skal bidra til at andelseierne behandles likt med hensyn til informasjon og andre rettsgoder. Således gis aktørene en ramme omkring sin virksomhet med formodentlig større fleksibilitet og prosessøkonomisk større forutsigbarhet enn hva det alminnelige selskapsrettslige system isolert gir. Det må antas at ønsket fra en rekke aktører om å få adgang til å organisere alternative investeringer under fondsreguleringen er et uttrykk for at denne løsningen gir bedre betingelser for å utvikle disse markedene.

En regulering under verdipapirfondloven vil dessuten gi myndighetene noe større kontroll enn om slike kollektive ordninger ikke er underlagt tilsyn.

Skatteregler som vil gjelde for andelseiere i spesialfond og for spesialfond er ikke vurdert.

11.2 Konsekvenser for private

Kollektive investeringer i produkter som kan innebære høy risiko, kan etter forslaget fortsatt gjøres gjennom for eksempel aksjeselskaper. Den enkelte tilbyder kan velge den organisasjonsformen som tilbyder mener er mest hensiktsmessig. For foretak – som i dag driver kollektiv forvaltning i selskapsform - som velger å søke konsesjon som forvaltningsselskap for å forvalte spesialfond, vil forslaget kunne innebære økte kostnader. Det vil være engangskostnader knyttet til å få konsesjon og kostnader knyttet til oppfyllelse av konsesjonsvilkårene som kapitalkrav og krav til organisering. Det vil dessuten bli enkelte nye løpende kostnader, som tilsynsavgiften.

Kostnadene til depotmottaker i spesialfond må antas å bli større enn i vanlige verdipapirfond som følge av at det foreslås at depotmottaker løpende skal kontrollere at spesialfondet overholder strategi, risikorammer og retningslinjer for hvordan risikoen skal styres og kontrollere forvaltningsselskapets beregning av forvaltningsgodtgjørelse.

Forslaget innebærer at norske aktører ikke lenger vil ha noen nevneverdig konkurranseulempet i forhold til utenlandske konkurrenter. Det kan medføre at norske aktører som har tilbudt fondsprodukter som kan innebære høy risiko fra utlandet, vil tilby slike fra Norge. Det skulle også bedre muligheten for nye norske aktører i markedet for spesialfond. Forslaget kan dermed bidra til en videreutvikling av norsk finansnæring.

Venturefond etablert som spesialfond under verdipapirfondloven kan bidra til å bedre tilgangen av risikokapital til nystartede foretak.

11.3 Konsekvenser for det offentlige

Forslaget innebærer at Kredittilsynet får utvidet sitt tilsynsområde i form av tilsyn med spesialfond. Det setter større krav til Kredittilsynets kompetanse og kapasitet. Det kan bli behov for å utarbeide nye forskrifter for spesialfond.

En rekke institusjonstyper under tilsyn av Kredittilsynet foreslås å omfattes av kategorien profesjonelle investorer. Det må antas at det vil bli behov for å vurdere regelverket for disse både med hensyn til om og innenfor hvilke rammer disse skal kunne plassere midler i spesialfond. Dette vil særlig gjelde forsikringselskaper, livselskap og pensjonskasser.

Det må antas at markedet vil ha behov for informasjon om det nye regelverket. Det er naturlig at en vesentlig del av denne oppgaven ivaretas av Kredittilsynet.

Kredittilsynet har ikke nødvendig grunnlag for å tallfeste de ovenfor nevnte konsekvenser for tilsynsmyndighetene. Kostnadene vil blant annet avhenge av markedsaktiviteten.

12 FORSLAG TIL LOV OM ENDRINGER I LOV 12. JUNI 1981 NR. 52 OM VERDIPAPIRFOND MV.

I

I lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond gjøres følgende endringer:

Ny vpfl. § 1-2 nr. 7: *Spesialfond*: Verdipapirfond opprettet i medhold av kapittel 10 for profesjonelle investorer.

Ny vpfl. § 1-2 nr. 8: *Venturefond*: Spesialfond som har som eneste formål å plassere midler i foretak som er i en tidlig fase av sin utvikling, med formål å være med å utvikle foretaket over en periode for deretter å selge seg ut.

Nytt tredje ledd i vpfl. § 5-3: Depotmottaker skal kontrollere at andelsverdiene er beregnet i samsvar med loven, verdipapirfondets vedtekter og forsvarlig praksis for fastsettelse av markedsverdi.

Nytt kapittel 10. *Spesialfond*

Ny § 10-1. *Spesialfond*

Kapittel 10 gjelder verdipapirfond som i sine vedtekter, jf. § 3-2, og i Kredittilsynets stadfestelse etter § 3-4 er betegnet spesialfond. Kun profesjonelle investorer kan tegne andeler i spesialfond.

Lovens bestemmelser gjelder for spesialfond, dersom det ikke er gjort unntak eller innført særregulering i dette kapittel.

Ny § 10-2. *Profesjonelle investorer*

Følgende investorer anses som profesjonelle investorer:

1. Kredittinstitusjoner, verdipapirforetak, forvaltningsselskap, forsikringsselskaper, livselskap, andre finansinstitusjoner enn kredittinstitusjoner og forsikringsselskaper og andre foretak på finansmarkedet med konsesjon fra Finansdepartementet eller Kredittilsynet og som er under tilsyn av Kredittilsynet.
2. Private eller offentlige foretak der revidert årsregnskap oppfyller to av de følgende kriterier:
 - Sum eiendeler på 20 millioner euro
 - Nettoomsætning på 40 millioner euro
 - Sum egenkapital på 2 millioner euro.
3. Norges Bank og offentlige myndigheter som forvalter statlig, fylkeskommunal eller kommunal gjeld.
4. Andre institusjonelle investorer som har som hovedvirksomhet å investere i finansielle instrumenter, herunder spesialforetak opprettet i forbindelse med verdipapirisering.

Følgende investorer anses som profesjonell investor selv om de ikke omfattes av kategori nr. 1 til 4, dersom de har bedt om å bli behandlet som profesjonell investor og dermed har gitt avkall på beskyttelsen i henhold til god forretningsskikk de ellers ville hatt:

1. Forvaltere av spesialfond
2. Privatpersoner som har en brutto finansformue i form av bankinnskudd og finansielle instrumenter på minst 5 millioner kroner beregnet etter siste års likning og som etter forvaltningsselskapets vurdering kan treffe sine egne investeringsbeslutninger og forstå risikoen forbundet med plassering i spesialfond, vurdert ut fra personens erfaringer og innsikt. Ved første gangs tegning og i hele andelseierperioden må den enkelte ha tegnet seg for minst 500 000 kroner.

Investorer nevnt under annet ledd nr. 1 og 2 kan kun gi avkall på denne beskyttelsen dersom følgende prosedyre er fulgt:

1. investor skal skriftlig underrette forvaltningsselskapet om sitt ønske om å bli behandlet som profesjonell investor for så vidt gjelder plassering i spesialfond regulert av denne lov, og
2. forvaltningsselskapet skal gi investor en klar skriftlig orientering om den beskyttelse og de investorgarantirettigheter investor risikerer å miste, og
3. investor skal skriftlig i et annet dokument enn kontrakten erklære å forstå følgene av å miste denne beskyttelse.

Forvaltningsselskapet skal, før det beslutter å imøtekomme eventuelle ønsker om å gi avkall på beskyttelse, treffe alle rimelige foranstaltninger for å sikre at en som anmoder om å bli behandlet som profesjonell investor oppfyller kravene for å bli behandlet som profesjonell.

Forvaltningsselskapet skal ved klassifiseringen av kunder ha hensiktsmessige skriftlige interne rutiner.

En slik profesjonell investor er ansvarlig for at forvaltningsselskapet underrettes om endringer som påvirker dennes klassifisering. Dersom forvaltningsselskapet imidlertid blir klar over at investor ikke lenger oppfyller betingelsene for behandling som profesjonell investor, skal forvaltningsselskapet ta de nødvendige forholdsregler. Kravet til minste tegningsbeløp på 500 000 kroner gjelder ikke dersom forvaltningsselskapet etter § 4-10 nr. 3 har besluttet å anwise av fondets midler til utdeling til andelseierne.

Ny § 10-3. Bestemmelser i loven som ikke får anvendelse

Følgende bestemmelser i loven får ikke anvendelse på spesialfond:

1. § 4-5 tredje ledd. Betingelsen i nr. 1 om betryggende tilsyn og tilfredsstillende tilsynssamarbeid skal likevel gjelde.
2. § 4-6 første ledd
3. § 4-8
4. § 6-7
5. § 6-9 åttende ledd
6. § 7-3 første ledd

Paragraf 4-9 første ledd nr. 1 får ikke anvendelse på venturefond.

Ny § 10-4. Bestemmelser i loven som ikke får anvendelse kombinert med erstatningsbestemmelser

Følgende bestemmelser får ikke anvendelse på spesialfond, og erstattes av ny bestemmelse:

1. § 3-2 erstattes med:

Spesialfond og venturefond

Betegnelsen spesialfond skal framgå av fondets navn. Bare spesialfond kan nytte denne betegnelse i sitt navn eller ved omtale av sin virksomhet. Hvert spesialfond skal ha et navn som klart skiller det fra andre spesialfond. Dersom spesialfondet er et venturefond, skal også dette framgå av fondets navn.

2. § 3-3 nr. 4 erstattes med:

4. strategi, risikorammer og retningslinjer for hvordan risikoen skal styres,

3. § 4-5 første ledd nr. 5 erstattes med:

valutatermin- og valutaopsjonskontrakter

4. § 4-9 annet ledd erstattes med:

Verdipapirfond som forvaltes av samme forvaltningsselskap, må ikke uten tilsynsmyndighetens samtykke samlet eie mer enn 10 prosent av aksjekapitalen eller den

stemmeberettigede kapital i ett selskap. Dersom venturefonds midler plasseres slik at plasseringen overstiger 10 prosent av aksjekapitalen eller den stemmeberettigede kapital i ett selskap, kan forvaltningsselskapet ikke plassere midler fra øvrige verdipapirfond selskapet forvalter i det samme selskapet.

5. § 4-11 erstattes med:

Kausjons- og garantiforpliktelser

Forvaltningsselskapet kan ikke pådra fondet kausjons- eller garantiforpliktelser.

6. § 5-1 første ledd erstattes med:

Alle finansielle instrumenter, likvider og andre aktiva som inngår i et spesialfond, skal oppbevares eller føres på konti i et verdipapirregister av én depotmottaker. Depotmottaker skal også informeres om samtlige forpliktelser som et spesialfond er debitor for. Depotmottakeren mottar også innbetalinger og forestår utbetalinger for fondet etter anvisning av forvaltningsselskapet. Bestemmelsen er ikke til hinder for at forvaltningsselskapet mottar oppgjør for salg av andeler. Midler som innkommer ved slike oppgjør skal snarest mulig overføres til depotmottakeren.

7. § 5-1 annet ledd erstattes med:

Forvaltningsselskapet velger depotmottaker for fondet. Valget skal godkjennes av tilsynsmyndigheten. Depotmottaker for spesialfond skal i forbindelse med godkjennelsen avgi uttalelse om muligheten for kontroll av vedkommende spesialfond, herunder om nødvendig kunnskap, erfaring og systemer. Tilsynsmyndigheten kan gi nærmere regler for godkjennelse av ledelsen i et depotmottakerforetak og om plikt for foretaket til å melde fra til tilsynsmyndigheten om endringer i ledelsen.

8. § 6-1 annet ledd erstattes med nytt annet, tredje, fjerde og femte ledd:

Forvaltningsselskapet skal beregne og kunngjøre andelsverdien av spesialfond regelmessig. Forvaltningsselskapet må beregne andelsverdien minimum hver måned, for venturefond minimum hver sjettede måned, og:

1. så ofte det er nødvendig for å føre en forsvarlig kontroll med at spesialfondets risiko overholdes, og
2. når forvaltningsgodtgjørelse beregnes i tilknytning til endelig belastning, og
3. på de tidspunkter spesialfondets vedtekter fastsetter tegning og innløsning.

Forvaltningsselskapets beregning skal godkjennes av en uavhengig tredjepart minimum hver måned, for venturefond minimum hver sjettede måned, og:

1. når forvaltningsgodtgjørelse beregnes i tilknytning til endelig belastning, og
2. på de tidspunkter spesialfondets vedtekter fastsetter tegning og innløsning.

Forvaltningsselskapet må kunngjøre andelsverdien minimum hver måned, for venturefond minimum hver sjettede måned, og på de tidspunkter spesialfondets vedtekter fastsetter tegning og innløsning.

Hvor ofte forvaltningsselskapet skal beregne og kunngjøre andelsverdien og at verdiberegningen skal godkjennes av en uavhengig part skal framgå av spesialfondets vedtekter.

Dagens tredje ledd blir nytt sjettede ledd.

9. § 6-13 første ledd nr. 4 erstattes med:

verdipapirfondet og forvaltningen av det oppfyller de krav som gjelder for å drive virksomheten i hjemlandet og at investorer i Norge gis slik beskyttelse at en investor som ikke er profesjonell investor slik det framgår av § 10-2 ikke gyldig kan tegne andeler i spesialfondet,

10. § 7-3 annet ledd erstattes med:

Spesialfond som kan utstede andeler i en begrenset tidsperiode skal i fondets vedtekter og prospekt betegnes som spesialfond med lukket inngang. Spesialfond som kan innløse andeler i en begrenset tidsperiode skal i fondets vedtekter og prospekt betegnes som spesialfond med lukket utgang. Spesialfond som både kan utstede og innløse andeler i en begrenset tidsperiode skal i fondets vedtekter og prospekt betegnes som lukket spesialfond.

11. § 7-3 tredje ledd erstattes med:

Spesialfond som i samsvar med § 3-3 første ledd nr. 18 har vedtektsfaste begrensninger med hensyn til hvem som kan tegne andeler i fondet skal i fondets vedtekter og prospekt betegnes som spesialfond med begrenset krets av innskytere.

Ny § 10-5. Tilleggsbestemmelser

Følgende bestemmelser får tillegg for spesialfond:

1. § 3-3 nr. 9 får følgende tillegg:

og at enhver, herunder eksisterende og potensielle andelseiere samt Kredittilsynet, på forespørsel har krav på å få opplyst hvilke individuelle rabatter som er gitt,

2. § 3-3 får nytt annet ledd:

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere krav til spesialfonds risiko og styring av risiko.

3. § 5-3 får følgende nytt fjerde ledd:

Depotmottaker skal løpende kontrollere spesialfondets overholdelse av strategi, risikorammer og hvordan risikoen styres og skal påse at eventuelle brudd blir rettet opp. Depotmottaker skal påse at forvaltningsselskapet rapporterer vesentlige brudd til andelseierne og umiddelbart rapporterer vesentlige brudd til tilsynsmyndigheten.

4. § 5-3 får nytt femte ledd:

Depotmottaker for spesialfond skal kontrollere forvaltningsselskapets beregning av forvaltningsgodtgjørelse.

5. § 6-3 får nytt tredje ledd:

Forvaltningsselskapet skal på egnet måte rapportere til andelseierne vesentlige brudd på strategi, risikorammer og styring av risikoen.

6. § 6-12 får nytt annet og tredje punktum:

I all markedsføring av spesialfond skal det framgå klart at det som markedsføres er spesialfond og at kun profesjonelle investorer gyldig kan tegne i slike fond. Definisjonen på profesjonell investor slik den framgår av § 10-2 skal inntas i markedsføringsmaterialet.

7. § 6-13 første ledd får ny nr. 7:

I all markedsføring av spesialfond skal det framgå klart at det som markedsføres er spesialfond og at kun profesjonelle investorer gyldig kan tegne i slike fond. Definisjonen på profesjonell investor slik den framgår av § 10-2 skal inntas i markedsføringsmaterialet.

Nåværende kapittel 10 blir nytt kapittel 11.

Nåværende § 10-1 blir ny § 11-1.

Nåværende § 10-2 blir ny § 11-2.

II

Loven trer i kraft fra den tid Kongen bestemmer. Forskjellige deler av loven kan tre i kraft til forskjellig tid. Kongen kan gi overgangsbestemmelser.

13 KREDITTILSYNETS FORSLAG TIL FORSKRIFTSENDRINGER

På grunnlag av ovennevnte foreslår Kredittilsynet følgende:

13.1 Forskrift om endring av forskrift av 8. juli 2002 nr. 800 om verdipapirfonds handel med derivater

Fastsatt av Finansdepartementet dd.mm.år med hjemmel i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond § 4-5 første ledd nr. 6 og annet ledd.

I

I forskrift av 8. juli 2002 nr. 800 om verdipapirfonds handel med derivater gjøres følgende endringer:

Ny § 8. *Spesialfond*

Denne paragraf gjelder verdipapirfond som i sine vedtekter og i Kredittilsynets stadfestelse etter verdipapirfondloven § 3-4 er betegnet spesialfond.

Forskriftens bestemmelser gjelder for spesialfond, dersom det ikke er gjort unntak eller innført særregulering i denne bestemmelse.

Følgende bestemmelser får ikke anvendelse på spesialfond:

1. § 2 første ledd
2. § 3 første ledd første punktum
3. § 3 annet ledd
4. § 3 tredje ledd
5. § 4 første ledd
6. § 4 tredje ledd
7. § 6 tredje ledd siste punktum
8. § 7 (foreslått, ikke fastsatt).

Følgende bestemmelser får ikke anvendelse på spesialfond, men erstattes av følgende bestemmelse:

1. § 3 fjerde ledd erstattes med:

Unoterte derivater må inngås mot bank, forsikringsselskap eller verdipapirforetak med tillatelse fra en EØS-stat eller mot bank eller forsikringsselskap med tillatelse fra en stat utenfor EØS dersom foretaket er underlagt betryggende tilsyn. Motparten må minst ha rating «investment grade» fra et anerkjent ratingbyrå. Første punktum begrenser ikke adgangen til oppgjørssentral med tillatelse etter lov av 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 6-1 eller tilsvarende institusjon fra annen EØS-stat til å tre inn som part eller garantere for oppfyllelse av derivatkontrakter.

Nåværende § 8 blir ny § 9.

II

Endringene i ovennevnte forskrift trer i kraft fra (.....).

13.2 Forskrift om endring av forskrift av 8. juli 2002 nr. 799 om markedsføring av utenlandske verdipapirfond

Fastsatt av Finansdepartementet dd.mm.år med hjemmel i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond §§ 6-13 første ledd nr. 1, 6-14 første ledd nr. 3 og 6-15.

I

I forskrift av 8. juli 2002 nr. 799 om markedsføring av utenlandske verdipapirfond gjøres følgende endringer:

Nytt annet punktum i § 1-2 **annet ledd**: Verdipapirfondets endrede vedtekter og fullstendig og forenklet prospekt skal sendes inn til Kredittilsynet.

Nytt annet punktum i § 2-2 **annet ledd**: Verdipapirfondets endrede vedtekter og prospekt skal sendes inn til Kredittilsynet.

Ny § 2-4. *Spesialfond*

Denne paragraf gjelder verdipapirfond som i sine vedtekter og i Kredittilsynets stadfestelse etter verdipapirfondloven § 3-4 er betegnet spesialfond.

Forskriftens bestemmelser gjelder for spesialfond, dersom det ikke er gjort unntak eller innført særregulering i denne bestemmelse.

Følgende bestemmelser får ikke anvendelse på spesialfond, men erstattes av følgende bestemmelse:

1. § 3-3 annet ledd erstattes med:

Forvaltningsselskapet for spesialfondet skal beregne og kunngjøre andelsverdier her i riket så ofte som vedtektene bestemmer det. Forvaltningsselskapet må likevel beregne spesialfondets andelsverdi minimum hver måned, for venturefond minimum hver sjette måned, og:

1. så ofte det er nødvendig for å føre en forsvarlig kontroll med at spesialfondets risiko overholdes, og
2. når forvaltningsgodtgjørelse beregnes i tilknytning til endelig belastning, og
3. på de tidspunkter spesialfondets vedtekter fastsetter tegning og innløsning.

Forvaltningsselskapet må likevel kunngjøre andelsverdien minimum hver måned, for venturefond minimum hver sjette måned, og på de tidspunkter spesialfondets vedtekter fastsetter tegning og innløsning.

II

Endringene i ovennevnte forskrift trer i kraft fra (.....).

13.3 Forskrift om endring av forskrift av 6. januar 2003 nr. 10 om differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen for verdipapirfondsandeler

Fastsatt av Finansdepartementet dd.mm.år med hjemmel i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond § 6-1 første ledd tredje og fjerde punktum.

I

I forskrift av 6. januar 2003 nr. 10 om differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen for verdipapirfondsandeler gjøres følgende endringer:

Ny § 5. Spesialfond

Denne paragraf gjelder verdipapirfond som i sine vedtekter og i Kredittilsynets stadfestelse etter verdipapirfondloven § 3-4 er betegnet spesialfond.

Forskriftens bestemmelser gjelder for spesialfond, dersom det ikke er gjort unntak eller innført særregulering i denne bestemmelse.

Følgende bestemmelser får ikke anvendelse på spesialfond, men erstattes av følgende bestemmelse:

1. § 1 tredje ledd erstattes med:

Annet ledd er ikke til hinder for at forvaltningsselskap for spesialfond kan differensiere på individuelt grunnlag for samtlige andeler i spesialfondet, forutsatt at forvaltningsgodtgjørelsen minst dekker forvaltningsselskapets faktiske kostnader knyttet til den aktuelle andelshaver. Differensiering skal ikke skje på et usaklig grunnlag. Som usaklig grunnlag for differensiering regnes blant annet andelseiernes beholdning av andeler i øvrige fond forvaltet av forvaltningsselskapet eller andelseiernes mulige kundeforhold med selskaper i samme konsern. Nåværende § 5 blir ny § 6.

II

Endringene i ovennevnte forskrift trer i kraft fra (.....).

13.4 Forskrift om endring av forskrift av 28. juli 1994 nr. 750 om prospekt for verdipapirfond

Fastsatt av Finansdepartementet dd.mm.år med hjemmel i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond § 7-2 fjerde ledd.

I

I forskrift av 28. juli 1994 nr. 750 om prospekt for verdipapirfond gjøres følgende endringer:

Ny § 7. Spesialfond

Denne paragraf gjelder verdipapirfond som i sine vedtekter og i Kredittilsynets stadfestelse etter verdipapirfondloven § 3-4 er betegnet spesialfond.

Forskriftens bestemmelser gjelder for spesialfond, dersom det ikke er gjort unntak eller innført særregulering i denne bestemmelse.

Følgende bestemmelser får ikke anvendelse på spesialfond:

1. § 3a
2. § 3b

Følgende bestemmelser får tillegg for spesialfond:

1. § 3 får følgende nytt punkt:

4.3 Navnet på forvalter av spesialfond, både når forvalter er ansatt i forvaltningsselskapet og når forvaltningen er utkontraktert.

Nåværende § 7 blir ny § 8.

II

Endringene i ovennevnte forskrift trer i kraft fra (.....).

13.5 Forskrift om endring av forskrift av 13. august 2003 nr. 1045 om forvaltningsselskapers periodiske rapportering

Fastsatt av Finansdepartementet dd.mm.år med hjemmel i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond §§ 1-5 annet ledd og 6-3 annet ledd.

I

I forskrift av 13. august 2003 nr. 1045 om forvaltningsselskapers periodiske rapportering gjøres følgende endringer:

Ny § 5. *Spesialfond*

Denne paragraf gjelder verdipapirfond som i sine vedtekter og i Kredittilsynets stadfestelse etter verdipapirfondloven § 3-4 er betegnet spesialfond.

Forskriftens bestemmelser får ikke anvendelse på spesialfond.

Nåværende § 5 blir ny § 6.

II

Endringene i ovennevnte forskrift trer i kraft fra (.....).

13.6 Forskrift om endring av forskrift av 28. mai 1999 nr. 654 om årsregnskap m.m. for verdipapirfond.

Fastsatt av Finansdepartementet dd.mm.år med hjemmel i lov 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap m.v. § 10-1 tredje ledd.

I

I forskrift av 28. mai 1999 nr. 654 om årsregnskap m.m. for verdipapirfond gjøres følgende endringer:

Ny § 5-14. *Spesialfond*

Denne paragraf gjelder verdipapirfond som i sine vedtekter og i Kredittilsynets stadfestelse etter verdipapirfondloven § 3-4 er betegnet spesialfond.

Forskriftens bestemmelser gjelder for spesialfond, dersom det ikke er gjort unntak eller innført særregulering i denne bestemmelse.

Følgende nye bestemmelser får anvendelse på spesialfond:

Det skal gis en beskrivelse av de lån som er foretatt gjennom året. Det skal redegjøres for spesielle risikofaktorer knyttet til slike lån.

Det skal gis en beskrivelse av de salg av finansielle instrumenter fondet ikke eier som er foretatt gjennom året. Det skal redegjøres for spesielle risikofaktorer knyttet til slike salg.

II

Endringene i ovennevnte forskrift trer i kraft fra (.....).