

Norges Fondsmeglerforbund

The Association of Norwegian Stockbroking Companies
Stiftet 5. oktober 1915



Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008 Dep
0030Oslo

12. april 2005

Deres ref: 03/2992 FM KW

Ad: Høring – Forslag til regulering av ”spesialfond”

Det vises til høringsbrev av 17. januar 2005 samt Kredittilsynets høringsnotat om spesialfond datert 18. november 2004 med høringsfrist 15. april 2005.

Norges Fondsmeglerforbund er positive til at det nå tas initiativ til et regelverk som tillater norske spesialfond. Det foreslåtte regelverket legger til rette for at norske forvaltningsselskap skal kunne etablere fond med andre egenskaper enn tradisjonelle verdipapirfond samtidig som det åpnes for at tilsvarende utenlandsregistrerte fond skal kunne markedsføres i Norge. Vi er stort sett enige i utkast til regelverk, men har noen merknader til enkelte av bestemmelsene. Kommentarene retter seg i all hovedsak til utkastets punkt 6 vedrørende definisjonen av profesjonelle investorer. Vi vil imidlertid også gjøre departementet oppmerksomme på at det kan være fornuftig å vurdere muligheten for å tillate en annen form for organisering slik at man i større grad åpner for forvaltning av spesialfond under aksjeloven/verdipapirhandelloven.

1. Profesjonelle investor – jf utkastet pkt. 6

1.1 Spesialfond - kun tilgjengelig for profesjonelle investorer

Forslaget legger opp til et skille mellom profesjonelle og andre for deltakelse i spesialfond, hvor bare førstnevnte gruppe skal få muligheten til å investere i såkalte spesialfond. Det kan synes som om formålet med denne begrensningen er å verne allmennheten mot investeringer i fond de ikke har innsikt nok til å forstå risikoen av. Denne sontringen kan i utgangspunktet synes fornuftig, men det er imidlertid viktig å se hen til at våre nærmeste naboland og konkurrenter (henholdsvis Sverige og Danmark) ikke operer med en tilsvarende sontring. En slik sontring som forslaget legger opp til og som legger begrensninger på hvem som kan

investere i slike spesialfond kan medføre en konkurransevridning mot utenlandske markeder. Dette er uheldig for det norske finansmarkedet. Det er en kjensgjerning at svenske internett meglere på sine hjemmesider selger såkalte spesialfond/hedgefond og det er ikke begrensninger for nordmenn (uavhengig av profesjonalitet) til å handle slike spesialfond. Med de elektroniske hjelpemidler som finnes i dagens samfunn er det viktig å erkjenne at landegrensner blir av mindre betydning, og slik konkurranse fra utenlandske aktører må derfor tas i betraktning når man vurderer regulering av norske spesialfond.

1.2 Definisjonen av profesjonelle investorer, jf ny § 1-6 første ledd pkt 1-4

Kredittilsynet sitt forslag til hvem som skal kunne anses som profesjonelle er i stor grad basert på definisjonen som er gitt i bilag II til det såkalte MIFID direktivet. Etter vår oppfatning er dette et hensiktsmessig utgangspunkt, men definisjonen bør likevel ikke benyttes ukritisk, da den i utgangspunktet ikke er beregnet på regulering av investorer i forhold til spesialfond.

Når det gjelder definisjonen av de kategorier som *er* definert som profesjonelle i forslag til ny § 1-6 første ledd punkt 1-4 støtter vi Kredittilsynets forslag. Våre merknader er imidlertid knyttet til definisjonen av investorer som *kan aksepteres* som profesjonelle, jf forslag til ny § 1-6 annet ledd punkt 1-2.

1.3 Definisjonen av andre som kan anses som profesjonelle, jf ny § 1-6 annet ledd pkt 1-2

Kredittilsynet foreslår at privatpersoner som oppfyller visse krav til formue, erfaring og innsikt samt minstekrav til første gangs tegningsbeløp kan behandles som profesjonelle. Norges Fondsmeglerforbund er i utgangspunktet skeptiske til at definisjonen av profesjonelle investorer i § ny § 1-6 annet ledd punkt 2 både stiller krav til finansformue på minst 5 millioner samt krav til minstetegning på 500 000 kroner.

1.3.1. Krav om minste tegningsbeløp på 500 000

Vi mener at det ikke er behov for minstetegning i tillegg til formuesbegrensning. Det bør imidlertid være opp til markedet selv å regulere hva som er hensiktsmessig minstetegning i det enkelte fond. I tillegg vil kravet til minstetegning for de personer med formuer rett over det foreslåtte minstekravet på 5 millioner bidra til å redusere deres diversifiseringsmuligheter. Dette mener vi er svært uheldig. Vi mener av den grunn at det bør være tilstrekkelig med et objektivt og lett kontrollerbart krav til størrelsen på den finansielle formuen på tegningstidspunktet.

1.3.2. Formueskravet på 5 millioner

Vi har merket oss at utkastets forslag til formueskrav på 5 millioner kroner er nesten en million kroner høyere enn det som følger av MIFID, dvs. 500 000 euro (ca. 4 millioner kroner). Etter vår oppfatning bør kravet til finansformue reduseres. Et særpreg ved sammensetningen av sparekapital i det norske markedet er at sparingen er høy på det offentliges hånd samt i form av privat sparing i bolig, mens privat finansiell sparing er forholdsmessig lavere sammenlignet med mange andre land, (eksempelvis Sverige). Dette forholdet kan tale for at de beløpsmessige krav til profesjonelle investorer settes noe lavere.

Dersom man senker kravet til 1 million vil ca 72.000 privatpersoner i Norge kvalifisere til deltakelse, jf forslaget side 52, noe som fortsatt må kunne sies å utgjøre et begrenset antall.

1.3.3. Kunnskapskravet

I tillegg til de objektive kravene til finansformue og minstetegning stilles det også krav til at forvaltningsselskapet skal vurdere hvorvidt den enkelte er i stand til å ” å treffe sine egne investeringsbeslutninger og forstå risikoen forbundet med plasseringen i spesialfond, vurdert utifra personens erfaringer og innsikt.”. Vi er skeptiske til dette subjektive kravet av flere grunner. For det første kan det være vanskelig å gjennomføre i praksis. Videre vil dette kreve betydelige resurser fra forvaltningsselskapet i form av utarbeidelse og oppfølging av interne rutiner. Videre vil kravet medføre relativ stor risiko for at forvaltningsselskapet i ettertid kan bli holdt ansvarlig ovenfor andelseiere som har lidt tap som følge av investeringer i spesialfond og som mener tapet skyldes at de ikke har fått tilstrekkelig kunnskap. Dette kan resultere i at forvaltningsselskaper av frykt for å bli pålagt et eventuelt erstatningsansvar vil unnlate å akseptere tegnere fra personer som ellers oppfyller de objektive kriteriene til henholdsvis finansformue og minstetegning. Dette kan i praksis medføre at privatpersoner blir avskåret fra og tegne andeler i spesialfond gjennom norske forvaltningsselskap og at de således ”tvinges” til å tegne andeler i spesialfond i andre land. Dette er svært uheldig for utviklingen av det norske finansmarkedet.

1.3.4 Subjektet

Det er en kjensgjerning at noen privatpersoner investerer direkte i eget navn, mens andre velger å investere eksempelvis gjennom sitt heleide investeringsselskap. Dersom en investor oppfyller kravene burde det være uten betydning om vedkommende investerer personlig eller gjennom et selskap. For å klargjøre at disse to situasjonene skal likestilles kan det være behov for å endre begrepet ”privatpersoner” til ”personer” i utkast til ny § 1-6 annet ledd nr. 2, slik at også juridiske personer omfattes av ordlyden. Vi kan ikke se grunn til at en privatperson som tilfredsstiller formueskravet skal bli betraktet som profesjonell, men falle utenfor dersom vedkommendes investeringsvirksomhet er organisert i eget investeringsselskap. Dette er også i tråd med oppbyggingen som er gjort i bilag II i MIFID hvor begrepene ”kunder”/ ”clients” er brukt. Det er forøvrig noe uklart for oss om det er ment at slike investeringsselskap som beskrevet ovenfor også skal omfattes av definisjonen i § 1-6 nr 4.

1.3.5 Prosedyrekrav

Når det gjelder den foreslåtte prosedyren ser den ut til å være kopiert direkte fra MIFID. I følge ny § 1-6 tredje ledd vil den som velger å bli behandlet som profesjonell miste sine såkalte ”investorgarantirettigheter”. Så vidt vi kjenner til eksisterer det ikke noen ”investorgarantirettigheter” i og det er således uklart hva investor risikerer og miste.

Vi er enige i at regelverket bør fastsette krav til prosedyrer i forbindelse med at personer ønsker å bli behandlet som profesjonell. Etter vår oppfatning bør det være tilstrekkelig at den profesjonelle dokumenter at vedkommende oppfyller kravet til finansformue samt en erklæring som viser at investor forstår de egenskaper spesialfondet har. Slik erklæring vil mest hensiktsmessig kunne avgis i tegningsformularet.

2. Alternative måter vedrørende organiseringen av investeringsordningen

Etter dagens regulering må forvaltere av en selvstendig formuesmasse oppstått ved kapitalinnskudd fra en ”ubestemt krets”, organisere virksomheten under . Alternativt for potensielle tilbydere av denne tjenesten er å opprette et aksjeselskap hvor aksjekapitalen investeres i finansielle instrumenter på samme måte som hedgefond/spesialfond gjør. Aksjonærene vil da måtte realisere investeringene ved omsetning av aksjene. Denne løsningen er tungvinn for aksjonærene fordi det normalt ikke vil være et likvid marked for omsetning av aksjene.

Gitt at kravet til profesjonalitet, (finansformue samt minstetegning) opprettholdes bør det åpnes for en annen form for organisering, slik at man i større grad åpner for muligheten til å forvalte spesialfond uten å være underlagt , men istedenfor være underlagt aksjeselskapsloven/verdipapirhandelloven.

Etter vår oppfatning bør det vurderes hvorvidt det bør gis en valgmulighet, slik at en formuesmasse som er organisert på samme måte som et fond med kapitalinnskudd fra en ”ubestemt” krets av investorer, enten må følge reglene i eller reglene i aksjeloven med tilleggskrav om at det aktuelle aksjeselskapet må inngå forvaltningsavtale med en aktør som har konsesjon for å drive aktiv forvaltning. Det kan eventuelt også stilles krav om at aksjeselskapet må inngå avtale med depotmottaker på linje med de krav som stilles til verdipapirfond.

Det blir listet opp en del argumenter i høringsnotatets punkt 3.5 om hvorfor det er behov for at kollektive plasseringer reguleres av . Vi mener det finnes motargumenter til disse argumentene.

- Selv om noen aktører kan synes at aksjeselskapsformen innebærer praktiske vanskeligheter, virker det mer rimelig at aktørene selv gis friheten til å velge aksjeselskapsform dersom de finner dette gunstigst. Vi synes det er uheldig at mulige praktiske vanskeligheter skal begrunne et påtvunget valg av strukturen med spesialfond.
- Det fremgår av høringsnotatet side 116 følgende; ”En regulering under vil dessuten gi myndighetene noe større kontroll enn om slike kollektive ordninger ikke er underlagt tilsyn.” Når investeringer i hedgefond/spesialfond utføres i aksjeselskapsform, kan det imidlertid stilles krav til at aksjeselskapet inngår forvaltningsavtale med en aktiv forvalter som gjennom verdipapirhandelloven også vil være underlagt Kredittilsynet. Kravet om regulering og kontroll kan dermed ivaretas like godt innenfor et aksjeselskap.
- Det er aktører som har ønsket at det gis adgang til å organisere spesialfond under andre modeller enn det nå åpnes for. Disse vil være ”nisjeselskaper” som utelukkende driver denne virksomheten. Det er i denne forbindelse grunn til å påpeke at foretak som driver kollektiv forvaltning i aksjeselskapsform blir pålagt økte kostnader og lavere fleksibilitet etter det forslaget som nå fremlegges. De økte kostnader vil komme blant annet fra engangskostnader knyttet til konsesjon som verdipapirforvalter, kostnader knyttet til oppfyllelse av konsesjonsvilkårene som kapitalkrav samt krav til organisering. Den reduserte fleksibiliteten kommer blant annet fra kravet om å følge s regler om innløsning av andeler hos fondet. Forslaget om å innføre valgfrihet mellom organisering etter verdipapirfondloven og aksjeloven vil både gi lavere kostnader og

bedre fleksibilitet for aktørene. Etter vår oppfatning er slik fleksibilitet nødvendig for at norske aktører skal kunne delta i utviklingen av nye spareprodukter.

- I Sverige synes myndigheten å ha anbefalt at spesialfond bør ha samme juridiske grunnstruktur som verdipapirfond. Imidlertid er det viktig å påpeke at i andre velutviklede kapitalmarknader som Storbritannia utgjør investeringselskaper i aksjeselskapsform (closed end trust eller investment trust) et likvid og betydelig marked, med deltakelse både fra private og institusjonelle investorer. I den forbindelse er det grunn til å registrere at et raskt voksende investeringsprodukt internasjonalt har vært såkalte Exchange Traded Funds, som i juridisk struktur har mer til felles med investeringsforetak i aksjeselskaps form enn med verdipapirfond. Det er ønskelig at norske forvaltere får anledning til å delta i nyskaping innenfor dette området uten de kostnadsmessige ulemper som påføres dersom organisering av forvaltningstjenester må skje under .

Med vennlig hilsen

NORGES FONDSMEGLERFORBUND

Per Broch-Mathisen

Adm. dir.

Mette Christin Eriksen
Rådgiver