

Det kongelige finansdepartement
Att: Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

WR
WIKBORG REIN

Wikborg, Rein & Co.
Advokatfirma M.N.A

Oslo
Kronprinsesse Märthas pl. 1
P.B. 1513 Vika, N-0117 Oslo

tel. +47 22 82 75 00
fax +47 22 82 75 01/02
oslo@wr.no
www.wr.no

Foretaksregisteret
NO 947 360 779

Vår ref.: 5000022 ckv

Deres ref.: 03/2992

Ansvarlig partner: Susanne Munch Thore

Oslo, 14. april 2005

Høring – forslag til regulering av ”spesialfond”

Vi viser til Finansdepartementets høringsbrev av 17. januar 2005 vedlagt Kredittilsynets lovforslag til regulering av spesialfond (”Lovforslaget”).

På vegne av advokatfirmaet Wikborg, Rein & Co., børs-, verdipapir- og finansregulatorisk kompetansegruppe, ønsker vi å gi høringskommentarer til enkelte av punktene i Lovforslaget.

Lovutkastet foreslår å åpne for etablering av norske hedge- og private equity-fond regulert som spesialfond under verdipapirfondloven (”vpfl.”). Dersom Lovforslaget vedtas av Stortinget, vil dette innebære en oppmykning av dagens svært strenge norske lovregulering, som i dag forbyr etablering av slike fond i Norge samt markedsføring av slike fond inn i Norge. Lovforslaget er imidlertid på enkelte punkter etter vår oppfatning ikke hensiktsmessig avgrenset, og vil etter vårt syn, dersom det vedtas i den foreslåtte form, fremdeles innebære en for restriktiv regulering av det norske markedet for slike produkter.

I INVESTERING FORBEHOLDT ”PROFESJONELLE INVESTORER”

Vi støtter forslaget om i større grad å åpne opp både for etablering av norske hedge fond samt for markedsføring og salg av utenlandske hedge fond til norske investorer.

1. Utelukkelse av ikke-profesjonelle investorer

Vi er imidlertid uenige i hensiktsmessigheten av å utelukke ikke-profesjonelle investorer fra den diversifiserings- og investeringsmulighet som kan ligge i investeringer i hedge fond.

I lovforslaget foreslås hedge fond-investeringer forbeholdt profesjonelle investorer under henvisning til behovet for investorbeskyttelse. Aktører som ikke oppfyller de foreslåtte

S-2005-0010616 00151848 14 04 05 5000022

Oslo
tel: +47 22 82 75 00
fax: +47 22 82 75 01
oslo@wr.no

Bergen
tel: +47 55 21 52 00
fax: +47 55 21 52 01
bergen@wr.no

London
tel: +44 20 7236 4598
fax: +44 20 7236 4599
london@wr.no

Singapore
tel: +65 6438 4498
fax: +65 6438 4496
singapore@wr.no

Shanghai
tel: +86 21 6339 0101
fax: +86 21 6339 0606
shanghai@wr.no

Kobe
tel: +81 78 272 1777
fax: +81 78 272 1788
kobe@wr.no

vilkårene for å bli betraktet som profesjonell investor, synes i henhold til Lovforslaget å kunne ha behov for spesiell beskyttelse (foreslått besørget i form av total utestengning fra investeringsmuligheten), på grunn av disse aktørenes mulig manglende erfaring i forhold til å treffe egne investeringsbeslutninger. De ikke-profesjonelle investorene antydes å kunne ha manglende innsikt i forhold til å foreta relevant risikovurdering av planlagt investering, og vil kunne ha problemer med å skille mellom hedge fond-produkter og ordinære verdipapirfond.

Vi er ikke uenige i at ikke-profesjonelle investorer vil kunne ha mindre grad av erfaring fra investeringsvirksomhet enn profesjonelle investorer. Vi er imidlertid uenige i at det adekvate grep for å bøte på eventuell manglende erfaring bør være at investeringsmuligheten i hedge fond totalt forbys for disse investorene.

Det foreligger i dag ikke tilsvarende investeringsforbud i forhold til andre typer finansielle instrumenter for investorer som ikke oppfyller en nærmere angitt definisjon som profesjonell investor. Ikke-profesjonelle investorer har i dag adgang til å foreta investeringer i enkeltaksjer (både børsnoterte og unoterte samt likvide så vel som illikvide papirer) som i enkelttilfeller kan innebære en høyere risiko enn hva investeringer i et hedge fond, og spesielt i fond-i-fond av hedge fond, vil kunne innebære. Investeringer i aksjefond, som i de senere år har vist seg å innebære høy risiko, kan også foretas av ikke-profesjonelle investorer. Ikke-profesjonelle investorer kan endog foreta derivathandel direkte, hvilket etter omstendighetene kan innebære en betydelig høyere risiko for den enkelte investor enn den risiko som en hedge fondsinvestering typisk vil eksponere en investor for.

Nevnte eksempler på til dels risikofylte investeringsalternativer som p.t. ikke er forbeholdt profesjonelle investorer, er etter vår oppfatning uproblematiske. Dette skyldes bl.a. det strenge ulovfestede profesjonsansvaret som finnes i norsk rett, som underlegger investeringsrådgivere, verdipapirforetak og andre profesjonsutøvere som opptrer som rådgivere, selgere og mellommenn i tilknytning til finansielle instrumenter en svært streng aktsomhetsplikt i forhold til investorene.

Profesjonsansvaret er i kontinuerlig utvikling gjennom retts-, forvaltnings- og bransjepraksis. Aktsomhetskravene til rådgivningen skjerpes i samsvar med eventuell manglende investeringserfaring hos investor, og vil også kunne skjerpes avhengig av det konkrete investeringsalternativs risikoprofil. Det er vår oppfatning at for eksempel de typiske standardprosedyrer og kundevurderinger som foretas av meglerforetak forut for etablering av kundeforhold relatert til derivathandel, kan betraktes som et utslag av et slikt profesjonsansvar.

Det foreligger etter vår vurdering ikke gode grunner til å forskjellsbehandle én spesiell type finansielle instrumenter og dermed utelukke ikke-profesjonelle fra investeringer i hedge fond under henvisning til investorbeskyttelseshensyn.

En riktigere og bedre tilnærming er etter vårt syn å skjerpe informasjonskravene og rådgivningsansvaret overfor ikke-profesjonelle investorer ved hedge fond investeringer, for å sikre at disse gis et forsvarlig vurderingsgrunnlag forut for investering. God informasjon kombinert med individuelt tilpasset rådgivning bør sikre at ikke-profesjonelle investorer

gjøres i stand til å investere på velinformert grunnlag, etter at den enkelte investors informasjonsbehov, investeringserfaring, risikoprofil m.v. er ivaretatt. Et slikt rådgivningsansvar er etter vår vurdering allerede en del av gjeldende norsk ulovfestet rett, og også i tråd med initiativ fra finansbransjen til styrking av kompetansen hos finansielle rådgivere.

Vi mener derfor at nye lovregler om spesialfond ikke bør begrense investeringsadgangen i hedge fond til de investorer som oppfyller de foreslåtte strenge vilkårene for å bli vurdert som profesjonell investor. Til illustrasjon vil verken Sverige eller Danmark, slik det også fremgår av Lovforslaget, forbeholde hedge fond investeringer for profesjonelle investorer.

2. Kriterier for kategorisering som profesjonell investor

Lovforslaget inneholder et forslag til definisjon av ”profesjonell investor” som bygger på EUs rådsdirektiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (MiFID).

For at privatpersoner skal kunne vurderes som profesjonelle investorer, foreslås bl.a. at disse kan dokumentere en brutto finansformue stor minimum MNOK 5. Det gir etter vår oppfatning liten mening å knytte vurderingskriterier for kategorisering som profesjonell investor, hvor tanken presumptivt er å skille ut de investorer som har minst behov for investorbeskyttelse, til bruttostørrelser. Dersom vurderingstemaet knyttes til brutto finansformue, innebærer dette at investoren ved låneopptak kan oppfylle vilkårene for å bli vurdert som profesjonell investor, uten at låneopptaket på noen måte kan sies å bedre investorens evne til å tåle eksponering mot risikofylte instrumenter, og uten at brutto finansformue dermed gir noen god indikasjon i forhold til hvilke investorer som kan ha et spesielt behov for investorbeskyttelse.

Eventuelle vilkår knyttet til investorers formue bør derfor etter vår oppfatning ikke relateres til bruttobegreper.

3. Krav om minstetegning for private profesjonelle investorer

Lovforslaget inneholder også et krav om at privatpersoner som kategoriseres som profesjonelle investorer bare skal gis adgang til å investere i hedge fond dersom de ved første gangs tegning, og gjennom hele andelseierperioden, investerer et beløp stort minimum NOK 500.000.

Vi er kritiske til forslaget om krav til minstetegningsbeløp som et virkemiddel for å ivareta investorbeskyttelseshensyn, samt for å skille profesjonelle fra mer ikke-profesjonelle investorer.

Hedge fond investeringer bør ikke foretas ut fra beløpsangitte minimumsterskler, men ut fra en sammensatt vurdering hvor bl.a. hensynet til eksponering og sammensetning av investorens øvrige investeringsportefølje bør være veiledende for hvor stor andel av den enkelte investors formue det vil være forsvarlig å plassere denne type instrumenter.

Spissformulert ville det ut fra investorbeskyttelseshensyn kunne sies å være et mer adekvat virkemiddel å innføre maksimumsgrenser, enn minimumsgrenser, for tegning i hedge fond.

Vi er kjent med at utenlandske hedge fondsforvaltere som tilbyr flere ulike hedge fond i enkelte tilfeller velger minstetegningsbeløp for investering i det enkelte hedge fond, eller fond-i-fond av hedge fond, ut fra antatt risikoprofil og ”agressivitet” i investeringsstrategiene for det enkelte hedge fond. Høyt minstetegningsbeløp indikerer i disse tilfellene høyere risiko, mens lave minstetegningsbeløp forbeholdes hedge fondene med lavere risikoprofil. Fondene med lave minstetegningsbeløp vil typisk være rettet mot retail-investorer. I en slik sammenheng fremstår krav om minstetegning som ledd i investorvern som et paradoks.

Krav om minstetegningsbeløp for private investorer i størrelsesorden NOK 500.000 harmonerer etter vårt syn dårlig med tanker om investorbeskyttelse og forsvarlig porteføljeallokering for privatpersoner, hva enten det dreier seg om ikke-profesjonelle eller mer erfarne investorer. Etter vårt syn bør det ikke inntas krav om minstetegningbeløp for at private investorer skal ha adgang til å plassere midler i hedge fond.

II DEPOTMOTTAKERS KONTROLLFUNKSJON I ALMINNELIGE VERDIPAPIR- OG SPESIALFOND

1. Dagens rettsstilstand i Norge og andre EØS-land

Depotmottaker er i EUs UCITS-direktiver underlagt kontrollforpliktelser i forhold til forvaltningsselskapets disposisjoner på vegne av verdipapirfondene. I norsk rett er depotmottakers kontrollplikter knyttet til forvaltningsselskapets disposisjoner på vegne av fondene noe upresist reflektert i vpfl. § 5-3.

Vi er kjent med at det har versert uenighet mellom Kredittilsynet og bransjen om fortolkningen av bestemmelsene som regulerer depotmottakeres kontrollforpliktelser, samt om hvilke krav til gjennomføring av kontroller som kan innfortolkes i den norske loven og UCITS-direktivene i praksis. Lovteksten, forarbeidene og EU-direktivene gir liten veiledning med hensyn til hvilke krav til hyppighet og omfang av kontroller depotmottakere i praksis forutsettes å foreta for å oppfylle sine kontrollforpliktelser.

Vi er videre kjent med at de kontrollforpliktelser depotmottakere pålegges i UCITS-direktivene til dels har vært ulikt implementert og håndhevet i praksis i ulike EØS-stater. I enkelte EØS-stater har det vært ansett tilstrekkelig at depotmottaker foretar regelmessige stikkprøvekontroller i ettertid for å oppfylle kontrollforpliktelsene. I andre stater har man forutsatt at depotmottaker foretar kontroll av enkeltransaksjoner foretatt av forvaltningsselskapene, men har samtidig åpnet for at forvaltningsselskapet utkontrakterer primærutførelsen av disse sentrale oppgavene til depotmottaker.

Hvor byrdefulle kontrolloppgavene vil være for depotmottaker, og dermed også hvor kostbare depotmottakers tjenester vil være for fondsforvaltningsselskapet (og andelseierne), vil være

avhengig bl.a. av hvor hyppige og omfattende kontroller tilsynsmyndighetene forutsetter at depotmottakere for fondsforvaltningsselskaper utfører.

Norske tilsynsmyndigheter har tidligere forutsatt et strengere kontrollregime for depotmottakere enn hva tilsynsmyndigheter i andre EØS-stater har praktisert. En ulik praktisering av kontrollforpliktelsene for depotmottakere i ulike EØS-stater skaper kostnadsforskjeller for norske verdipapirfond sammenlignet med utenlandske verdipapirfond. Et regime som formelt og i praksis er strengere enn hva som er tilfellet i andre EØS-stater, kan derfor skape en konkurransevridning i disfavør av norske depotmottakere, og norske verdipapirfond, ettersom utenlandske fond som ikke vil være underlagt de samme restriksjoner vil kunne tilby rimeligere løsninger.

Problemstillingen er ikke berørt i Lovforslaget. Det gis heller ingen redegjørelse for Kredittilsynets praktisering av hvor omfattende og hyppige norske depotmottakers kontrollforpliktelser i praksis anses å være. Dette bør etter vårt syn gjøres, slikt at det kan vurderes hvilke konsekvenser Lovforslagets presiseringer av depotmottakers forpliktelser, samt utvidelse av plikter i forhold til spesialfond, vil kunne ha i forhold til konkurransevridning i disfavør av norske depotmottakere og verdipapirfond.

2. Forslag om utvidelse av depotmottakers kontrollplikter for spesialfond

Lovforslaget inneholder forslag om at depotmottakers kontrollforpliktelser utvides i forhold til spesialfond, slik at depotmottaker i tillegg "løpende" skal kontrollere spesialfonds overholdelse av strategi, risikorammer risikostyring samt beregning av forvaltningsgodtgjørelse.

Det er etter vår oppfatning ikke behov for å utvide depotmottakers kontrolloppgaver ytterligere i forhold til spesialfond, sammenlignet med alminnelige verdipapirfond. De eksisterende kontrollforpliktelsene som påhviler depotmottaker må anses som mer enn tilstrekkelige for å ivareta investorbeskyttelseshensynene. Dette gjelder spesielt dersom en ny lov vil forbeholde investeringer i spesialfond for profesjonelle investorer som selv er i stand til å foreta de nødvendige vurderinger. Etter vår oppfatning er imidlertid gjeldende kontrolloppgaver som påhviler depotmottaker også tilstrekkelige dersom loven åpner for at slike investeringer også kan foretas av ikke-profesjonelle investorer.

Etter vårt syn bør derfor depotmottakers kontrollplikter ikke utvides i forhold til spesialfond.

Subsidiært er det vår oppfatning at forslaget bør omformuleres, og at det bør fremgå klart av lovens forarbeider at eventuelle utvidede kontrollforpliktelser for depotmottaker ikke forutsettes utført "løpende", men i form av stikkprøvekontroller i ettertid.

3. Forslag om ytterligere ekstern verdiberegningskontroll

Det fremsettes i lovforslaget et krav om at verdiberegning av andeler i spesialfond skal godkjennes av en uavhengig tredjepart minimum hver måned.

Det er et vår oppfatning ikke grunnlag for å innføre et ytterligere, fordyrende, kontrollelement sammenlignet med verdiberegningsprosessen slik den fremstår i dag. Forvaltningsselskapene foretar den operative verdiberegning. Depotmottaker foretar kontroll av verdiberegningene. Forvaltningsselskapet plikter å overholde internkontrollforskriften og er underlagt revisjonsplikt. Dagens system må etter vår oppfatning antas å inneholde tilstrekkelig grad av kontrollmekanismer, både for alminnelige verdipapirfond og for spesialfond. Dette gjelder etter vårt syn også dersom spesialfondsinvesteringer skulle bli tillatt for ikke-profesjonelle investorer.

III SALG OG MARKEDSFØRING AV UTENLANDSKE HEDGE FOND

1. Forslag begrenset til hedge fond og fond-i-fond etablert i EØS og USA

Det fremgår av Lovforslagets behandling av norske fond-i-fond av spesialfond, samt foreslåtte begrensninger knyttet til slike fonds plasseringer i underfond, at både de aktuelle underfond samt forvaltningen av disse, forutsettes å være underlagt betryggende tilsyn i sitt hjemland. I tillegg kreves at det er etablert tilfredsstillende tilsynssamarbeid mellom Kredittilsynet og den aktuelle utenlandske tilsynsmyndigheten, jf. lovforslaget pkt. 7.3.1.3.

Av Lovforslagets pkt 7.3.1.3 fremgår at utenlandske spesialfond forutsettes underlagt de samme krav som norske spesialfond på dette punkt. En slik tilsvarende regulering er imidlertid ikke gjennomført i forhold til markedsføring av utenlandske hedge fond. En gjennomgang av det utkast til lovtekst som foreligger p.t., hvor det forelås å opprettholde vilkårene som fremkommer av kravene i dagens vpfl. § 6-13, første ledd nr. 4, viser at ordlyden i loven kun knytter restriksjonene knyttet til tilfredsstillende hjemlandstilsyn samt tilfredsstillende tilsynssamarbeid til det utenlandske "verdipapirfondet", dvs. "overfondet" i et eventuelt fond-i-fond av hedge fond. Restriksjoner knyttet til utenlandske fond-i-fond av spesialfond sine investeringer i underfond fremkommer imidlertid ikke av lovutkastet.

Det er etter vår oppfatning en svakhet ved Lovforslaget at ikke det ikke er foretatt noen vurdering og sammenligning av risikoen knyttet til direkteinvesteringer i hedge fond sammenlignet med risikoen knyttet til investeringer i fond-i-fond av hedge fond, hvor fondets investeringer kan være spredt på mange ulike hedge fond.

Fond-i-fond av hedge fond vil etter vår oppfatning regelmessig representere en betydelig lavere risiko enn direkteinvestering i ett enkelt hedge fond. Slik det globale hedge fond markedet synes å fungere p.t., vil de fleste fond-i fond av hedge fond regelmessig være investert i underfond som vil være etablert utenfor EØS og USA. Dersom det i en ny

spesialfondlov innføres restriksjoner på underfondsnivå som angitt ovenfor i forhold til markedsføring av utenlandske hedge fond, vil dette innebære at utenlandske fond-i-fond i praksis ikke vil kunne få markedsføringstillatelse i Norge.

En slik lovgivning vil dermed innebære at de minst risikable utenlandske hedge fond investeringene ikke vil kunne markedsføres i Norge. I forhold til et lovgiverinitiativ som i stor grad fokuserer på investorbeskyttelse, fremstår ikke dette som velbegrunnet. Etter vår oppfatning bør ikke utenlandske fond-i-fond av hedge fond underlegges restriksjoner knyttet til tilfredsstillende hjemlandstilsyn samt tilfredsstillende tilsynssamarbeid på underfondsnivå. Tilstrekkelig grad av investorbeskyttelse må antas å foreligge ved de krav som stilles til forvaltningen av fondet, depotmottaker, samt eventuelt overfondet. (Se dog pkt. 2 nedenfor ift overfondet).

2. Krav både til fondet og til forvaltningen av dette

Lovforslaget inneholder ved forslag om opprettholdelse av dagens vpfl. § 6-13, første ledd nr. 4, et krav om at både forvaltningen av det utenlandske fondet samt det utenlandske fondet som sådant, må være underlagt tilfredsstillende hjemlandstilsyn og at det må være etablert tilfredsstillende tilsynssamarbeid mellom det norske Kredittilsynet og tilsynsmyndighetene i det land hvor henholdsvis forvaltningen foregår og verdipapirfondet er etablert.

Etter vår oppfatning er det ikke behov for å stille ovennevnte krav i forhold til hjemlandstilsyn og tilsynssamarbeid knyttet til verdipapirfondet som sådant.

Ved å opprettholde krav i forhold til det utenlandske fondets forvalter og depotmottaker, vil norske myndigheter etter vår oppfatning oppnå tilfredsstillende grad av kontroll i forhold til de disposisjoner på vegne av fondene som vil kunne påføre andelseierne et tap. Forvalteren treffer alle beslutninger på vegne av fondene og depotmottakeren skal sikre at det ikke foretas disposisjoner som vil stride mot fondenes vedtekter m.v. Det er vanskelig å se gode grunner for å underlegge det aktuelle verdipapirfondet geografiske restriksjoner, så fremt forvalter og depotmottaker er etablert innenfor "regulatorisk akseptable" jurisdiksjoner.

En videreføring av vpfl. § 6-13, første ledd nr. 4 i forhold til det utenlandske verdipapirfondet vil etter vårt syn innebære en geografisk restriksjon som vil utelukke mange av markedets beste hedge fond fra å oppnå markedsføringstillatelse i Norge. Vi er derfor av den oppfatning at kravet om tilfredsstillende hjemlandstilsyn og tilfredsstillende tilsynssamarbeid ikke bør gjøres gjeldende i forhold til det utenlandske verdipapirfondet, men kun i forhold til forvaltningen av dette.

3. Konsekvenser i forhold til salg basert på investors initiativ

Det fremgår av Lovforslaget at den nye spesialfondloven ikke er ment å innebære noen innstramning i forhold til dagens rettstilstand, hvor manglende markedsføringstillatelse ikke anses å være til hinder for at det finner sted salg av utenlandske hedge fond til investorer i Norge, basert på investors initiativ. Det er i dag tillatt å gjennomføre såkalt "passive salg" og

salg via aktiv forvaltningskontrakter, forutsatt at det ikke har funnet sted forutgående ulovlig markedsføring av det utenlandske fondet i Norge.

Lovforslaget må imidlertid etter vårt syn i praksis antas å innebære en innskrenkning av den adgang som i dag foreligger til å gjennomføre salg av utenlandske hedge fond på investors initiativ. Dette følger av utkastet til § 6-13, første ledd nr. 4 og 7, som innebærer at utenlandske hedge fond som får markedsføringstillatelse må stå inne for at ikke andre en profesjonelle investorer (slik definert i den norske loven) rettsgyldig skal kunne tegne seg i fondene. Etter å ha fått tillatelse til markedsføring i Norge vil det utenlandske hedge fondet som en følge av dette derfor ikke lenger kunne gjennomføre salg til investorer i Norge som finner sted på disse investorenes initiativ, det være seg "passivt salg" eller salg via aktiv forvaltningskontrakter, så fremt ikke den aktuelle investor tilfredstiller den norske lovens definisjon av profesjonell investor.

Paradoksalt nok vil derfor lovforslaget, som i sterk grad er begrunnet ut fra investorbeskyttelseshensyn, innebære at kun de utenlandske hedge fond som ikke har fått tillatelse til markedsføring i Norge vil være åpne for de ikke-profesjonelle investorer.

Et slikt resultat er neppe tilsiktet, og underbygger ytterligere vår vurdering av det lite hensiktsmessige ved å forbeholde utenlandske hedge fond investeringer for profesjonelle investorer.

IV PRIVATE EQUITY – REGULERING SOM SPESIALFOND

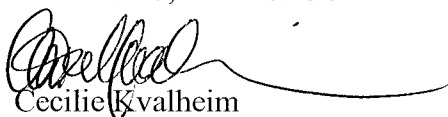
Lovforslaget inneholder også bestemmelser som åpner for at "venturefond" skal kunne organiseres som spesialfond under den norske verdipapirfondloven.

Vi oppfatter Lovforslaget i forhold til venturefond slik at det er ment å være en frivillig form for organisering for disse fondene.

Vi har imidlertid oppfattet dagens rettsstilstand slik at verdipapirfondloven er preseptorisk, i den forstand at dersom et investeringsselskap anses reelt sett å ha et verdipapirfonds karakteristika, så forutsettes at selskapet organiseres under vpfl. og i samsvar med denne lovens restriksjoner.

Det bør derfor etter vårt syn presiseres tydelig i lovteksten at åpningen for organisering av lukkede venturefond under verdipapirfondloven er ment å innebære at slik organisering vil være frivillig, slik at venturefond fremdeles vil kunne være organisert som i dag.

Med vennlig hilsen
WIKBORG, REIN & CO.



Cecilie Kvalheim



Sigurd Opedal