

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo
lene.kirkeng@finans.dep.no

Deres ref:

Vår ref: 349720

Dato: 12.04.2005

Høringsuttalelse - Forslag om nye regler om Spesialfond

Det vises til departementets høringsbrev datert 17. januar 2005 vedlagt Kredittilsynets høringsnotat om spesialfond datert 18. november 2005. Høringsfristen er 15. april 2005, og børsens høringsuttalelse sendes innen fristen.

Oslo Børs er positive til at det tas initiativ til et regelverk som tillater norske spesialfond. Etter børsens oppfatning vil et slikt regelverk potensielt kunne fremme norsk finansnæring og hindre konkurransevridning mot utenlandske markeder. Børsen har imidlertid flere kommentarer til de grunnleggende trekk i regelverket, samt til enkelte av de foreslåtte reglene. Disse kommentarene gjennomgås i det følgende.

1. Primært – Spesialfond bør åpnes for allmennheten

a. Forslaget

Kredittilsynet foreslår i høringsuttalelsen å innføre regler om spesialfond for profesjonelle investorer. I høringsnotatet defineres profesjonelle investorer slik at en rekke institusjonelle investorer er omfattet (jf forslaget § 1-6 første ledd). Forslaget er bygget opp slik at enkelte investorer som ikke er profesjonelle etter første ledd på bestemte vilkår skal anses som profesjonelle etter bestemmelsens annet ledd. I henhold til forslaget kan forvaltere av spesialfond og privatpersoner med brutto formue som overstiger MNOK 5 og som har tilstrekkelig kunnskap til å treffe sine egne investeringsbeslutninger og forstå risikoen forbundet ved plasseringen etter annet ledd anses som profesjonelle. Det stilles videre krav om at kunnskapskravet skal vurderes av forvaltningsselskapet for spesialfondet. I tillegg stilles det krav om minsteplasseringen i ett og samme spesialfond på NOK 500.000. Det er også foreslått en prosedyre for å tillate privatpersoner å delta som profesjonelle i tredje ledd.

Børsens prinsipale innvending mot regelverket er det foreslåtte vilkåret om profesjonalitet hos investor som betingelse for å kunne investere i spesialfond. Etter børsens oppfatning bør det ikke i regelverket for spesialfond settes grenser for hvem som kan delta. Etter børsens oppfatning er det mest hensiktsmessig at markedet selv utvikler de nærmere grensene for deltakelse i spesialfond. Vi vil i det følgende utdype våre synspunkter nærmere.

b. Bakgrunn for reglene - Konkurransenøytralitet

I mandatet fra Finansdepartementet fra datert 25. september 2003 heter det:

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

I Høringsbrevet fra Kredittilsynet på s. 116 heter det:

"Forslaget innebærer at norske aktører ikke lenger vil ha noen nevneverdig konkurranseulempa i forhold til utenlandske konkurrenter."

Oslo Børs er ikke enig i at det foreslåtte regelverket utjevner eller nøytraliserer norske fonds konkurranseulempa i forhold til utenlandske fond.

Høringsnotatet kapittel 5 gjennomgår reguleringen i enkelte andre land. Kredittilsynet har gjennomgått reglene i det Irske regimet svært grundig. Videre vises det til reguleringen i Sverige og Danmark.

Etter børsens oppfatning vil ikke de irske spesialfondene (hedgefondene) være de nærmeste konkurrentene for norske spesialfond etter det foreslåtte regelverket. I Irland har man etablert en "industri" rundt hedge-fond etablering, salg og børsnotering, som medfører at Irland tiltrekker seg fondsforvaltere og kapital fra hele verden til de irske fondene. Det er svært godt tilrettelagt for utenlandsk etablering og forvaltning fra utlandet. Tilsvarende markedsposisjon for norske spesialfond vil ikke det norske forslaget medføre. Det må antas at det norske forslaget primært vil tiltrekke norske fondsforvaltere og investorer. I konkurransen om kapital og investorer til de norske spesialfondene vil den reelle konkurransen etter børsens oppfatning komme fra de øvrige nordiske landene, og da særlig Sverige som har det best utviklede markedet på dette området per i dag. Som Kredittilsynet nevner i høringsnotatet punkt 5.2 kan svenske fond opprettes for allmennheten, uten krav til formue, kunnskap eller minstetegning. Det vises til at selv om svenske spesialfond ikke kan markedsføres i Norge så er flere av dem de tilgjengelig for investering på internet. Dette gjør dem tilgjengelig og handlebare for norske investorer. Oslo Børs viser i den forbindelse til hjemmesiden www.nordnet.se som tilbyr slike fond.

I henhold til ovennevnte mener børsen derfor at det foreslåtte regelverket medfører en konkurransevridning mot andre markeder og at dette strider mot det overordnede mål om å oppnå ikke medfører konkurranseuøyalitet for norske spesialfond.

c. Beskyttelse av norske forbrukere

Hensikten med å tillate kun profesjonelle investorer å investere i spesialfond er formodentlig en oppfatning om at risikoen i spesialfond er høy og at alminnelige småsparerne/forbrukere bør beskyttes mot å ta slik risiko. I den forbindelse synes "ordinære verdipapirfond" eller UCITS fond å oppfattes som mindre risikofylte fra myndighetenes side. Kredittilsynet uttaler i punkt 1.2.6 i høringsnotatet *"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 andelseierne 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 ettertrykkelig fast at forvaltningsselskapet skal ivareta andelseiernes interesser."*

Børsen presiserer at svært mange UCITS fond i praksis vil ha langt høyere risiko enn spesialfond. Børsen vil fremheve at de siste års utvikling, nettopp har vist at investering i såkalte ordinære verdipapirfond ikke skjer uten risiko. For investering i ordinære verdipapirfond kreves det imidlertid ikke noen innsikt fra investor. Som Kredittilsynet nevner er det fondsforvalteren som skal ivareta investorens interesser jf vpfl § 4-2.

Ovennevnte uttalelse viser at myndighetene synes å legge til grunn at investering i ordinære fond ikke er særlig risikofylt, mens spesialfond oppfattes som langt mer risikofylte. Børsen viser til de senere års utvikling i ordinære fond som har medført at svært mange småsparere har tapt penger på slike investeringer. Etter børsens oppfatning bør småsparerne kunne velge å ta slik risiko, men det er svært viktig å formidle at også ordinære fond kan medføre betydelig risiko for tap. At myndighetene signaliserer at ordinære fond er trygge investeringsalternativer finner børsen svært uheldig. I likhet med spesialfond er risikograden for ordinære fond svært varierende og det er viktig at enhver investor får tilgang til informasjon om dette.

I relasjon til spørsmålet om forbrukerbeskyttelse viser børsen også til at myndighetene for eksempel ikke har funnet grunn til å beskytte småsparerne mot å gjøre risikofylte plasseringer direkte i markedet, være seg i aksjer, obligasjoner eller derivater, ta shortposisjoner m.v. Slike plasseringer kan medføre svært høy risiko, langt ut over det en plassering i et spesialfond normalt sett vil medføre. Forbrukerne kan i tillegg øke risikoen ved å belåne sine investeringer, uten at regelverket hindrer dem i det. Etter børsens oppfatning er det et paradoks at forbrukerne tillates å gjøre sine egne valg når det gjelder plasseringer direkte i markedet, men ikke skal tillates å velge å plassere sine midler i spesialfond, som tross alt forvaltes av profesjonelle forvaltere. Børsen presiserer at det også i spesialfond vil det være forvalteren som tar investeringsbeslutningene og vpfl § 4-2 medfører at også forvalteren av spesialfond skal ivareta andelseiernes interesser i disse fondene. Når forbrukerne både tillates å investere direkte i markedet og i ordinære verdipapirfond uten innsikt og erfaring, er det etter børsens oppfatning ingen grunn til å forby forbrukere å investere i spesialfond pga manglende innsikt.

Børsen viser også til at de begrensninger som er foreslått som vilkår for investering i spesialfond lovlig kan omgås ved at "fondet" opprettes som et aksjeselskap eller lignende. I prinsippet kan slike aksjeselskap tenkes børsnotert dersom de for øvrig oppfyller vilkårene for notering. Således kan spredningen til allmennheten bli omfattende.

Det påpekes videre at det ikke er likhetstegn mellom formue og kunnskap/innsikt i denne type kapitalforvaltning. Uansett hvilken formue den enkelte har mener børsen prinsipielt at det må være opp til den enkelte hvordan denne ønsker å forvalte sine midler, derunder hvilken risiko som ønskes. At myndighetene er skeptiske til og har lite erfaring med denne type investering bør ikke være avgjørende for at allmennheten skal gis et så bredt alternativ som mulig. Videre mener børsen at forbruker beskyttelse faktisk best oppnås ved å tillate allmennheten å investere i spesialfond, da det gir et alternativ som er mindre risikofylt enn direkte investeringer i markedet.

Det sentrale element i oppnåelse av effektiv forbruker beskyttelse for spesialfond (og ordinære fond) ligger etter børsens oppfatning i klare regler om hvilken informasjon som må gis ifm innbydelse til tegning og markedsføring. Dersom fondet kan ta svært høy risiko må den det informeres om det slik at den enkelte har tilstrekkelig grunnlag til å vurdere om den type risiko er ønskelig.

En annen side av saken er at erfaring fra utlandet viser at de fleste spesialfond / hedgefond ikke retter seg mot småsparerne. Dette har bakgrunn i at administrasjonen og gjennomføringen av fondets strategi ofte blir vanskeliggjort/umuliggjort dersom fondet har et stort antall små investorer. Etter børsens oppfatning er imidlertid ikke dette et forhold som bør lovreguleres. Man bør i stedet overlate disse spørsmål til

markedsaktørene, som vil finne de mest hensiktsmessige løsninger på disse spørsmålene.

d. Øvrig regulering av spesialfond

Dersom det åpnes for at allmennheten skal kunne investere i spesialfond mener børsen det vil være riktig å innføre en strengere tredjepartskontroll enn dagens praksis medfører ved at depotmottaker får en slik funksjon som foreslått av Kredittilsynet i høringsnotatet punkt 7.10 jf forslaget til ny regulering i § 5-1 nytt tredje ledd og § 5-3 nytt tredje, fjerde og femte ledd.

Børsen viser også til at det bør stilles krav til klargjørende informasjon i prospektet og at denne informasjonen må være relatert til det enkelte fonds aktuelle risikobilde. Dersom man f.eks ser hen til de hedgefond som tilbys på www.nordnet.se vises det til at investoren der gjerne tilbys lånefinansiering, opp til 95% i enkelte fond. Det kan da være aktuelt å kreve at fondet da bør informere om at fondet egner seg dårlig for lånefinansiering dersom fondet allerede er gearret på et gitt nivå, og at lånefinansiering fra investor dermed vil medføre en betydelig risikoøkning.

De synspunktene som fremgår nedenfor i punkt 2 c til f gjøres også gjeldende for det tilfellet at spesialfond åpnes for allmennheten.

e. Konklusjon

Børsens konklusjon er at regelverket for spesialfond ikke bør sette grenser for hvem som kan investere i disse fondene. Børsen mener den reelle konkurransesituasjonen medfører at norske spesialfond i henhold til forslaget ikke vil være likestilt med sine nærmeste konkurrenter, som etter børsens oppfatning er de svenske spesialfondene. Videre mener børsen at det ikke er grunn til å beskytte småsparerne mer på dette området enn f.eks ved direkte investeringer i markedet. Snarere tvert om mener børsen at åpning av spesialfond for allmennheten vil gi de som ønsker større risiko et langt tryggere alternativ enn det som eksisterer i dag.

På grunnlag av ovennevnte vil børsen anmode lovgiver om å endre forslaget til nye regler slik at alle kan velge å investere i spesialfond.

2. Subsidiært – Under forutsetning av at vilkåret om profesjonelle investorer opprettholdes

Børsens primære standpunkt til regelverket er klargjort i punkt 1 over. Under forutsetning av at lovgiver ønsker å opprettholde vilkåret om profesjonalitet for investering i spesialfond, ønsker børsen imidlertid å kommentere enkelte punkter i det foreslåtte regelverk.

a. Definisjonen av profesjonelle investorer § 1-6 første ledd

Forholdet mellom forslag til ny § 1-6 første ledd nr 2 og nr 4 er uklar. Det kan synes som om et foretak som ikke oppfyller kriteriene i nr 2 allikevel er "profesjonell" etter nr 4 dersom foretaket har "som hovedvirksomhet å investere i finansielle instrumenter". Videre er det uklart når privatpersoner som oppretter investeringsforetak vil falle under denne gruppen.

Aktive forvaltere bør inntas som en egen gruppe av profesjonelle investorer under § 1-6 første ledd. Dersom en privatperson benytter aktiv forvalter bør han automatisk falle under kategorien i første ledd, og ikke krav om å oppfylle vilkårene i § 1-6 annet ledd. I dag kan norske aktive forvaltere uten hensyn til investorens formue og/eller kunnskap investere på dennes vegne i utenlandske hedgefond (spesialfond). Det vil de også kunne etter implementeringen av det foreslåtte regelverket. Dersom investorene ikke oppfyller kravene i annet ledd for privatpersoner, ser det ut til at en aktiv forvalter ikke vil kunne investere på vegne av denne investoren i norske spesialfond. Det medfører en uønsket (ugjennomtenkt) konkurransevridning i favør av utenlandske fond.

b. Andre som kan anses som profesjonelle jf § 1-6 annet ledd nr 2

Generelt om definisjonen

Kredittilsynet har bygget på Mifid-direktivets definisjon av profesjonelle investorer. Selv om børsen generelt er enig i at det kan være hensiktsmessig å definere et begrep på samme måte etter forskjellige regler, er dette forutsatt at det virker hensiktsmessig i for det enkelte regelverk. Mifid definerer i vedlegg II til direktivet "Professional Client". Prospektdirektivet inneholder imidlertid en avvikende definisjon av "Qualified Investor" i artikkel 2. Det må antas at man etter norske regler ikke vil få ett definert begrep av profesjonell investor som vil gjelde alle regler på verdipapirmarkedetsområdet. Reglene vil måtte tilpasses til det området de gjelder. Det er børsens oppfatning at Mifids definisjon av "Professional Client" ikke passer særlig godt som vilkår for investering i spesialfond.

Børsen finner i den sammenheng grunn til å påpeke at det foreslåtte vilkåret i § 1-6 annet ledd nr 2 heller ikke er i overensstemmelse med Mifids definisjon av "Professional Client". Formålet om likelydende definisjoner nås derfor uansett ikke med det forslaget som nå foreligger. Etter børsens oppfatning er verken Mifids eller prospektdirektivets definisjoner, som nevnt over, egnede for spesialfond. Børsen vil i det videre kommentere de enkelte elementer i det forslag til vilkår som fremgår av § 1-6 annet ledd.

Unntak fra god forretningsskikk?

I henhold til forslag til ny § 1-6 annet ledd heter det: *"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."*

Forvaltningsselskapets plikt til å utøve sin virksomhet i overensstemmelse med god forretningsskikk er regulert i vpfl § 4-2. Denne bestemmelsen skal iht forslaget gjelde også for spesialfond. Når lovbestemmelsen om god forretningsskikk i henhold til forslaget gjelder for spesialfond blir det svært misvisende og uklart investorene for å betraktes som profesjonelle må gi avkall på dette. I og med at god forretningsskikk er en lovpålagt og definert plikt for fondsforvaltere må bestemmelsen uansett utformes på en annen måte etter børsens oppfatning.

Formueskravet

Oslo Børs viser for det første til at det foreslåtte formueskravet på MNOK 5 avviker fra Mifids krav som er på EUR 500.000 (altså ca MNOK 4). Oslo Børs er av den oppfatning at formueskravet er satt alt for høyt utfra de beskyttelseshensyn myndighetene ønsker å ivareta. Etter børsens oppfatning er også Mifids krav om EUR 500.000 for høyt. Formålet synes å være at forbrukerne ikke skal tillates å ta den risiko spesialfond innebærer (kan innebære), dersom de ikke har en viss formue å ta risiko med. Utfra forslaget fremgår

det at et formues krav på NOK 5 mill oppfylles av ca 7000 privatpersoner i Norge. Med dette som vilkår har man i prinsippet ikke et marked i Norge for spesialfond. Oslo Børs har fått tilbakemelding fra flere fondsforvaltere på at et slikt vilkår trolig vil medføre at spesialfond ikke opprettes i Norge, de utenlandske alternativene er da mer attraktive for norske forvaltere.

Oslo Børs mener at dersom myndighetene ønsker å opprettholde et formueskrav, må beløpsgrensen senkes betydelig. Dersom beløpsgrensen senkes til f.eks MNOK 1 vil det utfra forslaget statistiske materiale være ca 70.000 norske privatpersoner som oppfyller vilkåret. Dette er fremdeles et svært begrenset antall av befolkningen. Etter børsens oppfatning burde formueskravet være senket så langt som til MNOK 0,5. Selv på dette nivået vil svært mange av småsparerne være avskåret fra å delta etter norske forhold.

Forslaget til formueskrav medfører også et dokumentasjonskrav som avviker fra Mifids bestemmelse. I henhold til Mifid stilles det krav om "financial instrument portfolio, defined as including cash deposits and financial instruments exceeds EUR 500.000". I henhold til det norske forslaget skal dette dokumenteres ved forrige års ligning. Det medfører at norske investorer kan måtte vente svært lenge fra de oppfyller kravene til de kan investere i spesialfond. Videre medfører det en fare for at formuessituasjonen kan være betydning endret på det tidspunkt den enkelte tillates å investere i spesialfond. Dokumentasjon på investert formue kan tenkes gitt langt enklere ved for eksempel utskrift av bankkonto, eller dokumentasjon fra det fondet den enkelte har plassert sine midler i.

Subjektet

I henhold til forslaget kan "privatpersoner" anses som profesjonelle hvis de oppfyller kravene i § 1-6 annet ledd nr 2. I henhold til Mifid er gruppen angitt som "client" eller på dansk "kunden". Det norske forslaget synes å legge begrensninger på den juridiske form som ønskes benyttet til investeringer som går lenger enn direktivet. Etter børsens oppfatning er det ikke grunnlag for å avvise private som f.eks organiserer sine investeringer gjennom et aksjeselskap. Børsen mener derfor kretsen bør angis nøytralt som i direktivet. Bruk av "kunden" eller "investoren" er alternative benevnelser.

Krav om minste tegningsbeløp

Forslaget inneholder et krav om minste tegningsbeløp (fondsandel) på NOK 500.000. Dette kravet fremgår ikke av Mifids definisjon av "Professional Client". Kredittilsynet resonnerer rundt dette kravet i punkt 6.3.5.1 i forslaget. Resonnementet er at det ikke er anbefalt å plassere mer enn 5-10 % av total portefølje i spesialfond. Med en total portefølje på MNOK 5 vil investoren med en slik regel tvinges til å plassere hele "andelen" i ett spesialfond. Norske fondsforvaltere anbefaler at andelen som plasseres i spesialfond diversifiseres, slik at man plasserer i flere spesialfond. Formålet med minstetegningsbeløp virker således dårlig gjennomtenkt og vil kunne få svært uheldige konsekvenser for investorene.

Børsen kan ikke se at et vilkår om minste tegningsbeløp sikrer profesjonalitet på noen måte. Det bemerkes i denne sammenheng forøvrig, at erfaring fra andre land tilsier at markedet selv regulerer nivået på minimumstegningene fordi fordelene ved lav minimumstegning ikke kompenseres for ulempen som følge av økte kostnader knyttet til innløsning og nytegning av fondsandeler. Markedet vil selv finne hensiktsmessige beløp for minstetegning. Dersom man opprettholder formueskravet vil ikke minstetegningsbeløpet ha noen selvstendig funksjon utfra profesjonalitetshensyn.

Kunnskapskravet

I henhold til § 1-6 annet ledd nr 2 må privatpersoner som oppfyller de objektive kriteriene også *"etter forvaltningsselskapets vurdering kunne treffe sine egne investeringsbeslutninger og forstå risikoen forbundet med plassering i spesialfond, vurdert utfra personens erfaringer og innsikt."*

Vilkåret stiller krav til personens subjektive kunnskap og til fondsforvalterens vurdering av denne kunnskapen.

Etter børsens oppfatning bør dette ikke vedtas i de endelige reglene. De markedsaktører børsen har vært i kontakt med fremhever at et slikt krav trolig vil medføre at spesialfond ikke opprettes i Norge. Vilkåret setter spesialfondsforvalteren i en svært utsatt posisjon med tanke på ansvar. Han skal vurdere den enkelte investors subjektive kunnskap på et så vanskelig område som forvaltningsstrategi. Børsen viser til at Mifid regler her passer svært dårlig for avgrensningen av den krets som kan delta i spesialfond. Børsen viser i den forbindelse til at det nye prospektdirektivet i relasjon til definisjonen av profesjonelle investorer legger opp til å anvende tilsvarende objektive kriterier som Mifid, uten krav til den subjektive kunnskapen. Det legges opp til at regulering av profesjonelle investorer i relasjon til prospektdirektivet skal gjennomføres ved endring av eksisterende forskrift om profesjonelle investorer.

Etter børsens oppfatning må det være tilstrekkelig at den som mener å oppfylle kravene til profesjonalitet erklærer overfor spesialfondsforvalteren at vedkommende er profesjonell og ønsker å behandles som sådan. Slik erklæring vil mest hensiktsmessig kunna avgis i tegningsformularet som benyttes for tegning av andel i spesialfond.

Prosedyren for godkjenning av profesjonelle investorer

Børsen viser til den prosedyre som fremgår av § 1-6 tredje ledd. Generelt vil børsen påpeke at den foreslåtte prosedyre virker svært omfattende. Dersom man fjerner kravet om vurdering av investorens kunnskap, må prosedyren kunne forenkles i tråd med det som er nevnt over. Tilsvarende fremgår også av § 1-6 fjerde ledd.

Når det gjelder den foreslåtte prosedyren viser børsen til at Mifid her passer svært dårlig. I henhold til den foreslåtte bestemmelse mister den som skal behandles som profesjonell jf § 1-6 annet ledd den "beskyttelse" og de "investorgarantirettigheter" de ellers har. Som nevnt over vil ikke investering i spesialfond medføre at investor mister beskyttelsen av "god forretningsskikk", jf vpfl § 4-2, videre er det ikke i vpfl definert noen "investorgarantirettigheter". Det er da svært uklart hva investor egentlig mister ved en slik erklæring. Dette viser at Mifids erklæring er tilpasset den øvrige reguleringen i Mifid. Reglene er på dette området ikke egnet til overføring til spesialfondsreglene.

Forslag til regulering av § 1-6 annet ledd (og tredje og fjerde ledd)

Som følge av ovennevnte foreslår børsen følgende tekst til § 1-6 annet ledd:

"Følgende investorer anses som profesjonelle investorer selv om de ikke omfattes av kategori nr 1 til 4, dersom de har bedt om å bli behandlet som profesjonelle:

- 1. Forvaltere av spesialfond*
- 2. Investorer med finansformue på NOK 500.000 i form av bankinnskudd og investering i finansielle instrumenter.*

Investorer som nevnt i annet ledd nr 1 og 2 må skriftlig erklære overfor forvaltningsselskapet at de ønsker å bli behandlet som profesjonell investor. Slik erklæring kan gis i tegningsblanketten som benyttes for tegning av andel i det aktuelle fondet."

Børsen foreslår som nevnt at forslaget til § 1-6 tredje og fjerde ledd tas ut.

c. Regulering av Venturefond

Venturefond er definert i forslag til ny vpfl § 1-2 nr 8. Reguleringen av venturefond foreslås å avvike fra spesialfond på to punkter; unntak fra vpfl § 4-9 første ledd nr. 1 jf ny § 1-5 tredje ledd og mindre hyppig beregning og kunngjøring av andelsverdi (hver 6. måned mot hver måned i spesialfond) jf ny § 6-1 tredje ledd.

Oslo Børs finner videre definisjonen av venture fond uklar. Hva er for eksempel "tidlig fase"? Kan et selskap sies å være i tidlig fase selv om det har eksistert i mange år, dersom det f.eks ved hjelp av et venturefond forberedes for børsnotering?

Etter børsens oppfatning, og det er vårt inntrykk at markedsaktørene oppfatter det på samme måte, er det unødvendig å skille mellom venturefond og spesialfond. De regler som er foreslått spesielt for venturefond bør gjelde alle spesialfond.

d. Rapportering

Når det gjelder rapportering og offentliggjøring av andelsverdi m.v jf forslag til ny §6-1 tredje til sjetten ledd, mener børsen det vil være tilstrekkelig at spesialfond rapporterer en gang i året ifm regnskapsavleggelse, og for øvrig i situasjoner når det er behov.

e. Utlån av aksjer

I henhold til forskrift om verdipapirfonds utlån av finansielle instrumenter kan det ikke lånes ut mer enn 5 prosent av fondets eiendeler til samme mellommann (med mindre det er en oppgjørssentral). Denne begrensningen skaper problemer for ordinære verdipapirfond og vil skape problemer for spesialfond. Bestemmelsen er i praksis til hinder for at forvaltningsselskap i mange situasjoner vil vurdere det som forretningsmessig interessant å foreta utlån av finansielle instrumenter, jf. at dette er aktiviteter med meget små marginer hvor det er nødvendig med store volumer for at det skal være lønnsomt for partene. Oslo Børs mener derfor at den eksisterende prosentgrensen fjernes og at endringen gjøres gjeldende for spesialfond og ordinære verdipapirfond .

f. Plasseringsregler

Høringsnotatet foreslår at spesialfond skal gis unntak for en rekke av de plasseringsregler som gjelder ordinære fond. Børsen stiller seg positiv til dette og mener markedsaktørene da gis en mulighet til å etablere spesialfond basert på fornuftige strategier. Børsen vil imidlertid kommentere enkelte punkter i relasjon til plasseringsreglene.

Investeringsområdet

Investeringsområdet for spesialfond begrenses iht forlaget til finansielle instrumenter. Etter børsens oppfatning bør også spesialfond kunne etableres med formål å investere også i andre formuesobjekter. Det vises f.eks til eiendomsfond som kan tenkes regulert av reglene om spesialfond. Slike fond må i dag etableres som aksjeselskaper eller

lignende. Etter børsens oppfatning vil markedet være best tjent med at alle reelle fond kan etableres og falle inn under fondsregelverket. Vpfl § 1-5 gir departementet hjemmel til å fastsette forskrift om at loven også skal gjelde for «forvaltning av fond som tar sikte på å anskaffe andre formuesgjenstander enn finansielle instrumenter». Hjemmelen er ikke benyttet og børsen mener lovgivningen som gjelder spesialfond er egnet til etablering av flere slike former for fond. Børsen ber derfor om en utvidelse av investeringsområdet for spesialfond i loven, alternativt at det tas initiativ til å utarbeide forskrifter i henhold til den eksisterende hjemmel så snart som mulig.

Kredittderivater

Når det gjelder kredittderivater fremgår det av høringsnotatet at Kredittilsynet anbefaler å utsette utvidelsen slik at kredittderivater inkluderes til eventuell endring av verdipapirhandellovens definisjon endres på et senere tidspunkt. Etter de opplysninger børsen har fått fra markedsaktørene er det et utbredt ønske i norsk fondsbransje å få adgang til å kunne investere i kredittderivater. Dette gjelder også for ordinære verdipapirfond. Det oppleves som et paradoks at et fond gjerne kan påta seg kredittrisiko gjennom å investere i private rentepapirer, men ikke skal ha adgang til å påta seg den samme kredittrisikoen, eller avlaste denne, gjennom investeringer i kredittderivater. Børsen støtter markedsaktørene i dette syn og ber om at kredittderivater gjøres til lovlige plasseringsalternativ for alle fond.

Garantiforpliktelser

På side 60 i høringsnotatet fremgår det at et forvaltningsselskap i henhold til vpfl § 4-1 ikke har lov til å pådra et fond kausjons- eller garantiforpliktelser. Tilsvarende foreslås gjort gjeldende også for spesialfond. Kredittilsynet uttaler i den sammenheng at «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». Dette er en fremstilling som vi mener ikke er korrekt. En tegningsgaranti medfører at fondet forplikter seg til å tegne aksjer innenfor en ramme på et bestemt antall aksjer på et senere tidspunkt dersom aksjene ikke tegnes av markedet for øvrig, dvs en opsjonsavtale. Slike opsjonsavtaler har fondet lov til å inngå etter derivatforskriften (innenfor de rammer som følger av regelverket) og børsen er derfor usikker på hva Kredittilsynet sikter til med sin uttalelse.

3. Depotmottakers rolle

Dersom det åpnes for at allmennheten skal kunne investere i spesialfond mener børsen som nevnt i punkt 1 c over, at det vil være riktig å innføre en strengere tredjepartskontroll ved at depotmottaker får en slik funksjon som foreslått av Kredittilsynet i høringsnotatet punkt 7.10 jf forslaget til ny regulering i §§ 5-1 tredje ledd og 5-3 tredje, fjerde og femte ledd.

Dersom vilkåret i § 1-6 annet ledd opprettholdes i henhold til Kredittilsynets forslag mener imidlertid børsen at den kretsen som tillates å delta ikke vil ha behold for slik ekstra beskyttelse som forslaget medfører. Børsen vil da foreslå at det ikke innføres særlige kontrollregler med spesialfond.

4. Avsluttende bemerkninger

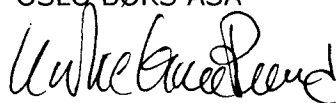
Avslutningsvis skal det bemerkes at børsen mener Kredittilsynet har gjort et svært grundig forarbeide med tanke på innføring av nye regler for spesialfond. Som det

fremgår ovenfor er børsen prinsipielt uenig i enkelte av de grunnleggende trekk ved forslaget. Børsen mener imidlertid at regelverket med de foreslåtte endringer vil bidra positivt til utviklingen av norsk finansnæring.

For børsen er det svært viktig at det regelverk som vedtas er egnet til å skape et aktivt marked for spesialfondsforvaltning. Etter børsens oppfatning trenger ikke øvrige deler av forslaget å gjennomgå store endringer selv om man fjerner vilkåret om profesjonalitet for å kunne investere i spesialfond. Børsen mener således at arbeidet frem til endelig regelverk vil kunne gå forholdsvis raskt selv om en slik grunnleggende endring foretas.

Børsen bidrar gjerne med å utdype eller forklare nærmere de ovenfor nevnte standpunkter ved behov.

Med hilsen
OSLO BØRS ASA



Cecilie Grue Ruud
Advokat