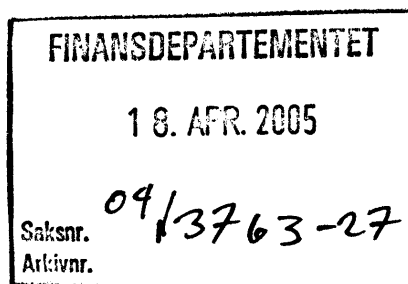


Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo



Deres ref.  
03/2992 FM KW

Vår ref.  
FST/VPM/InA/200500113

Oslo  
15.04.2005

### Høring – Forslag til regulering av ”spesialfond”

Det vises til Finansdepartementets brev av 17. januar 2005, vedlagt Kredittilsynets høringsnotat med forslag til endringer i verdipapirfondsloven og tilhørende forskrifter. Endringene tar sikte på å legge til rette for etablering av spesialfond under verdipapirfondsloven, og det foreslås i den forbindelse å innføre et skille mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer.

Norges Bank vil innledningsvis påpeke at høringsutkastet er langt og vanskelig tilgjengelig. Lov- og forskriftsforslag behandles spredt i ulike kapitler og i et eget kapittel knyttes det kommentarer til noen av de lovbestemmelsene som ikke foreslås endret. Med en slik struktur er det vanskelig å få oversikt over forslagene. I mange tilfeller savnes det også en nærmere begrunnelse for hvorfor forhold foreslås regulert i samsvar med, eller unntatt fra, gjeldende regulering for verdipapirfond. Etter Norges Banks oppfatning burde det ha vært foretatt en systematisk gjennomgang av verdipapirfondsloven med forskrifter, med sikte på å identifisere hvilke regler som burde gjelde og hvilke regler som ikke burde gjelde for spesialfond og hvorfor. Lovendringer og tilhørende forskriftsendringer burde vært behandlet under ett. Høringsnotatet burde dessuten referere til det riktige lovendringsforslaget, datert 6. januar 2005, og ikke til en tidligere versjon.

I forslagene til lov- og forskriftsendringer har Kredittilsynet valgt å benytte spesialfond som en samlebetegnelse for det som normalt omtales hedgefond, med venturefond som en særskilt type spesialfond. Mens venturefond har som formål å plassere midler i foretak som er i en tidlig fase av utviklingen, omfatter hedgefond mange ulike typer fond som kan ha svært ulike risikoprofiler og investeringsstrategier. Mange hedgefond har som strategi å sikre seg mot negativ utvikling i markedene gjennom å ta posisjoner med en verdiutvikling som er uavhengig av markedsutviklingen for øvrig. Hedgefond har likevel ofte blitt assosiert med fond som har høy risiko. Det har også blitt hevdet at hedgefond kan virke destabiliserende på det finansielle systemet. Kredittilsynet gjengir i sitt høringsnotat store deler av en artikkel om hedgefond som ble trykket i Norges Banks publikasjon Penger og Kreditt nr. 4 i 1999. I denne artikkelen trekkes det imidlertid ingen klare og generelle konklusjoner i forhold til om hedgefond truer den finansielle stabiliteten. Det er etter Norges Banks oppfatning heller ikke mulig. Etter Norges Banks syn kan hedgefond bidra positivt til velfungerende markeder og spredning av risiko, men de kan også virke destabiliserende på markedsutviklingen, særlig i tilfeller der fondene er høyt giret.

I dag er det ikke adgang til å etablere hedgefond under norsk jurisdiksjon. De hedgefondene som selges i Norge er etablert med utgangspunkt i andre lands jurisdiksjoner. Dette oppfattes som en konkurranseulempe av norske aktører i fondsmarkedet. Norges Bank ser det som viktig at norske aktører kan delta i markedet under konkurranseforhold som tilsvarer det som er vanlig i andre land. Norges Bank stiller seg derfor positiv til at det legges til rette for etablering av hedgefond i Norge, tilsvarende det som er gjort blant annet i Sverige og Danmark. Det er imidlertid ikke opplagt at verdipapirfondsloven er det naturlige utgangspunktet for regulering av slike fond. Skal hedgefond eller spesialfond virke etter hensikten vil de ha behov for omfattende unntak fra verdipapirfondsregelverket. Når spesialfond heller ikke er tenkt solgt fritt i markedet, men kun til investorer som enten er, eller har bedt om å bli behandlet som, profesjonelle, kan et regelverk som i stor grad er fokusert på investorbeskyttelse kanskje være et lite egnet utgangspunkt for regulering. På den annen side kan verdipapirfondsloven gi aktørene en bedre ramme for sin virksomhet enn den alminnelige selskapslovgivningen. Norges Bank legger derfor til grunn at reguleringen av spesialfond kan innpasses i verdipapirfondsloven på en hensiktsmessig måte, men understreker at hensynet til investorbeskyttelse ikke bør stå sentralt ved tilpasning av verdipapirfondsloven for spesialfond.

Et særlig viktig spørsmål i høringen gjelder om, og i tilfelle på hvilke vilkår private investorer skal kunne tilbys andeler i spesialfond. Omfanget av spesialfond i Norge vil avhenge av tilfanget av investorer. Utformingen av et eventuelt skille mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer vil være svært viktig i denne sammenhengen. I høringsnotatet er det foreslått at skillet baseres på et krav om brutto finansformue på minimum 5 millioner kroner for at en investor skal kunne anses som profesjonell, og det foreslås også et krav om minste tegningsbeløp på 500 000 kroner. Det opplyses at kravet til finansformue tar utgangspunkt i et tilsvarende skille i EU-direktivet om markeder for finansielle instrumenter (MiFID), mens tilleggskravet om minste tegningsbeløp foreslås for ”ytterligere å sikre at en privatperson er profesjonell investor”.

I utgangspunktet mener Norges Bank at det må være opp til den enkelte investor, privat eller ikke, om og eventuelt hvor stor del av formuen vedkommende ønsker å plassere i hedgefond eller andre investeringsalternativer. Det vises i denne forbindelse til at ikke-profesjonelle investorer vil kunne tegne seg i utenlandske spesialfond som ikke er underlagt begrensninger i forhold til salg til ikke-profesjonelle investorer. Det som likevel taler for innføringen av et skille mellom profesjonelle og andre investorer er etter Norges Banks syn at dette vil muliggjøre et enkelt og fleksibelt regelverk for spesialfond som ikke behøver å legge vekt på å beskytte investorene, fordi andeler i slike fond bare skal selges til profesjonelle investorer. En viktig forutsetning for å gi avkall på regler som ivaretar slike forbrukerhensyn er imidlertid at investorene gis tilstrekkelig informasjon til å kunne vurdere risikoen ved å investere i spesialfond.

Etter det Norges Bank kan se avviker kriteriene en privatperson må oppfylle for å kunne betraktes som profesjonell i høringsforslaget betydelig fra anbefalingene i MiFID-direktivet. Etter Norges Banks oppfatning bør det derfor i første rekke legges vekt på å etablere en formålstjenlig definisjon av profesjonell investor i verdipapirfondsregelverket.

Når det gjelder etter hvilke kriterier det skal skilles mellom profesjonelle og ikke profesjonelle investorer, sier størrelsen på en investors finansformue etter Norges Banks syn lite om hvor godt i stand vedkommende er til å vurdere risikoen ved å investere i et spesialfond. I høringsforslaget er det lagt opp til at en privatperson ved skriftlig å underrette forvaltningsselskapet om sitt ønske,

skal kunne bli behandlet som profesjonell investor. Forvaltningsselskapet skal i så tilfelle 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 å forstå følgene av å miste denne beskyttelsen. Etter Norges Bank oppfatning virker dette som en tilstrekkelig betryggende prosedyre. Norges Bank mener derfor at enhver myndig privatperson må kunne be om dette, uavhengig av størrelsen på vedkommendes finansformue, og uten at forvaltningsselskapet pålegges å "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". Når det gjelder tilleggskravet om minstetegning på 500 000 kroner kan dette etter Norges Banks oppfatning være i strid med hva som ut fra andre hensyn kan være en fornuftig størrelse på investeringer i hedgefond. Et slikt krav om minstetegning gir dessuten ingen sikkerhet for at en privatperson virkelig er en profesjonell investor. Norges Bank legger til grunn at forvaltningsselskap for spesialfond vil kunne fastsette krav om minstetegning dersom de ønsker det.

Hedgefonds investeringsstrategier innebærer i stor utstrekning bruk av derivater, giring og short-salg. For at spesialfond skal være et nyttig supplement til andre investeringer, er det etter Norges Banks syn viktig at fondene gis tilstrekkelig fleksibilitet med hensyn til hva de har anledning til å investere i mv. I høringsforslaget er det lagt opp til en del unntak fra verdipapirfondslovens plasseringsregler. Det foreslås imidlertid ingen vesentlige endringer i spesialfondenes investeringsområde, jf. verdipapirfondsloven § 4-5. Dette innebærer at spesialfond ikke vil ha anledning til å investere direkte i eiendom, andeler i kommandittselskaper, varer, indekser, rentestørrelser, valuta og kredittderivater. Tatt i betraktning at andeler i spesialfond utelukkende skal kunne markedsføres overfor og selges til profesjonelle investorer synes dette unødig strengt. Etter Norges Banks oppfatning kan et for lite fleksibelt regelverk være en konkurranseulempe for norske aktører i fondsmarkedet. Det vises i den sammenheng til reguleringen av hedgefond i enkelte andre land og EU. Felles for disse reguleringsregimene synes å være at det er lagt opp til få eller ingen restriksjoner i forhold til investeringsområde, plasseringsmuligheter eller muligheter for giring og short-salg, men at dette kompenseres med strengere krav til informasjon og krav om redegjørelse for fondets investeringsstrategi, eventuelt kombinert med restriksjoner i forhold til hvilke investorer salg av andeler i slike fond kan rettes mot (grad av profesjonalitet). Norges Bank mener en slik reguleringsmessig tilnærming er hensiktsmessig også i Norge.

Høringsforslaget innebærer også utvidede plikter for depotmottaker for spesialfond. Etter Norges Banks oppfatning er gjeldende bestemmelser om depotmottakere i verdipapirfondsloven tilstrekkelig også for depotmottakere for spesialfond.

### **Nærmere om forslagene til endringer i verdipapirfondsloven**

I tråd med de generelle synspunktene det er redegjort for ovenfor, anser Norges Bank at det vil være hensiktsmessig med mer omfattende unntak fra verdipapirfondsloven og tilhørende forskrifter for spesialfond enn forslaget i høringsutkastet. I det følgende kommenteres de konkrete forslagene nærmere med utgangspunkt i reviderte utkast datert 6. januar 2005. Bare de bestemmelsene hvor Norges Banks syn avviker fra høringsforslaget kommenteres.

#### *Ny § 1-5*

I tillegg til de unntakene det er lagt opp til i høringsutkastet, mener Norges Bank at enkelte andre bestemmelser i loven ikke bør få anvendelse på spesialfond. Etter Norges Banks

forslag bør spesialfond få unntak fra følgende bestemmelser i verdipapirfondsloven:

1. § 4-5 (hele)
2. § 4-6 (hele)
3. § 4-7
4. § 4-8
5. § 4-8a
6. § 4-9 (hele)
7. § 4-11 (hele)
8. § 6-7
9. § 6-9 (hele)
10. § 7-3 første ledd

#### *Ny § 1-6*

Norges Bank foreslår at "forvaltere av spesialfond" tas inn som et nytt 5. punkt i første ledd i oppstillingen av hvem som (automatisk) skal betraktes som profesjonelle investorer og at annet ledd endres slik at enhver (annen) privatperson kan be om å bli behandlet som profesjonell investor dersom prosedyren i tredje ledd følges.

Fjerde, femte og sjette ledd foreslås strøket.

#### *§ 4-5 nytt niende ledd*

Norges Bank ser ingen grunn til at spesialfond skal være underlagt restriksjoner når det gjelder investeringsområde og foreslår at spesialfond unntas fra hele § 4-5, jf. forslag til endringer i ny § 1-5.

#### *§ 4-6*

Norges Bank ser ingen grunn til at spesialfond skal være underlagt noe form for krav til likvid plassering av fondets midler og foreslår at spesialfond unntas fra hele § 4-6, jf. forslag til endringer i ny § 1-5.

#### *§ 4-7*

Etter Norges Banks oppfatning er det unødvendig å fastsette krav om at spesialfond ikke kan kjøpe finansielle instrumenter til priser over markedsverdi eller selge slike til priser under markedsverdi og foreslår at spesialfond unntas fra § 4-7, jf. forslag til endringer i ny § 1-5. Etter Norges Bank oppfatning dekkes dette av reglene om god forretningsskikk i § 4-2. Bestemmelsen er derfor unødvendig også for ordinære verdipapirfond.

#### *§ 4-8a*

Etter Norges Banks oppfatning vil bestemmelsen som regulerer plasseringer i indeksfond ikke være relevant for spesialfond. Norges Bank foreslår derfor at spesialfond unntas fra § 4-8a, jf. forslag til endringer i ny § 1-5.

#### *§ 4-9 annet ledd*

Norges Bank ser ingen grunn til at spesialfond skal være underlagt noen form for eierbegrensningsregler og foreslår at spesialfond unntas fra hele § 4-9, jf. Norges Banks forslag til endringer i ny § 1-5.

#### § 4-10

I høringsforslaget er det ikke lagt opp til endringer i bestemmelsene om til hvilke formål forvaltningsselskapet kan anvise spesialfondets midler til utbetaling, i forhold til det som gjelder for verdipapirfond. Etter Norges Banks oppfatning vil imidlertid § 4-10 første ledd nr. 1. (kjøp av finansielle instrumenter for fondet) og 2. (plassering i bankinnskudd) angi et for snevert formål for spesialfond og foreslår disse to bestemmelsene erstattet med "plasseringer for spesialfondet".

#### § 4-11 nytt annet ledd

Norges Bank ser ingen grunn til at spesialfond ikke skal kunne pådra seg kausjons- eller garantiforpliktelser og foreslår at annet punktum i foreslått nytt annet ledd går ut og at spesialfond dermed unntas fra hele § 4-11, jf. Norges Banks forslag til endringer i ny § 1-5.

#### § 5-1 nytt tredje ledd

Norges Bank ser ingen grunn til at depotmottakerens plikter skal utvides for spesialfond og mener at det foreslåtte nye tredjeleddet bør gå ut.

#### § 5-3 nytt tredje, fjerde og femte ledd

Norges Bank ser ingen grunn til at depotmottakerens plikter skal utvides for spesialfond og mener at de foreslåtte nye tredje-, fjerde- og femteleddene bør gå ut.

#### § 6-1 nytt tredje, fjerde, femte og sjette ledd

Norges Bank mener at det ikke er hensiktsmessig med krav om at forvaltningsselskapet skal beregne andelsverdien for spesialfond minimum månedlig og for venturefond minimum hver sjette måned. Etter Norges Banks oppfatning vil det være tilstrekkelig at andelsverdien for denne typen fond beregnes og kunngjøres regelmessig og minst årlig. Norges Bank mener videre at det ikke bør stilles krav om at forvaltningsselskapets beregning av andelsverdi for spesialfond og venturefond skal godkjennes av tredjepart. Fjerde og sjette ledd bør derfor utgå. Når det gjelder forslaget til femte ledd, har Norges Bank ingen innvendinger til bestemmelsen. Etter Norges Banks oppfatning er imidlertid den eneste endringen som er påkrevd i forhold til gjeldende bestemmelser i § 6-1 at det fastsettes et minstekrav til hvor ofte forvaltningsselskapet for spesialfond og venturefond skal beregne og kunngjøre andelsverdien. Norges Bank foreslår derfor at forslaget til § 6-1 nytt tredje, fjerde, femte og sjette ledd går ut og at det i stedet tas inn en bestemmelse om at forvaltningsselskapet skal beregne og kunngjøre andelsverdien av spesialfond og venturefond regelmessig og minst årlig.

#### **Nærmere om forslagene til forskriftsendringer**

I forlengelsen av at Norges Bank mener det er behov for mer omfattende unntak fra verdipapirfondsloven for spesialfond enn det høringsforslaget legger opp til vil det også være behov for mer omfattende unntak fra forskrifter som blant annet er gitt med hjemmel i de aktuelle bestemmelsene. I det følgende kommenteres de konkrete forskriftsforslagene nærmere. Bare de forskriftene hvor Norges Banks syn avviker fra høringsforslagene kommenteres

#### *Forskrift 8. juli 2002 nr. 800 om verdipapirfonds handel med derivater*

I høringsnotatet foreslås det unntak for spesialfond fra følgende bestemmelser:

1. § 2 første ledd (fondets totale eksponering knyttet til derivater skal ikke overstige verdien av fondets forvaltningskapital)
2. § 3 første ledd første punktum (plasseringer i derivater basert på omsettelige verdipapirer er

ikke tillatt med mindre verdipapirene oppfyller de vilkårene som følger av verdipapirfondsloven § 4-6 første ledd nr. 1-3)

3. § 3 annet og tredje ledd (valutaderivater kan bare benyttes til sikring av valutaeksponering og unoterte derivater må kunne verdiberegnes daglig)
4. § 4 første og tredje ledd (hvordan derivater skal medregnes)
5. § 6 tredje ledd siste punktum (begrepet "derivat" eller "derivater" skal fremgå av fondets navn dersom forvaltningsselskapet kan øke sin risiko ved bruk av derivatstrategier).

I tillegg foreslås det en endring i § 3 fjerde ledd som innebærer en utvidelse i adgangen for spesialfond til å investere i unoterte derivater utstedt av bank eller forsikringsselskap med tillatelse fra en stat utenfor EØS-området dersom foretaket er underlagt betryggende tilsyn. Det foreslås også unntak for spesialfond fra den foreslåtte endringen i forskriften som åpner for udekket shortsalg for verdipapirfond.

Norges Bank mener som nevnt at verdipapirfondsloven §§ 4-5, 4-6, 4-8, 4-8a og § 4-9 ikke bør få anvendelse for spesialfond. I forlengelsen av dette bør derivatforskriften §§ 1, 2, 3 og 4 heller ikke gjøres gjeldende for spesialfond.

Dersom spesialfond unntas fra de nevnte bestemmelsene gjenstår bare § 5 med krav til interne systemer og rutiner og § 6 om informasjon som relevante bestemmelser i forskriften. Etter det Norges Bank kan se vil de foreslåtte utvidede generelle kravene til informasjon for spesialfond som er inntatt i verdipapirfondsloven langt på vei ivareta de hensynene som må antas å ligge bak bestemmelsene i derivatforskriften. Dessuten virker (deler av) bestemmelsene i §§ 5 og 6 unødvendige for spesialfond som skiller seg fra tradisjonelle verdipapirfond ved at de vil benytte (og markedsføre at de gjør det) derivatstrategier i stor grad. Norges Bank vil etter dette foreslå at forskrift om verdipapirfonds handel med derivater ikke gjøres gjeldende for spesialfond.

#### *Forskrift 8. juli 2002 nr. 799 om markedsføring av utenlandske verdipapirfond*

I høringsnotatet foreslås det en ny § 2-4 som fastsetter at forskriften gjelder for spesialfond med unntak av at § 3-3 annet ledd foreslås erstattet for spesialfond. Etter det Norges Bank kan se er de foreslåtte bestemmelsene så å si identiske med forslaget til nytt tredje, fjerde, femte og sjette ledd i verdipapirfondsloven § 6-1 for spesialfond. Etersom verdipapirfondsloven § 6-1 også gjelder for utenlandske verdipapirfond som markedsføres i Norge, jf. § 1-1, må bestemmelsen betraktes som overflødig. Det gjelder for øvrig også gjeldende generelle bestemmelse i forskriftens § 3-3 annet ledd. Det vises for øvrig til at Norges Bank har foreslått at § 6-1 ikke tas inn i loven.

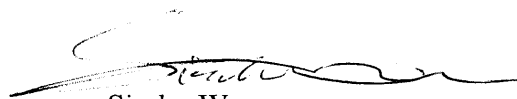
I forskrift 6. januar 2003 nr. 10 om differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen for verdipapirfondsandeler foreslås det en ny § 5 for spesialfond som fastsetter at forskriften gjelder for spesialfond med unntak av at § 1 tredje ledd åpner for at differensiering av forvaltningsgodtgjørelse kan foretas på individuelt grunnlag for samtlige andeler i spesialfondet. Før øvrig foreslås det at bestemmelsene om at forvaltningsgodtgjørelsen minst skal dekke kostnadene for forvaltning og at differensiering ikke skal skje på et usaklig grunnlag også skal gjelde for spesialfond.

Etter Norges Banks oppfatning vil behovet for å beskytte investorene mot urimelige forvaltningsgodtgjørelser og urettferdig behandling ikke være så fremtredende for spesialfond dersom disse fondene kun skal markedsføres overfor og selges til profesjonelle investorer. Det vises dessuten til at det i fondets vedtekter skal fremgå etter hvilke kriterier forvaltningsgodtgjørelse kan eller skal beregnes. Norges Bank anser dessuten at innholdet i

forskriftens § 1 tredje ledd siste punktum ikke er et godt eksempel på usaklig differensiering. Dette gjelder for så vidt alle verdipapirfond, men eksempelet er etter Norges Banks oppfatning enda mer urimelig i forhold til spesialfond enn i forhold til ordinære verdipapirfond. Norges Bank mener derfor at § 1 tredje ledd siste punktum bør utgå.

Med hilsen

  
Kristin Gulbrandsen

  
Sindre Weme