

Finansdepartementet
Postboks 8008 - Dep.
0030 OSLO

Dato: 15.04.05
Vår ref.: 2005/00056
FJA/TH
Deres ref.: 03/2992 FM KW

Høringsuttalelse om forslag til regulering av spesialfond

1. Innledning

Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) viser til høringsbrev 17.01.05 med vedlagt forslag til regulering av spesialfond.

FNH representerer interessene til finanskonsern, banker, forsikringselskaper med virksomhet i Norge, herunder deres datterselskaper. Våre medlemmers virksomhet på det aktuelle området omfatter fondsforvaltning, aktiv forvaltning, depotmottakervirksomhet, salgs- og rådgivningsvirksomhet knyttet til verdipapirfond, og investeringsvirksomhet i spesialfond bl.a. gjennom forsikringsforvaltning. Dette følger er en viktig sak for FNH, som vi har vært sterkt opptatt av i lengre tid. Etter at Finansdepartementet ga Kredittilsynet utredningsoppdraget høsten 2003 nedsatte FNH en arbeidsgruppe som utarbeidet et notat med et konkret forslag til endringer i verdipapirfondslovgivningen med sikte på regulering av verdipapirfond for profesjonelle investorer. Dette forslaget ble sendt over som innspill til Kredittilsynets arbeid i brev 14.01.04.

Kredittilsynet har i utgangspunktet utarbeidet et godt høringsnotat som drøfter de mest relevante spørsmålene knyttet til spesialfond. FNH er godt tilfreds med at det nå fremmes forslag fra myndighetene som vil åpne adgang til å etablere spesialfond i Norge innenfor rammen av verdipapirfondsloven. Vi støtter Kredittilsynets forslag om en begrenset produktregulering for spesialfondene, som tar utgangspunkt i behovene hos profesjonelle investorer. Vi ser det også som positivt at forslagene også innbefatter såkalte "private equity-fond". FNH kan imidlertid på en del områder ikke slutte seg til Kredittilsynets tilråding. Vi peker nedenfor også på noen spørsmål som Kredittilsynet ikke synes å ha vurdert. På de områder vi mener man bør falle ned på andre løsninger enn det som Kredittilsynet har foreslått, har vi forsøkt å grunngi dette på en god måte og har foreslått konkrete justeringer av lovendringsforslaget. Vi erkjenner at sakskomplekset er omfattende og har forståelse for at det har vært vanskelig for Kredittilsynet å overskue alle relevante forhold.

Vi har registrert at det fra enkelte hold legges stor vekt på en rask gjennomføring i Norge av et regelverk for spesialfond. FNH ønsker også at regelverket gjennomføres raskt, men vi legger likevel størst vekt på at det allerede fra start etableres en ordning for spesialfond i Norge som vil fungere godt og være konkurransedyktig. Dette er bakgrunnen for at vi har valgt å gi en omfattende høringsuttalelse i saken. For å sikre en rask lovbehandling vil vi være positive til at en del spørsmål løses gjennom fastsettelse av utfyllende forskrifter.

Oppsummering av FNHs hovedsynspunkter:

- Kredittilsynets høringsnotat gir i stor grad et inntrykk av at investeringer i spesialfond er ensbetydende med høy risiko. Etter vårt syn er det behov for en vesentlig nyansering av dette bildet. Ved fastsettelse av et regelverk for spesialfond er det viktig å ha med seg at mange slike fond faktisk vil ha lavere risiko enn vanlige fond. Det også viktig å ta med seg at etableringen av spesialfond reflekterer en utvikling i retning av økt spesialisering i forvaltningsnæringen i samsvar med god forvaltningspraksis (se pkt. 2.1 og 2.2 nedenfor).
- I markedet har man registrert en økende etterspørsel etter spesialfond fra norske investorer, og da spesielt fra den mer profesjonelle delen av markedet. Hvis vi ikke forholdsvis raskt får på plass et hensiktsmessig regelverk for etablering av slike fond i Norge, blir konsekvensen at hele denne etterspørselen fortsatt vil bli dekket via fond etablert i utlandet. Dette vil ikke tjene norske interesser verken på brukersiden eller tilbydersiden (se pkt. 2.3 og 2.4 nedenfor).
- I Kredittilsynets forslag blir adgangen til å tegne andeler i spesialfond begrenset til kun å gjelde såkalte "profesjonelle investorer". Etter FNHs syn er dette for restriktivt. Vi er enig i at det kun bør være adgang til å *markedsføre*, herunder drive aktivt salg av, slike produkter overfor profesjonelle. Derimot kan vi ut fra en helhetlig vurdering ikke se tilstrekkelig grunn til å nekte ikke-profesjonelle investorer fra å *tegne* andeler, dvs. hvis de selv tar initiativet til dette og man følger nærmere regler for tegning (se pkt. 3 nedenfor).
- Uavhengig av det foranstående punkt er FNH enig i at spesialfond i loven defineres som et investeringsprodukt beregnet for profesjonelle investorer. Valgene av avgrensningskriterier for hvem som skal anses "profesjonelle", er derfor viktige. Det åpnes for at personer som i utgangspunktet ikke er profesjonelle, på visse vilkår kan bli behandlet som profesjonelle. FNH mener det her bør være rom for forenklinger i forhold til Kredittilsynets forslag. Det bør legges størst vekt på den prosedyren som skal følges før slike investorer kan tegne andeler i spesialfond, i tillegg til at det fastsettes ett enhetlig, objektivt kriterium knyttet til investors formuesforhold (se pkt. 4 nedenfor).
- Når det gjelder plasseringsregelverket for spesialfond ber vi om at det åpnes for noe større fleksibilitet i instrumentbruken enn det Kredittilsynet har lagt opp til.

Spesialfond for profesjonelle investorer bør kunne ta i bruk kredittderivater, stille fulltegningsgarantier for emisjoner, plassere i spesialfond etablert i andre land enn de Kredittilsynet har etablert tilsynssamarbeid med, og foreta alle utlån av finansielle instrumenter mot en og samme motpart (se pkt. 5 nedenfor).

- FNH mener det bør vurderes om maksimalgrensen i verdipapirfondloven for plassering i ett selskap eller en utsteder (10 % av selskapets aksjekapital eller stemmeberettigede kapital) bør kunne avvikes generelt. Kredittilsynet foreslår kun unntak fra denne bestemmelsen for venturefond. For at det skal være mulig å etablere de vanligste former for spesialfond i Norge, må det foreslåtte unntaket utvides til også å gjelde andre spesialfond (se pkt. 6 nedenfor).
- FNH slutter seg til at fondets strategi, risikorammer og retningslinjer for hvordan risikoen skal styres skal nedfelles i spesialfondets vedtekter. Vi har imidlertid vanskelig for å se behovet for en hjemmel til å fastsette en forskrift med nærmere regler om disse forholdene (se pkt. 7 nedenfor).
- Det er svært viktig for næringen at det gis større fleksibilitet i fastsettelsen av forvaltningshonorar for spesialfond enn det Kredittilsynet legger opp til. I det profesjonelle markedet er det behov for at honorarene kan fastsettes på bakgrunn av individuelle forhandlinger, slik praksis er i andre land det er naturlig å sammenligne seg med. Det foreslåtte kravet om at enhver skal ha rett til innsyn i alle individuelt avtalte priser i spesialfond, vil ha alvorlige konsekvenser for etableringen av spesialfond i Norge, og det er meget viktig at dette ikke blir gjennomført (se pkt. 8 nedenfor).
- FNH ber om at det ikke stilles unødige krav til hyppighet for beregning og kunngjøring av andelsverdier i spesialfond. Fokuset bør være på de tidspunktene investorenes har behov for fullstendig informasjon om andelsverdiene. Av enda større betydning er at det ikke innføres et nødvendig krav til tredjepartsgodkjenning av beregningene av andelsverdi (se pkt. 9 nedenfor).
- FNH har forståelse for forslaget om å utvide depotmottakers kontrollansvar til å omfatte spesialfondets risiko sett i forhold til de vedtektsfaste retningslinjene på dette området. Kredittilsynets konkrete lovendringsforslag er imidlertid unødig strengt utformet og vil medføre store kostnader for investorer i norske spesialfond. Det er viktig at departementet her avveier de ulike hensynene på en noe annen måte og justerer forslaget fra Kredittilsynet. Dette er nødvendig for at det skal bli forretningsmessig interessant å etablere spesialfond i Norge (se pkt. 10 nedenfor).
- Kredittilsynet har i begrenset grad foreslått endringer for spesialfond i regelverket for verdipapirfonds vedtekter. FNH har identifisert enkelte behov for særskilte vedtektsregler for spesialfond, som vi ber departementet ta hensyn til. Disse behovene er knyttet til vilkår for å foreta endringer av vedtektene, vedtektsfestet rett

til innløsning av andelseiere som ikke oppfyller vedtektsfestede forutsetninger for tegning, og behov for å kunne begrense andelseiernes rett til innløsning i enkelte situasjoner (se pkt. 11 nedenfor).

- FNH kan ikke se at det er behov for egne regler for venturefond i verdipapirfondloven. De materielle regler som er foreslått for venturefond, bør gjelde for alle spesialfond, og definisjonen av venturefond i loven kan sløyfes (se pkt. 12 nedenfor). En slik tilnærming vil også gjøre det mulig å etablere rene eiendomsfond, basert på investeringer i unoterte eiendomsselskaper under spesialfondsinstittuttet. Dette vil være en hensiktsmessig utvikling, da det er et åpenbart behov i markedet for en fornuftig regulering av denne type fond (se pkt. 13 nedenfor).
- FNH oppfordrer avslutningsvis departementet til, etter at man har foretatt en gjennomføring av regelverket for spesialfond for profesjonelle, å utrede om det kan etableres et regelsett for fond som benytter noen av de samme teknikker som spesialfond for profesjonelle, men tilpasset behovene for mindre avanserte investorer. Bakgrunnen er en forventning om økt etterspørsel fra slike investorer etter investeringsprodukter med fokus på absoluttavgkastning, men som samtidig har større begrensninger knyttet til risiko enn spesialfond for profesjonelle.

2. Overordnede spørsmål

2.1 Spesialfonds egenskaper - behov for nyansering

FNH er opptatt av at Finansdepartementet, når man skal vurdere forslaget til Kredittilsynet, har en best mulig forståelse for egenskapene til spesialfond. Den foreslåtte reguleringen av spesialfond åpner for at slike fond kan ta eksponeringer som ikke er tillatt i vanlige fond, bl.a. ved at de generelle spredningsreglene for investeringene og forbudet mot lånefinansiering av investeringer ikke kommer til anvendelse. En vurdering av fondenes egenskaper kun ut fra de unntak slike fond foreslås gitt i regelverket i forhold til investeringsbegrensningene for vanlige verdipapirfond, gir fort et inntrykk av at disse fondene vil medføre en høy risiko for de som investerer i dem. Når man leser Kredittilsynets høringsnotat kan det også fremstå som om investeringer i spesialfond er ensbetydende med høy risiko. Etter vårt syn er det viktig å nyansere dette bildet. Mange spesialfond vil faktisk ha en vesentlig lavere risiko, målt ved volatilitet i andelsverdiene, enn mange vanlige fond. I tillegg er det viktig å huske på at investeringer i slike fond først og fremst er ment som supplement til tradisjonelle plasseringer i verdipapirmarkedet gjennom fond eller direkte.

Når det gjelder *vanlige verdipapirfond* vil den mest fremtredende risikofaktoren normalt være den generelle markedsrisikoen knyttet til det markedet for finansielle instrumenter som man investerer i, dvs. markedsrisiko som gjenstår etter å ha foretatt en spredning av investeringene for å redusere den utstederspesifikke markedsrisikoen. Slike fond har normalt en investeringsstrategi som innebærer såkalte lange plasseringer i (kjøp av /

positive posisjoner) rentepapirer eller aksjer. UCITS-direktivet stiller nærmere krav til spredning av investeringene for å unngå for stor eksponering mot utstederspesifikk risiko. Som en konsekvens av sin eksponering mot den generelle markedsutviklingen vil vanlige verdipapirfond ha en avkastning som forventningsmessig følger utviklingen i de verdipapirmarkeder som det blir investert i, men med en mulighet for bedre eller svakere avkastning, avhengig av frihetsgradene i forvaltningen og forvalterens evne til å skape merverdier. En slik avkastningsprofil er i utgangspunktet lett å forstå for de fleste investorer. Dette innebærer imidlertid ikke at slike plasseringer ikke er risikofylte. I perioder med store verdifall i verdipapirmarkedene vil fondenes absolutte avkastning kunne bli svært negativ, noe mange investorer erfarte for noen år tilbake. Forvalteren vil ha gjort en god jobb i forhold til sitt oppdrag, dersom han har skapt merverdier relativt til fondets referanseindeks, selv om denne den faktiske avkastningen kan være negativ.

Spesialfond som anvender såkalte alternative investeringsteknikker, herunder de fleste hedgefond, skiller seg vesentlig fra vanlige fond med hensyn til avkastningsprofil. Slike spesialfond har i de fleste tilfeller en investeringsstrategi som sikter mot å skape en positiv absoluttavkastning, uavhengig av om utviklingen i verdipapirmarkedene er stigende eller fallende. For å klare dette må man unngå at investeringene inneholder generell markedsrisiko. I stedet for å være ensidig investert med lange posisjoner i enkeltpapirer, vil slike fond derfor typisk ta posisjoner på relative forhold i markedet. Dette gjøres ved på den ene side å ta lange posisjoner i finansielle instrumenter og andre formuesaktiva som forvalterne har et positivt syn på og på den andre side å ta korte (negative) posisjoner i aktiva som forvalteren har et negativt syn på. De lange posisjonene tas enten gjennom derivater eller ved plasseringer i de underliggende instrumentene, avhengig av hva som er mest effektivt. Korte posisjoner i slike fond oppnås gjennom short salg eller derivateksponeringer. Lånefinansiering benyttes i mange spesialfond som virkemiddel for å øke avkastningen forvalteren kan høste på de ulike investeringsideene. Forvalterens evne til å foreta gode analyser og utnytte mulighetene gjennom posisjonstaging i markedet, er avgjørende for avkastningen i slike fond. Forvalterrisiko er derfor den mest fremtredende risikofaktoren for slike spesialfond, ikke markedsrisiko.

Risikoen for å få en negativ absoluttavkastning på investeringer i spesialfond som benytter alternative investeringsteknikker er lavere for mange spesialfond enn for mange vanlige verdipapirfond. I og med at man benytter mer avanserte investeringsteknikker og lån for å øke eksponeringen, vil feil i forvaltningen og risikostyringen, imidlertid kunne ha større negative konsekvenser for avkastningen til slike spesialfond enn for vanlige verdipapirfond. I markedet som disse fondene opererer i finnes det imidlertid en rekke markedsmessige kontrollmekanismer, i tillegg til myndighetstilsynet, som bidrar til å kontrollere og redusere denne "forvalterrisikoen". Følgende forhold vil normalt bidra til at forvaltningen skjer på en disiplinert og forsvarlig måte i spesialfond:

- Motparter og långivere til spesialfond (verdipapirforetak og banker) foretar en grundig gjennomgang av forvaltningsselskapets kompetanse og rutiner ("due diligence") før det aksepteres som kunde. Dette følges videre opp gjennom en

løpende kontroll av forvaltningsselskapet. Denne type kontroll og klareringsaktiviteter utføres i utlandet gjerne av det som kalles en "prime broker".

- Depotmottager foretar jevnlig en rekke kontrolloppgaver ift. rutiner og systemer hos forvalter. Depotmottager vil i enkelte andre jurisdiksjoner utføre noen av oppgavene i egne enheter i depotbanken benevnt "administrator" og "trustee".
- Svake resultater blir umiddelbart straffet av kundene, gjennom innløsningskrav og mangel på nyttegning. Fond som ikke leverer hva som har blitt lovet, blir derfor raskt stengt av forvaltningsselskapene av markedsmessige og renommémessige grunner.

Når det gjelder *spesialfond som investerer i unoterte aksjer* ("private equity"), herunder venturefond, er avkastningsprofilen vesentlig annerledes enn for spesialfond med alternative investeringsteknikker. Forvaltningen skjer normalt ved lange plasseringer i unoterte aksjer. Lånefinansiering av investeringer kan forekomme i noen investeringsstrategier for private equity fond. Avkastningen vil følge verdiutviklingen i de underliggende lange plasseringene. Den viktigste risikofaktoren er markedsrisiko på de underliggende plasseringene, slik som for vanlige fond. Markedsrisikoen påvirkes av den svake likviditeten som er i unoterte aksjer. En lavere effektivitet i prisingen medfører imidlertid også at slike aksjer som regel vil handles med en rabatt i forhold til tilsvarende børsnoterte investeringer. For at denne type plasseringer skal være lønnsomt kreves det en god forvaltning fra forvalters side med høy grad av aktivitet overfor selskaper man investerer i, samt en langsiktighet i investeringene fra andelseiernes side. Lønnsomheten i suksessrike internasjonale private equity fond har vært svært god over mange år, men risikoen er betydelig.

2.2. Utviklingen av spesialfond reflekterer utviklingen i god praksis for forvaltning

Det har de senere år vært et sentralt utviklingstrekk i forvalternæringen at man av i konstruksjonen av investeringsporteføljer i stadig økende grad ønsker å skille mellom det å ta generell markedsrisiko (systematisk risiko) og det å ta ren aktiv risiko (usystematisk risiko) i forvaltningen av renteporteføljer og aksjeporteføljer. Forvaltning av rendyrkede porteføljer med generell markedsrisiko (indeksporteføljer) innenfor rente- og aksjemarkedet handler om å konstruere en portefølje som replikerer referanseindeksen for porteføljen på en mest mulig kostnadseffektiv måte, gjennom kvantitativ analyse og effektiv gjennomføring av transaksjoner i markedet. Konstruksjon av slike porteføljer krever primært god statistisk og matematisk kompetanse. Ved forvaltning av rendyrkede porteføljer for aktiv risiko, kreves kompetanse først og fremst på finansanalytiske vurderinger, på ulike typer finansielle instrumenter og på risikostyring. Det har derfor vist seg hensiktsmessig innenfor en forvaltningsorganisasjon å skille mellom de to typene av forvaltningsoppgaver for å sikre størst mulig fokus på de ulike arbeidsoppgavene og dermed best resultater for oppdragsgiverne. Dette er noe som bl.a. har vært lagt til grunn i forvaltningen av Statens petroleumsfond over lengre tid.

Samtidig med denne utviklingen på forvaltersiden, har investorsiden internasjonalt og nasjonalt begynt å etterspørre investeringsprodukter hvor man rendyrker de ulike risikotypene. I tillegg til en tro på at dette kan gi mer fokusert og bedre risikotakning i forvaltningen, gir en slik oppbygging av investeringsporteføljer et bedre grunnlag for å føre kontroll med risikoen i den samlede investeringsporteføljen og for å styre den overordnede risikotakningen på en bevisst og aktiv måte.

Innenfor rammen av regelverket for et vanlig verdipapirfond kan man i dag etablere fond som replikerer den generelle markedsrisikoen. Fond som rendyrker aktiv risiko er det imidlertid ikke mulig å etablere i Norge, fordi forvaltningen bl.a. kommer i strid med regelverket for derivatbruk, short salg, mv. De fleste verdipapirfondene i Norge i dag gir investorene, en eksponering som både inneholder generell markedsrisiko og aktiv risiko, der den aktive risikoen er begrenset til lange posisjoner. Dette medfører at negative syn på en enkelt utsteder, kun kan tas ut ved å unnlate å ha det tilsvarende instrumentet i porteføljen. Mangel på symmetri i fondets posisjonstaging, innebærer således et effektivitetstap i forvaltningen.

2.3 Økende etterspørsel etter spesialfond fra norske investorer

Det har de senere årene vært en kraftig økende etterspørsel etter spesialfond som tar i bruk alternative investeringsteknikker og fond som plasserer i unoterte aksjer. Dette må dels ses på bakgrunn av det kraftige fallet man hadde i aksjemarkedene i årene 2000-2002, som illustrerte at den generelle markedsrisikoen kan være høy i tradisjonelle børsnoterte aksjeplasseringer, uavhengig av om investeringene skjer direkte eller gjennom verdipapirfond. I tillegg kommer det faktum at overgangen til inflasjonsstyring i de fleste vestlige land de senere år har bidratt til lave renter i obligasjonsmarkedene, og dermed mindre avkastningsmuligheter i disse markedene. Investorer etterspør på denne bakgrunn alternative investeringsprodukter, som kan bidra til å gi investorene en relativt god totalavkastning over tid og samtidig, via bedre diversifisering, bidra til å redusere den samlede risikoen i porteføljen (volatilitet).

Godt forvaltede spesialfond vil, som nevnt over, normalt gi en positiv avkastning i absolutt forstand selv i perioder med generelle fall i verdipapirmarkedene. For investorer som allerede har tradisjonelt forvaltede porteføljer av rentepapirer eller aksjer (direkteinvesteringer eller fond), vil tilførsel av andeler i et eller flere slike spesialfond kunne øke avkastningspotensialet for det samme risikonivået, eller redusere risikoen for et likt avkastningspotensial. Nedsiderisikoen i en tradisjonelt plassert portefølje blir faktisk redusert ved å inkludere andeler i spesialfond.

Etterspørselen etter spesialfond kommer først og fremst fra institusjonelle kunder og også i økende grad fra privatkundemarkedet, og da spesielt fra formuende privatpersoner. Som vi skal komme nærmere tilbake til i pkt. 2.3 nedenfor blir denne etterspørsel allerede fanget opp – i all hovedsak gjennom utlandet.

Hensynet til norske investorers investeringsmuligheter og til deres beskyttelse, sett i en større sammenheng, tilsier at det blir tillatt å etablere slike fond også i Norge, gjennom en utvidelse av virkeområdet til verdipapirfondloven. Dette vil bl.a. sikre at norske investorer får tilgang til norske produkter som det blir ført et hensiktsmessig tilsyn med, og at investorer gis riktig informasjon om spesialfondene, samt bedre sikre investorenes rettigheter overfor forvaltere av spesialfond ved at evt. klager og søksmål vil bli håndtert etter norsk rett.

2.4 Konkurransesituasjonen på tilbudssiden

Utenlandske spesialfond er i dag tilgjengelig som investeringsalternativ for norske investorer i utlandet eller i Norge ved handel gjennom norske verdipapirforetak, som kan foreta "passivt salg" av slike andeler. Man kan også oppnå eksponering mot slike fond gjennom andre finansielle produkter, f.eks. indekserte obligasjoner.

Hensynet til norskbasert forvaltningsindustri tilsier at det bør åpnes for etablering av norske spesialfond. Svært mye av etterspørselen som eksisterer i markedet etter spesialfond, blir i dag kanalisert til utenlandske forvaltere på grunn av mangel på en hensiktsmessig norsk regulering. Det er i dag svært lett for norske investorer, også ikke-profesjonelle, å få tilgang til andeler i utenlandske spesialfond.

Flere norske forvaltningsbedrifter har også opprettet spesialfond i utlandet, som dels forvaltes fra Norge, for å møte etterspørselen fra sine største kunder. Det er imidlertid ønskelig også for disse at det etableres et hensiktsmessig og kostnadseffektivt regelverk her til lands, slik at nye fond kan opprettes i Norge.

FNH ønsker at det norske reguleringsregimet for spesialfond skal kunne være et reelt alternativ til å etablere spesialfondsvirksomhet i utlandet. Dette fordrer et norsk rammeverk som er forretningsmessig interessant, noe som igjen betinger:

- Et tilstrekkelig stort marked
- Mulighet for en kostnadseffektiv organisering
- Nødvendige frihetsgrader på plasseringssiden

Vi vil i kommentarene til enkelte deler av høringsnotatet komme tilbake til disse hensynene, og peke på tiltak for bedre å sikre at det foreslåtte regelverket faktisk tas i bruk. Ingen vil være tjent med at man etablerer et regelverk som ikke fungerer i praksis.

3. Investorskiller

3.1 Generelt

I samsvar med oppdraget fra Finansdepartementet har Kredittilsynet foreslått regulering av spesialfond for profesjonelle investorer. Kredittilsynet skriver på s. 11 i høringsnotatet at unntakene fra de sentrale plasseringsreglene i verdipapirfondloven vil svekke det

lovbestemte investorvernet i spesialfond vesentlig, så vesentlig at spesialfond etter tilsynets oppfatning bare bør kunne tilbys profesjonelle investorer. Kredittilsynet skriver imidlertid noe lenger ned på samme side at det er mulig å tenke seg gradvis avvikling av profesjonsskillet, forutsatt at det blir en klar forståelse i markedet for skillet mellom vanlige fond og spesialfond, og det for øvrig skulle anses ønskelig å avvikle dette skillet.

FNH har forståelse for at Kredittilsynet har forholdt seg til oppdraget fra Finansdepartementet og foreslått et regime for spesialfond for profesjonelle. Vi vil ikke gå i mot at det inntil videre etableres et investorskille i lovgivningen for spesialfond, men påpeker nedenfor i pkt. 3.2 at det er behov for å se nærmere på hvordan dette skillet i praksis skal gjennomføres og i pkt. 4 har vi en del kommentarer til den definisjon av profesjonelle investorer som er foreslått.

Det er etter vårt syn viktig at det som nå skal vedtas blir tilpasset behovene til profesjonelle investorer med hensyn til investeringsområde, informasjonskrav mv. Det er disse investorgruppene som i dag har det største behovet for slike produkter. En produktregulering av spesialfond tilpasset det beskyttelsesbehov vanlige privatpersoner har i forhold til sin alminnelige sparing, vil trolig virke så begrensende på mulighetsområdet at slike produkter vil bli lite interessante for profesjonelle investorer, sammenlignet med hva som tilbys i utlandet. Vi legger også vekt på behovet for at man nå raskt får etablert det nødvendige regelverket, slik at spesialfond for profesjonelle kan opprettes i Norge så snart som mulig.

Det vil imidlertid på den annen side være ønskelig at man allerede i den forestående lovbehandling åpner for at det over tid kan gjøres justeringer i den konkrete utformingen av det foreslåtte investorskillet for å ta hensyn til det reelle behovet for å foreta et slikt skille og andre relevante utviklingstrekk. Dette kommenteres nærmere under pkt. 4 nedenfor.

3.2 Skille knyttet til markedsføring eller tegning?

I forslag til vpfl. ny § 1-5 første ledd blir investorskillet konkretisert. Det heter at kun profesjonelle investorer skal kunne tegne andeler i spesialfond. Videre fremgår det som et vilkår i forslag til endret vpfl. § 6-13 første ledd nr. 4 og ny nr. 7, for markedsføring av utenlandske spesialfond, at slike fond må ha regler som gjør at ikke-profesjonelle investorer ikke gyldig kan tegne andeler i fondet. Disse begrensningene innebærer en begrensning for alle spesialfond, men det innebærer i praksis også en begrensning på hvilke disposisjoner norske investorer kan foreta seg i det norske markedet.

Etter vårt syn reiser forslaget to reguleringsspørsmål som bør vurderes separat: (1) Regulering av markedsføring og (2) Regulering av tegning. Vi kan ikke se at Kredittilsynet har gjort noen vurderinger i forhold til et slikt skille i høringsnotatet.

Regulering av markedsføring

FNH kan slutte seg til at spesialfond, i den nåværende situasjon og slik disse fondene er foreslått regulert, kun bør markedsføres, herunder selges aktivt, overfor profesjonelle investorer. Like regler for markedsføring bør videre gjelde for norske og utenlandske spesialfond som har blitt godkjent for markedsføring her til lands.

Kredittilsynets forslag inneholder regler om markedsføring av spesialfond, jf. forslag til vpfl. § 6-12 nytt annet og tredje punktum og § 6-13 første ledd ny nr. 7. Vi foreslår at disse bestemmelsene endres noe, slik at det stilles krav til all markedsføring av spesialfond at det skal fremgå at slike fond kun er beregnet på profesjonelle investorer. Vi foreslår tilsvarende endring i Kredittilsynets forslag til endring av § 6-13 første ledd nr. 4. om vilkår for tillatelse til å markedsføre utenlandske fond i Norge.

Den siste kommentaren knyttet til tegningsbegrensningen går på tegning i utenlandske fond som godkjennes for markedsføring i Norge. Kredittilsynet foreslår et vilkår i loven om at norske investorer som ikke anses profesjonelle *"ikke gyldig kan tegne andeler i fondet"*, jf. fjerde avsnitt s. 80 i høringsnotatet. Det er uklart hva som skal til for å oppfylle dette kravet. Dersom det medfører krav om at fondet skal være underlagt en myndighetsregulering i fondets hjemland som forbyr tegning fra andre enn profesjonelle, vil få om noen utenlandske fond kunne tillates markedsført mot profesjonelle her til lands. Dersom det medfører krav til slike begrensninger i fondets vedtekter eller tilsvarende "fondsregler", vil det trolig kun være utenlandske fond opprettet med sikte på salg i Norge, som vil oppfylle vilkåret. Dette kan sies å være lite formålstjenlig da veletablerte spesialfond med lang og god historikk ikke vil kunne markedsføres her, fordi de ikke har slike regler i vedtekter eller lignende. FNH foreslår at det aktuelle kravet erstattes av et krav til informasjon i markedsføringen om at spesialfondet er beregnet på profesjonelle investorer.

Regulering av tegning

FNH ber departementet nøye vurdere om det er hensiktsmessig å gå så langt som til å forby privatpersoner og juridiske personer som ikke oppfyller kravene for å regnes som profesjonelle, å tegne andeler i spesialfond underlagt norsk tilsyn og kontroll. Etter vårt syn er det mange andre investeringer slike personer kan foreta seg som er langt mer risikofylte enn hva som vil være tilfelle for slike spesialfond. Vi kjenner ikke til at man på andre områder i lovgivningen har gått så langt som til å forby personer å foreta visse investeringer.

Det er et paradoks at det normalt vil innebære en langt høyere risiko for ikke-profesjonelle investorer å forsøke å foreta den type investeringer som spesialfond utfører, på egen bok. I fond vil man for eksempel kun utsette det investerte beløpet for risiko, mens man ved å foreta slike investeringer selv vil kunne utsette hele sin kapital for risiko gjennom de forpliktelsene man kan pådra seg gjennom handel med derivater mv.

FNH er av den oppfatning at det ikke er foretatt en tilstrekkelig bred avveining av ulike beskyttelseshensyn i høringsnotatet. Ikke-profesjonelle investorer vil, i samsvar med det Kredittilsynet beskriver på s. 78 i høringsnotatet, også etter en innføring av et investorskille for norske spesialfond kunne tegne andeler i utenlandske spesialfond som "selges passivt" gjennom visse norske verdipapirforetak og andre godkjente tegningsteder for fondsandeler, eller gjennom direkte tegning i utlandet. Slike investorer vil også kunne investere i hedgefond og venturefond etablert etter aksjelovens regler, samt i ulike strukturerte produkter som gir en eksponering mot spesialfond. Hensynet til beskyttelse av disse investorene, som utgjør en økende gruppe, tilsier etter vårt syn at norske spesialfond og utenlandske spesialfond godkjent for markedsføring, på nærmere vilkår, bør kunne ta i mot tegninger fra ikke-profesjonelle. Nedenfor går vi nærmere inn på hvilke vilkår som bør gjøres gjeldende.

En tilnærming slik vi foreslår, vil medføre at ikke-profesjonelle investorer tross alt får tilgang til den investorbeskyttelse som følger av regulering under verdipapirfondloven, norsk tilsyn, samt norsk rettspraksis med hensyn til forsvarlig rådgivning og uredelige salgsmetoder. Det er tvilsomt om investorbeskyttelsen knyttet til de alternative spesialfondsproduktene som norske investorer står overfor, totalt sett vil være noe bedre enn det som vil være tilfelle for spesialfond regulert av verdipapirfondloven.

Det er god grunn til å anta at investorer som ikke oppfyller vilkårene for å bli behandlet som profesjonelle, i økende grad vil forstette å etterspørre slike investeringsprodukter uavhengig av reguleringen av norske spesialfond. Spørsmålet blir således om disse investorene skal tvinges til å benytte andre spesialfond enn de som er etablert i Norge eller de som er godkjent for markedsføring i Norge.

Etter FNHs syn bør det i denne sammenheng tillegges vekt at ingen av de reguleringsregimer som Kredittilsynet har omtalt i kap. 5 i høringsnotatet, har begrensninger knyttet til hvem som kan tegne andeler i spesialfond. I Sverige og Danmark skilles det i det hele tatt ikke mellom profesjonelle og andre investorer. I Irland opereres det med et investorskille i regelverket for spesialfond, men dette er knyttet opp mot markedsføring, ikke tegning.

FNH har forståelse for at myndighetene kan nære en bekymring for at en slik "mykere" reguleringsform vil føre til at mange ikke-profesjonelle investorer, herunder slike som ikke burde investere i slike produkter ut fra sin økonomiske stilling, likevel vil tegne seg i spesialfond. Vi mener imidlertid at det ikke er grunn for å frykte en slik utvikling, dersom man legger til grunn følgende vilkår i regelverket:

- *På kundens initiativ:* Vilkåret om at spesialfond kun kan markedsføres overfor profesjonelle investorer, medfører at ikke-profesjonelle selv må ta initiativ til å tegne andeler i spesialfond. Slike investorer vil ikke kunne tilbys slike andeler, uten at dette vilkåret er oppfylt.

- *Krav til prosedyre før tegning gjennomføres:* Det bør være et krav i loven til at forvaltningsselskapet følger prosedyren for at investoren skal "gi avkall på beskyttelse", jf. forslag til vpfl. ny § 1-6 tredje ledd, for alle investorer i slike fond. Investoren vil gjennom denne prosedyren bli informert om at spesialfond er fond kun beregnet på profesjonelle investorer. I prosessen vil det også bli gitt nærmere informasjon om fondets investeringsstrategi, risiko mv., i tillegg til at kunden vil få fondets prospekt. Dette vil bidra til å sikre at investoren får en klar forståelse for at spesialfond har andre egenskaper enn vanlige verdipapirfond.
- *Eventuell krav til risikoadvarsel i prospekt:* Det kan eventuelt stilles krav til at det inntas en eksplisitt "advarsel" i fondets prospekt om at fondet skiller seg fra vanlige verdipapirfond. I Irland har man innført et slikt krav, jf. NU 12.6, hvor det heter:

"The prospectus must indicate, in a prominent position, that it has been authorised by the Authority to market solely to professional investors. It must specify its minimum subscription requirements and add the following:

"Accordingly, the requirements of the Irish Financial Services Regulatory Authority which are deemed necessary for the protection of retail investors, in particular the conditions set down by the Irish Financial Services Regulatory Authority in relation to investment and leverage, do not apply to the scheme."

Et tilsvarende krav i det norske regelverket kan også bidra til at det blir en større forståelse for forskjellen mellom vanlige fond og spesialfond.

FNH mener det også er andre forhold som vil begrense etterspørselen etter spesialfond fra ikke-profesjonelle. En del investorer vil over tid kunne bli nysgjerrig på spesialfond. Mange av disse vil spørre salgsstedet eller en finansiell rådgiver om råd knyttet til slike plasseringer før de eventuelt ber om å få tegne andeler i spesialfond. I en slik rådgivningsprosess vil det gis informasjon om at spesialfond er et investeringsprodukt kun myntet på profesjonelle investorer. Videre vil det måtte gis nærmere informasjon om risikoen knyttet til investering i ett eller flere bestemte spesialfond, og rådgiveren vil måtte vurdere om slike plasseringer passer for investoren.

Kravene til aktsom finansiell rådgivning har gjennom de senere år blitt utviklet på kontraktsrettslig grunnlag gjennom ulovfestet rett. I forhold til kravene som stilles til rådgivning overfor forbrukere står Bankklagenemndas praksis sentralt. Nemnda har i sak nr. 2003-052 uttalt følgende om kravet til aktsom finansielle rådgivning:

"Ved vurderingen av saksbehandlingen blir det blant annet sett hen til om investeringsbeslutningen er tatt under første møte eller om det er gitt tid til overveielser. Nemnda legger også vekt på om kunden har fått utdelt relevant informasjonsmateriell som vedkommende kan studere før endelig beslutning tas.

Bankklagenemnda vurderer også tilrådeligheten ut fra ytre omstendigheter så som kundens investeringshorisont, likvide midler og økonomiske behov i de påfølgende år. Det forutsettes at det normalt holdes en grundig rådgivningssamtale der slike forhold avdekkes før investeringsbeslutningen tas. "

I "relevant informasjonsmaterieil" forutsettes at risikoen er beskrevet.

Kravene til aktsom finansiell rådgivning har gradvis blitt skjerpet og det ventes at gjennomføringen av det nye verdipapirmarkedsdirektivet - MiFID – i norsk rett i 2006 vil ytterligere skjerpe de krav som stilles til finansiell rådgivning. Jamfør at finansiell rådgivning vil bli en konsesjonspliktig investeringstjeneste når MiFID gjennomføres og at direktivet inneholder eksplisitte bestemmelser om god forretningsskikk for slik rådgivning. Blant annet blir det krav til en såkalt "suitability test", hvor rådgiveren må tilpasse sine råd og anbefalinger til hva som er hensiktsmessig for ikke-profesjonelle investorer.

Vi venter for øvrig også at forvaltningsselskapene, selv om regelverket skulle tillate det, ikke vil ønske å ta i mot tegninger fra ikke-profesjonelle i mange spesialfond. Dette kan f.eks. skyldes at forvalteren vil ønske å være helt sikker på at kunden forstår fondets egenskaper, for å unngå mulig klage eller søksmål som følge av manglende likviditet i fondsandelene eller tap i andelsverdiene. Det kan også skyldes kostnader ved å betjene ikke-profesjonelle kunder med relativt små beløp. Forvaltningsselskapene kan påvirke tegning fra ikke-profesjonelle bl.a. ved å sette høye krav til minstetegning.

Etter en samlet vurdering finner FNH det forsvarlig å tilrå at tegningsforbudet for andre enn profesjonelle tas bort og erstattes med krav til informasjon og krav til en felles prosedyre for tegning for alle typer investorer, jf. konkret endringsforslag nedenfor.

3.3 Konkret endringsforslag

- Første ledd i ny § 1-5 strykes
- Nytt nest siste ledd i ny § 1-5:
"Ved all tegning av andeler i spesialfond skal prosedyren beskrevet i § 1-6 tredje ledd følges."
- § 6-12 nytt annet punktum endres slik:
"I all markedsføring av spesialfond skal det fremgå klart at det som markedsføres er spesialfond og at som kun er beregnet på profesjonelle investorer gyldig kan tegne i slike fond."
- § 6-13 endret første ledd nr. 4:
"....., eller at fondet er et spesialfond som kun er beregnet på profesjonelle investorer der en investor som ikke er profesjonell slik det fremgår av § 1-6 ikke gyldig kan tegne andeler."

- § 6-13 endret første ledd ny nr. 7:
”I all markedsføring av spesialfond skal det fremgå at det som markedsføres er spesialfond **som kun er beregnet på** og ~~at kun~~ profesjonelle investorer ~~gyldig kan tegne i slike fond.”~~

4. Definisjon av profesjonell investor

4.1 Utgangspunktet for investorskillet

I høringsnotatets kap. 6 drøfter Kredittilsynet skillet mellom profesjonelle og andre investorer i spesialfond. Det tas utgangspunkt i vedlegg II til det nye verdipapirmarkedsdirektivet – MiFID. Direktivet, som først vil bli gjennomført og iverksatt i norsk rett i 2006 eller 2007 (opprinnelig krav til gjennomføring vil trolig bli utsatt med ett år), gjelder ikke fondsforvaltning, men annen mellommannsviksomhet i verdipapirmarkedet. I direktivet er kravene til investorbeskyttelse gradert ut fra kundens profesjonalitet. Dette gjelder i hovedsak bestemmelsen om god forretningskikk (art. 19), hvor verdipapirforetaket i utgangspunktet pålegges en plikt til å vurdere om den konkrete transaksjon eller tjeneste en ikke-profesjonell kunde ber om, er hensiktsmessig for kunden ut fra hans eller hennes erfaring og kunnskap.

FNH støtter at man tar utgangspunkt i MiFID. Vi mener imidlertid at det må gjøres justeringer for å ta hensyn til forskjeller i kunderelasjonene mellom fondsforvaltning og investeringstjenester underlagt MiFID. Dette har særlig relevans i forhold til de krav som direktivet stiller for å kunne behandle privatpersoner som profesjonelle kunder i verdipapirforetak.

Nedenfor i pkt. 4.2 og 4.3. følger våre konkrete merknader til Kredittilsynets forslag til vpfl. ny § 1-6.

4.2 Investorer som er profesjonelle

FNH er positiv til forslaget til vpfl. ny § 1-6 første ledd. Dette leddet vil i utgangspunktet omfatte de viktigste kundegruppene i spesialfond og er godt tilpasset investorgruppene som helt klart bør regnes som profesjonelle også i forhold til spesialfond. Etter vårt syn er det viktig at det på dette området blir fullt samsvar mellom definisjonen i MiFID og definisjonen i verdipapirfondloven, slik at både investorer og tjenesteleverandører i dette entydig profesjonelle segmentet kan forholde seg til en og samme definisjon ved utførelsen av sine investeringsaktiviteter.

Verdipapirforetak vil falle inn under første ledd nr. 1. Dersom det opprettholdes en tegningsbegrensning for spesialfond knyttet til profesjonelle investorer, oppstår det et særskilt problem knyttet til investeringer gjennom verdipapirforetak som utfører aktiv forvaltning. Kredittilsynet legger på side 49 i høringsnotatet til grunn at det er sluttkundens profesjonalitet og ikke aktiv forvalters profesjonalitet som vil være styrende for hvorvidt slike investorer skal kunne plassere midler i norske spesialfond og utenlandske spesialfond

godkjent for markedsføring. FNH kan ikke se at det er en hensiktsmessig og rimelig tolkning av bestemmelsen. Vi kan heller ikke se at det er noen reelle beskyttelseshensyn som taler for en slik tolkning.

Sluttkunden er kunde hos den aktive forvalteren, som vil være et godkjent verdipapirforetak. Det er verdipapirforetaket som vil foreta de konkrete investeringsbeslutningene på vegne av sluttkunden. Verdipapirhandelloven regulerer hvilke plikter verdipapirforetak har overfor sine kunder. Det er ikke hensiktsmessig at verdipapirfondloven skal legge føringer på verdipapirforetakets plikter i så måte.

Når det gjelder forholdet til investorbekyttelse vil det etter vårt syn være en klar fordel for investorer som ønsker en eksponering mot spesialfond at det er en profesjonell forvalter som foretar godt informerte investeringsbeslutninger knyttet til spesialfond på deres vegne, og som står for den løpende oppfølging og vurdering av investeringene. Det må selvsagt forutsettes at investorens investeringsmandat åpner for investeringer i spesialfond, og at slike investeringer vurderes som hensiktsmessige for kunden av aktiv forvalter, før forvalteren foretar slike plasseringer. Gjennomføringen av MiFID vil tydeliggjøre disse kravene til god forretningskikk i verdipapirhandelloven. En lite hensiktsmessig konsekvens av Kredittilsynets ovennevnte tolkning er for øvrig at aktiv forvalter vil stå fritt til å benytte utenlandske spesialfond som ikke markedsføres i Norge i forvaltningen av sluttkundens midler, men ikke norske spesialfond. En slik regulering vil medføre en klar konkurranseulempe for norske spesialfond. FNH ber på bakgrunn av det ovennevnte om at det, dersom det legges opp til en tegningsbegrensning i lovgivningen, at denne praktiseres på en slik måte at aktiv forvalter regnes som kunde, eventuelt at det innføres en eksplisitt bestemmelse i vpfl. ny § 1-6 som medfører samme resultat.

Vi antar for øvrig at Kredittilsynet i utformingen av første ledd nr. 1 ikke har hatt til hensikt at tegning fra regulerte foretak på finansmarkedet kun skal begrenses til de med norsk konsesjon og underlagt Kredittilsynets tilsyn. *Utenlandske kredittinstitusjoner, verdipapirforetak, forvaltningsselskaper mv.* med konsesjon fra andre land bør også regnes som profesjonelle i relasjon til investeringer i norske spesialfond. Det kan for øvrig være behov for å justere begrepsbruken i første ledd nr. 1: "Livselskap" bør strykes, da kategorien "forsikringsselskap" også omfatter *livsforsikringsselskaper*. *Pensjonskasser* bør derimot nevnes eksplisitt, da disse ikke regnes som forsikringsselskap i forsikringsvirksomhetsloven. Det samme gjelder i den nye forsikringsloven som er forslått i Ot.prp. nr. 68 (2004-2005).

Første ledd nr. 4 omfatter *andre institusjonelle investorer* som har som hovedvirksomhet å investere i finansielle instrumenter. FNH deler Kredittilsynets vurdering om at det for denne type investorer, som også omfatter private investeringsselskaper, ikke er behov for krav til innsikt, erfaring og størrelse på formue. FNH mener at dette også vil være tilfelle for private investeringsselskaper eid av enkeltpersoner. Har en person først valgt å skille ut en del av sin formue i et investeringsselskap, som har det ovennevnte formål, bør det kunne legges til grunn at selskapet har en tilstrekkelig risikobærende evne til å foreta alle

typer investeringer, også investeringer i spesialfond, dersom det finner det hensiktsmessig. Slike selskaper vil dessuten i større grad benytte seg av rådgivere enn det som er vanlig for privatpersoner.

4.3. Investorer som kan be om å bli behandlet som profesjonelle

Forlag til vpfl. ny § 1-6 andre til fjerde ledd åpner for at visse investorer som ikke er nevnt i første ledd kan be om å bli behandlet som profesjonelle investorer. Dette gjelder forvaltere av spesialfond (annet ledd nr. 1) og på visse vilkår privatpersoner (annet ledd nr. 2). FNHs merknader nedenfor er til Kredittilsynets forslag, dvs. basert på et investorskille knyttet både til markedsføring og tegning. FNH antar at en tilpasning av reguleringen av spesialfond til FNHs forslag om å anvende investorskille kun i forhold til hvilke investorer spesialfondene kan markedsføres overfor, kan medføre behov for å gjøre noen andre vurderinger i forhold til utformingen av dette investorskillet.

a) Forvaltere av spesialfond

FNH støtter at *forvaltere av spesialfond* kan behandles som profesjonelle investorer. Som nevnt ovenfor er forvalterrisiko den mest fremtredende risikofaktoren i de fleste spesialfond. Investorer i spesialfond krever derfor at den eller de ansvarlige forvalterne for fondet plasserer egne midler i spesialfondet, som en forsikring for at forvalteren skal gjøre alt for at forvaltningen skal skje på en best mulig måte.

b) Privatpersoner

I ny § 1-6 annet ledd nr. 2 fremkommer det tre vilkår for at privatpersoner skal kunne anses som profesjonelle. To av vilkårene er basert på objektive kriterier og det tredje på subjektive kriterier. De objektive kriteriene er at investoren (1) må ha en brutto finansformue i form av bankinnskudd og finansielle instrumenter på minst kr. 5 mill. beregnet etter siste ligning og (2) må tegne seg for kr. 500 000 ved første gangs tegning og i hele andelseierperioden. Det subjektive kriteriet er at investoren etter forvaltnings-selskapets vurdering kan treffe sine egne investeringsbeslutninger og forstå risikoen forbundet med plassering i spesialfond, vurdert ut fra egen erfaring og innsikt. I tredje ledd fremkommer særlige prosedyreregler i forbindelse med privatpersoners fraskrivelse av "beskyttelse", som må følges før disse kan tegne andeler i spesialfond.

FNH har forståelse for at det i et slikt investorskille må settes en grense i forhold til privatpersoner. Verken næringen eller samfunnet generelt er tjent med at privatpersoner går inn i denne type fond dersom de ikke har en forståelse for risikoen ved investeringer i spesialfond beregnet på profesjonelle investorer, eller hvis de plasserer midler som ikke burde vært eksponert for den risiko slike spesialfond representerer. Etter FNHs syn er det imidlertid svært vanskelig å fastsette gode og hensiktsmessige kriterier for å avgrense de som er "profesjonelle". Kredittilsynet tar i høringsnotatet utgangspunkt i kriteriene i kapittel II i vedlegg II til MiFID som omhandler investorer som kan be om å bli behandlet som profesjonelle. Tilsynet gjør imidlertid betydelige avvik ift. kriteriene som man finner der. Dette illustrerer etter FNHs syn at kriteriene i denne delen av vedlegget til MiFID ikke er godt egnet for å skille mellom kunder i fondsforvaltning.

Etter vårt syn er den beste og mest hensiktsmessige måten å avgrense ”profesjonelle privatpersoner” den prosedyren som er omhandlet i ny § 1-6 tredje ledd. Kravet til prosedyren fordrer at investoren eksplisitt ber om behandling som profesjonell, blir orientert om hva dette innebærer i forhold til risiko mv., og deretter bekrefter at han forstår konsekvensene av dette og fortsatt ønsker slik behandling. Dette kan suppleres med et objektivt og enkelt kontrollerbart kriterium knyttet til personens økonomiske stilling, som gir rimelig sikkerhet for at vedkommende har midler som kan utsettes for den type investeringsrisiko som spesialfond medfører.

Vi ser at det å fastsette vilkår for å skille mellom personer som i utgangspunktet ikke er profesjonelle investorer, kan være vanskelig. Dette går vi nærmere inn på nedenfor. Det konkrete skillet bør derfor etter vår mening fastsettes gjennom en forskrift. Prosedyrekravet bør imidlertid trolig fremgå av loven.

Nærmere om kravet til subjektiv vurdering

Det stilles som nevnt i forslaget til ny § 1-6 andre ledd nr. 2 krav om at privatpersonen etter forvaltningsselskapets vurdering kan treffe sine egne investeringsbeslutninger og forstå risikoen forbundet med plassering i spesialfond, vurdert ut fra kundens erfaring og innsikt. FNH frarår at dette kravet blir innført i verdipapirfondloven.

Kredittilsynet har funnet inspirasjon til dette kravet i det ovennevnte vedlegget til MiFID, men utkastet til lovbestemmelse har fått en strengere ordlyd enn i MiFID. I direktivet stilles det krav til at verdipapirforetaket gjennom sine vurderinger har kommet frem til at kunden med *rimelig sikkerhet* er i stand til å treffe sine egne investeringsbeslutninger og forstå risikoen som er involvert.

Kravet til subjektiv vurdering av investoren og kravet til prosedyre i det etterfølgende ledd, vil til sammen medføre at forvaltningsselskapet får et meget strengt lovfestet rådgivningsansvar overfor de privatpersoner oppfyller de objektive vilkårene. I avsnitt 3.2 ovenfor har vi omtalt noen av de krav som i dag stilles til aktsom finansiell rådgivning gjennom ulovfestet rett. Etter vårt syn vil det være uheldig om vi får en utvikling over tid med flere ulike krav til rådgivning, dels nedfelt i lov og dels i ulovfestet rett. Det vil da være bedre med en generell lovfesting av rådgivningsansvaret etter en grundig lovprosess. Etter vårt syn er det imidlertid lite hensiktsmessig å påbegynne noe slikt nå, sett i lys av at det allerede er i gang en prosess på dette området, jf. prosessen knyttet til gjennomføring av bestemmelsene i MiFID i norsk rett. Sett i en slik større sammenheng vil det også være uheldig om man nå forsøker å forskuttere hva som kommer som følge av MiFID, gjennom i praksis å innføre egne bestemmelser om finansiell rådgivning i verdipapirfondloven.

FNH mener at det i vurdering av dette spørsmålet også bør tillegges betydelig vekt at andre land, bl.a. de land Kredittilsynet har undersøkt, ikke har innført denne type subjektive kriterier for tegning i spesialfond.

Nærmere om de to objektive kriteriene

Etter FNHs syn bør man begrense de objektive kravene til ett av de to kravene. Som nevnt ovenfor vil kravet til prosedyre for å behandle andre enn de som er omfattet av ny § 1-6 første ledd som profesjonelle, etter vårt syn være den beste og mest hensiktsmessige måten å skille personer som bør kunne investere i spesialfond fra andre investorer. Det vil være tilstrekkelig at dette suppleres med ett av de objektive tilleggskriteriene. Hvert av kriteriene vil understreke for potensielle investorer at dette ikke er vanlige verdipapirfond, og bidra til økt sikkerhet for at vedkommende har midler som kan utsettes for den aktuelle type investeringsrisiko. Kontroll og oppfølging av flere slike vilkår vil dessuten kunne bli unødig komplisert for forvaltningsselskapene å følge opp.

Vår videre vurdering er at det er *tegningskravet* som bør bortfalle. Et slikt tilleggskrav fremstår ikke bare som unødvendig, men kan i verste fall komme til å virke mot sin hensikt, hvis privatpersoner blir tvunget til å overinvestere i ett og samme spesialfond. Kredittilsynet skriver på s. 53 i relasjon til formueskravet at det anbefales at investorer ikke plasserer mer enn 5 % eller noe mer i spesialfond. I tillegg anbefales det at ikke alt plasseres i én alternativ plassering, men spres på flere. Regelverket bør etter vårt syn åpne for at privatpersoner som behandles som profesjonelle, kan foreta en hensiktsmessig diversifisering av sine plasseringer. Dersom en privatperson som akkurat oppfyller det foreslåtte formueskravet på 5 mill., skal foreta en plassering i to eller flere spesialfond, vil hans samlede eksponering mot spesialfond bli på minst 20 %. Dette viser at forslaget er uheldig utformet.

Dersom Finansdepartementet likevel vil gå inn for å innføre et krav til minste tegning, bør det løpende kravet i ny § 1-6 annet ledd nr 2 siste pkt. strykes. Bakgrunnen for å ha et slikt løpende krav må være hensynet til omgåelse av tegningskravet. Vi kan imidlertid ikke se at slik omgåelse vil bli noe problem. For det første vil den som tegner seg for minstebeløpet ikke kunne ta ut midler før neste innløsningstidspunkt, som normalt vil være minst en måned frem i tid. Hele hans investering i andeler vil i denne perioden bli eksponert for risikoen i fondet. For det andre vil forvaltningsselskapet ikke ha incentiver til å legge til rette for slik omgåelse. Det er viktig for forvaltningsselskapet investeringsvirksomhet at de midler som investeres i fondet er langsiktige midler. Forvaltningsselskapet vil heller ikke være interessert i at små beløp er investert i slike fond, og vil derfor kunne ha regler i vedtektene som krever en minsteinvestering. Dersom man likevel skulle legge til grunn at det er en fare for omgåelse, må kravet til en minste løpende investering måtte veies opp mot ulempene som dette påfører investorene. Kravet slik det er formulert og omtalt i høringsnotatet vil medføre en betydelig ulempe for investorene, ved at den opprinnelige investeringen blir innelåst i fondet, uten at investoren kan redusere sin risiko på annen måte enn å innløse alt. Ulempen vil reduseres noe dersom kravet ble omgjort til et krav om ikke aktivt å selge seg ned under en markedsverdi på andelene på minstebeløpet, slik at investorer i spesialfond som kun investerer minstebeløpet, kan ta ut gevinst på sine andeler underveis. Selv med denne endringen vil ulempen være betydelig for investorene.

I tilfelle departementet vil gå inn for et minste tegningsbeløp, bør dette kravet begrenses til første gangs tegning hos ett og samme forvaltningsselskap. Dette bør være tilstrekkelig, sammen med de andre kravene, for å sikre de bakenforliggende hensynene. Med en slik utforming vil det ikke være krav til et minste tegningsbeløp ved senere tegning i et annet spesialfond hos samme forvaltningsselskap.

Et annet kompliserende forhold knyttet til anvendelse av minste tegningsbeløp slik Kredittilsynet foreslår, er at det ved plassering i enkelte typer spesialfond av typen private equity, vil den tegnede kapitalen bli krevd innbetalt etter hvert som forvalter finner gode investeringsmuligheter. I denne type fond vil det således ofte være forskjell mellom den tegnede kapitalen og den investerte kapitalen. Kapital vil også kunne tilbakebetales fra forvalter uten at det gjøres endringer i den tegnede kapitalen. Andelsverdiene vil til enhver tid kun reflektere den verdien av den investerte kapitalen. Denne typen konstruksjoner, som er relativt vanlig for private equity fond, vil også kunne skape komplikasjoner ift. forslaget til ny § 1-6 siste ledd siste pkt., som innebærer at kravet til minste tegningsbeløp ikke skal gjelde dersom forvaltningsselskapet utdeler fondets midler til andelseierne.

Når det gjelder *formueskravet* mener FNH at dette er satt for høyt. I høringsnotatet fremkommer det at kun om lag 7 600 personer i Norge vil oppfylle formueskravet. Det må imidlertid forventes at bare en mindre andel av disse faktisk vil ha interesse av å investere i spesialfond. Å fastsette et komplisert regelverk kun for noen få tusen formuende personer, virker lite hensiktsmessig. Det er dessuten en svakhet ved forslaget at det kan friste til omgåelse gjennom opptak av gjeld, jf. at formueskravet kun er knyttet til privatpersonenes likvide aktiva (brutto finansformue).

Kredittilsynets forslag er på dette punktet basert på et noe lavere formueskrav av tilsvarende karakter i MiFID. Etter vårt syn kan et krav knyttet til privatpersoners beholdninger av bankinnskudd og finansielle instrumenter være meningsfylt i forhold til å skille mellom hvilke privatpersoner som bør tillates profesjonell behandling ift. vanlige meglertjenester hos verdipapirforetak. Handel i enkeltinstrumenter gjennom verdipapirforetak vil ofte være transaksjonsorientert, og størrelsen på likvide midler kan være et relevant kriterium. Investeringer i spesialfond vil derimot typisk ha karakter av langsiktige disposisjoner. Det er derfor naturlig å basere et formueskrav også på andre formuesaktiva.

Etter vårt syn bør man dessuten legge til grunn et nettobegrep, for å unngå at investorer fristes til omgåelse gjennom opptak av lån. I og med at bolig utgjør en så stor andel av formuen til norske borgere, og denne ofte er belånt, vil det ikke være hensiktsmessig å legge til grunn et krav til netto finansformue. Det formuesbegrep som da gjenstår er netto formue. Dette inkluderer den skattemessige verdien av boliger (som er vesentlig lavere enn markedsverdien) og personens samlede gjeld. Etter FNHs syn er dette det mest relevante formuesbegrepet i relasjon til langsiktige investeringer som plassering i spesialfond. Av de ovennevnte målene er det dette som vil gi best uttrykk for "bufferkapitalen" til en person.

Et annet viktig forhold som taler for bruk av netto formue er at dette er opplysninger som er lette å kontrollere for forvaltningsselskapet gjennom innhenting av ligningsdata fra eksterne kilder. Vi er usikre på om brutto finansformue lar seg kontrollere fra eksterne kilder på samme måte.

FNH har ikke tilstrekkelig tallgrunnlag for å foreslå et konkret netto formuesnivå, men vil antyde rundt kr 1 million eller noe høyere. Beløpet bør i alle fall kunne settes på et nivå som gjør at det potensielle antallet investorer blir *vesentlig høyere* enn det som følger av Kredittilsynets forslag. Hensikten med dette kravet bør være å skille ut de personer som åpenbart ikke har en finansiell stilling som tilsier at man bør investere i spesialfond. Hovedvilkåret for at privatpersoner skal regnes som profesjonelle i forhold til investeringer i spesialfond, bør, som nevnt ovenfor, være kravet til prosedyre i ny § 1-6 tredje ledd. I den grad investorskillet i loven kun knyttes til markedsføring og ikke til tegning, vil et høyt formueskrav lettere kunne aksepteres som rimelig.

Vi foreslår for øvrig også en annen endring i ordlyden til ny § 1-6 annet ledd nedenfor. I første punktum heter det at investorer som bes om å bli behandlet som profesjonell i relasjon til spesialfond, gir avkall på beskyttelsen i henhold til god forretningsskikk de ellers ville hatt. Dette er en ordlyd som er hentet direkte fra MiFID uten nødvendige tilpasninger. Bestemmelsen om god forretningsskikk vpfl. § 4-2 er annerledes utformet enn bestemmelsen om god forretningsskikk i MiFID art. 19. I MiFID graderes noen av kravene til god forretningsskikk ut fra kundens profesjonalitet. Dette er ikke tilfelle i vpfl. Vi antar at Kredittilsynet ikke har ment at forvaltningsselskap som forvalter spesialfond skal kunne fravike de allmenne kravene til god forretningsskikk i vpfl. § 4-2.

Prosedyren for å gi avkall på beskyttelse

I ny § 1-6 tredje ledd er det, som nevnt, tatt inn krav til en prosedyre som må følges for at privatpersoner som oppfyller vilkårene i annet ledd skal kunne tegne andeler i spesialfond. FNH slutter seg til realitetene i denne bestemmelsen. Ordlyden er imidlertid hentet direkte fra MiFID og det er ikke foretatt tilpasning i forhold til fondsforvaltning. Det benyttes begrep som er ukjente i fondslovgivningen – jf. begrepet ”beskyttelse” og ”investorgaranti-rettigheter” som fremkommer i MiFID, men ikke i verdipapirfondloven. I det konkrete endringsforslaget i pkt. 4.6 nedenfor er det forsøkt å tilpasse bestemmelsen til realitetene i fondsforvaltning.

Endringer i klassifikasjon

Forslag til ny § 1-6 siste ledd første og annet punktum er også hentet fra MiFID, hvor det for øvrig stilles tre objektive vilkår for at andre investorer enn de som er nevnt i ny § 1-6 første ledd, skal kunne gis profesjonell behandling. Kredittilsynets forslag bygger kun på ett av disse kriteriene – formueskravet. Etter FNHs syn vil det være svært uheldig om en person, privatperson eller juridisk person, som oppfyller formueskravet det ene året, men ikke det neste, skal måtte selge seg ut av spesialfond, eller nektes å tegne flere andeler i slike fond. Det må være slik at dersom kunden er klarert en gang som profesjonell hos et forvaltningsselskap, vil han fortsette å være klassifisert slik hos dette selskapet inntil han selv evt. ber om noe annet.

Det bør i denne sammenheng også tillegges vekt at behandlingen som profesjonell i fondsforvaltning kun innebærer at man får lettere tilgang til en bestemt type investeringsprodukt (spesialfond), og ikke som i MiFID hvor man fraskriver seg rettigheter i forhold til god forretningsskikk og regler om "best execution".

Vi forslår på denne bakgrunn at siste ledd første og annet punktum strykes. Tredje og siste punktum i bestemmelsen foreslås også strøket som følge av forslaget om å stryke kravet til minste tegningsbeløp.

c) Juridiske personer

Forslaget fra Kredittilsynet åpner ikke opp for at juridiske personer som ikke er omfattet av ny § 1-6 første ledd kan be om behandling som profesjonell investor. Vi kan ikke se noen reelle grunner som taler for at selskaper som ikke er omfattet av ny § 1-6 første ledd bør fratras muligheten til å bli behandlet som profesjonelle, på linje med det som gjelder privatpersoner.

I MiFID likestilles fysiske og juridiske personer, ved at de samme vilkår stilles for alle ikke-profesjonelle kunder som ber om behandling som profesjonelle. FNH ber Finansdepartementet vurdere å gå inn for dette i verdipapirfondloven, gjennom en forskriftsregulering, eventuelt ved direkte regulering i loven.

4.6 Konkret endringsforslag

I forslag til ny § 1-6 foreslår FNH at det gjøres følgende endringer:

§ 1-6 Profesjonelle investorer

Følgende investorer anses som profesjonelle investorer:

1. Kredittinstitusjoner, verdipapirforetak, forvaltningsselskap, forsikringsselskaper, ~~livselskap, pensjonskasser,~~ andre finansinstitusjoner enn kredittinstitusjoner og forsikringsselskaper og andre foretak på finansmarkedet med konsesjon fra Finansdepartementet eller Kredittilsynet, **eller tilsvarende myndighet i utlandet 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. **Andre Privatpersoner fastsatt i forskrift gitt av Departementet, som har en netto 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 bli behandlet som profesjonelle investorer 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 de **risikofaktorer som han vil bli utsatt for ved å investere i spesialfond sett i forhold til investeringer i vanlige verdipapirfond 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 investere i spesialfond miste denne beskyttelse.**

Forvaltningsselskapet skal, før det beslutter å imøtekomme eventuelle ønsker fra personer om å bli behandlet som profesjonell investor gi avkall på beskyttelse, treffe alle rimelige foranstaltninger for å sikre at investorene 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 anvise av fondets midler til utdeling til andelseierne.

5. Plasseringsregler

Når det gjelder hvilke aktiva spesialfond kan investere i, foreslår Kredittilsynet ingen utvidelse i forhold til regelverket for vanlige verdipapirfond, jf. vpfl. § 4-5 om investeringsområde. De vanlige kvantitative investeringsbegrensningene (plasseringsreglene) i loven og derivatforskriften oppheves imidlertid, jf. § 4-6 første ledd og § 4-8. I tillegg oppheves forbudet mot å oppta lån og bestemmelsene som begrenser short salg, jf. § 4-11. I stedet stilles det krav til informasjon i vedtektene om risikobegrensinger mv.

FNH slutter seg til opphevelsen av de kvantitative investeringsbegrensningene, og begrensningene med hensyn til opptak av lån og short salg. Vi har for øvrig følgende merknader til forslaget om spesialfonds plasseringsområde.

5.1 Plassering i andre aktiva enn finansielle instrumenter

I høringsnotatet pkt. 1.2.7 om anvendelsesområdet drøfter Kredittilsynet om plasseringsområdet for spesialfond bør utvides ift. det som gjelder for vanlige verdipapirfond. Kredittilsynet konkluderer i utgangspunktet negativt, men viser til at vpfl. § 1-5 allerede i dag har en forskriftshjemmel som kan åpne for plasseringer i andre formuesgjenstander enn finansielle instrumenter. Kredittilsynet viser videre til at denne hjemmelen skulle være tilstrekkelig for å utvide plasseringsområdet, på et senere tidspunkt. dersom det skulle være ønskelig. FNH ber om at departementet i forbindelse med iverksettelse av de kommende lovendringene fastsetter en forskrift som åpner for at Kredittilsynet kan samtykke til etablering av spesialfond som kan investere i andre formuesgjenstander enn finansielle instrumenter.

I første omgang vil det kunne være aktuelt å søke om å kunne plassere midler i *kredittderivater*, som inntil MiFID blir gjennomført i norsk rett, ikke vil være å regne som finansielt instrument. Kredittilsynet gjør ingen realitetsvurdering av om spesialfond skal kunne benytte kredittderivater, men foreslår kun at dette først bør vurderes når en ny definisjon av finansielle instrumenter i verdipapirhandelloven er vedtatt. En slik fremgangsmåte vil etter vårt syn være uheldig ut fra et tidsaspekt og ut fra en realitetsvurdering. Etter hva vil forstå vil kravet til gjennomføring av MiFID trolig bli utsatt i minst 1 år fra EUs side, på grunn av omfanget og innholdet i det utfyllende regelverket på nivå 2. Med et vanlig tempo i den videre saksbehandlingen vil lovgivningen for spesialfond trolig komme på plass før verdipapirhandelloven tilpasses MiFID, hvilket vil innebære at norske spesialfond ikke kan benytte kredittderivater fra starten av.

I forhold til en realitetsvurdering er det grunn til å minne om at kredittderivater er meget hensiktsmessige instrumenter å benytte i forvaltningen av spesialfond. Det gir mulighet for å skille kredittlementet fra rentelementet, som i obligasjoner og andre omsettelige gjeldspapirer er knyttet sammen. Slike instrumenter vil være viktig både for posisjonstaging og for risikostyring og avlastning av kredittrisiko i fondets investeringer. Markedet for slike derivater er dessuten svært stort og mer likvid enn markedene for andre

derivater som vil være tillatt for spesialfond å benytte. Spesialfond etablert i andre land har etter det vi kjenner til anledning til å benytte kredittderivater i forvaltningen. Committee of European Securities Regulators har for øvrig i et nylig konsultasjonsdokument om hvilke aktiva UCITS-fond kan investere i, lagt til grunn at slike fond allerede i dag kan benytte kredittderivater uten å komme i konflikt med UCITS-direktivet, jf. CESR/05-064b. Det bør således være ganske åpenbart at spesialfond allerede fra starten av bør tillates å benytte denne type derivater.

Vanlige verdipapirfond bør for øvrig også få anledningen til å benytte kredittderivater innenfor de rammer som UCITS-direktivet fastsetter. Dette kan også ivaretas gjennom en slik forskrift.

Det vil over tid også kunne melde seg andre markedsmessige behov for spesialfond, som det vil være hensiktsmessig at man kan ta hensyn til gjennom en slik forskriftsbestemmelse. Når hensynet til investorene ikke tilsier et forbud, bør Kredittilsynet kunne gi slik tillatelse. Det vil bli svært tungvint for næringen om man i slike kurante tilfeller, skulle måtte vente på endringer i loven. Tilsynet vil dessuten kunne fastsette hensiktsmessige vilkår for slike godkjenninger.

5.2 Garantiansvar

Kredittilsynet skriver på s. 60 i høringsnotatet at det er et forbud mot at forvaltningsselskap stiller garantier i forbindelse med emisjoner på vegne av verdipapirfond. Tilsynet foreslår videre at dette forbudet også skal gjelde for spesialfond. FNH mener at Kredittilsynet på dette punkt har kommet i skade for å gjengi gjeldende rett feil. Kredittilsynets egen forvaltningspraksis gir, etter det vi kjenner til, uttrykk for at vanlige verdipapirfond etter loven har rett til å stille fulltegningsgarantier ifm. emisjoner, så lenge summen av tegningsbeløpet og investeringer i samme selskap er innenfor de alminnelige investeringsbegrensningene som gjelder for fondet. Etter FNHs syn bør denne praksis også gjelde for spesialfond.

5.3 Fondsandeler

FNH er opptatt av at det skal være mulig å etablere gode fond-i-fond av spesialfond for profesjonelle investorer i Norge. For at dette skal være mulig må hovedfondet tillates å plassere midler i fond som er etablert i andre stater enn de som norske myndigheter har tilsynssamarbeid med. Et stort flertall av de virkelig gode "single style" hedge fondene med en lang historikk er etablert i stater hvor det ikke foreligger noe formalisert tilsynssamarbeid med norske myndigheter. Slike fond er i mindre grad etablert innenfor EØS-området pga. at regelverket for slike fond der først er utviklet senere.

Forvalteren av det norske spesialfondet vil ha sterke interesser i å påse at en slik plassering er trygg. Det at fondene er etablert utenfor EØS-området og Nord-Amerika, betyr ikke nødvendigvis at fondene er usikre eller ikke er underlagt betryggende kontroll. Myndighetstilsynet kan være noe mindre strengt i en del mindre stater hvor en del av disse fondene er etablert, men dette kompenseres i rikt monn av et strengt markedsmessig tilsyn

av investeringer, prising mv. fra fondenes depotbank ("trustee" og "administrator"), samt av långivere og meglerforbindelser ("prime broker") som har en kreditt- eller motpartseksponeering mot fondet. Det bør her også tillegges vekt at andre land, f.eks. Irland ikke stiller slike begrensninger på spesialfond.

Vi forslår derfor at ny § 1-5 annet ledd endres slik at ovennevnte betingelse ikke skal gjelde for spesialfond. Det bør i stedet inntas et krav til at spesialfond som kan foreta slike plasseringer, opplyser sine investorer særskilt om at det kan plassere i fond som er etablert i land hvor Norge ikke har tilsynssamarbeid. Investorer som anses som profesjonelle bør selv kunne foreta en vurdering av om de vil gå inn i slike fond. Det bør være tilstrekkelig at Kredittilsynet påser at forvaltningsselskaper inntar den nødvendige informasjonen i vedtektene til slike fond, uten at det fastsettes noen lovbestemmelse om dette.

Konkret endringsforslag til Kredittilsynets forslag til ny § 1-5 annet ledd nr. 1:

Følgende bestemmelser i loven for ikke anvendelse på spesialfond:

1. § 4-5 tredje ledd. ~~Betingelsen i nr. 1 om betryggende tilsyn og tilfredsstillende tilsynssamarbeid skal likevel gjelde.~~

5.4 Utlån av verdipapirer

Forskrift 06.01.2003 nr. 9 om verdipapirfonds utlån av finansielle instrumenter foreslås ikke endret for spesialfond. Kredittilsynet ber imidlertid høringsinstansene om kommentarer til motpartskravet.

Etter FNHs syn er viktig at vilkåret om at maksimalt 5 % av fondets eiendeler kan lånes ut til en og samme motpart (utenom oppgjørssentraler), fjernes for vanlige fond og ikke blir innført for spesialfond. Utlån av verdipapirer er vanlig inntektsskapende aktivitet for verdipapirfond etablert i andre land. Det skaper betydelige problemer for slik aktivitet i norske fond så lenge denne motpartsbegrensningen opprettholdes, da den ødelegger de naturlige stordriftsfordeler som ligger i slik aktivitet.

Vi viser til det brev vi sendte til Finansdepartementet av 04.03.04, der FNH foreslo at denne motpartsbegrensningen tas bort i forskriften. I brevet redegjøres det nærmere for at motpartsbegrensningen ikke er nødvendig ut fra risikomessige hensyn og hvilke problemer den skaper for norske fond og den norske finansnæringen.

6. Maksimalgrenser for plassering i ett selskap/en utsteder

Vpfl. § 4-9 inneholder forbud mot å eie mer enn 10 % av et aksjeselskap, men Kredittilsynet kan iht. siste ledd samtykke til etablering av verdipapirfond som fraviker bestemmelsene i denne paragraf. Kredittilsynet legger til grunn at det kun vil være venturefond som vil ha behov for plasseringer i aksjer som overstiger 10 % av aksjekapitalen. Tilsynet vurderer imidlertid det å gi unntak for slike fond for å være en så

prinsipiell sak at det bør løftes opp som en lovsak. Kredittilsynet foreslår ikke noe direkte unntak i loven for slike venturefond. De foreslår imidlertid at det tas inn et nytt siste punktum i § 4-9 annet ledd hvor det stilles vilkår om at dersom et venturefond plasser slik at det eier eller kontrollerer mer enn 10 % av kapitalen i et selskap, kan forvaltningsselskapet ikke plassere midler fra øvrige verdipapirfond selskapet forvalter i det samme selskapet.

FNH mener tiden nå må være moden for en generell gjennomgang av den aktuelle bestemmelsen, i lys av det arbeid som har skjedd i forhold til eierstyring og selskapsledelse ("corporate governance") både her til lands og internasjonalt. Etter vårt syn er det ikke grunn til å frykte at forvaltningsselskapene vil misbruke sin makt i selskaper til ugunst for andelseierne.

Når det gjelder spesialfond, vil det ikke bare være venturefond som vil ha behov for å kunne eie mer enn 10 % av aksjekapitalen i et selskap. Også andre typer spesialfond, spesielt andre typer "private equity" -fond vil ha et slikt behov. I høringsnotatet har Kredittilsynet på s. 21-22 har sitert fra en rapport fra Nærings- og handelsdepartementet hvor det under overskriften "Annen private equity" beskrives tre typer fond som alle, dersom de skal kunne etableres her til lands, vil ha behov for dispensasjon fra 10 % begrensningen. Vi drøfter nedenfor i pkt. 13 enkelte tiltak for å gjøre det praktisk mulig å etablere fond som investerer i eiendomsselskaper under spesialfondslovgivningen. For slike fond vil det også være behov for samtykke til å fravike denne bestemmelsen. Det finnes også spesialfond av typen "hedge fond", som kan ha behov for slik dispensasjon, f.eks. "special situations" -fond, som spesialiserer seg på å kjøpe misligholdte gjeldsinstrumenter og egenkapitalinstrumenter i selskaper som er i økonomiske vansker.

Etter FNHs syn synes det ikke hensiktsmessig at loven direkte eller indirekte begrenser hvilke spesialfond som Kredittilsynet kan gi samtykke til i henhold til vpfl. § 4-9 siste ledd. Vpfl. § 4-9 annet ledd gir Kredittilsynet allerede i dag tilstrekkelig hjemmel til å fastsette hensiktsmessige vilkår.

FNH ønsker for øvrig å gjøre oppmerksom på en spesiell problemstilling som vil kunne oppstå i relasjon til denne bestemmelsen for spesialfond. Spesialfond som benytter alternative investeringsteknikker vil ofte kunne være i en situasjon hvor det både har lange og korte posisjoner i egenkapitalen til ett og samme selskap. Den lange bruttoposisjonen vil i slike tilfeller kunne være betydelig høyere enn nettoposisjonen. Vi antar at det er *nettoposisjonen* som skal legges til grunn i forhold til 10 % begrensningene i vpfl. § 4-9. Dersom departementet mot formodning ikke skulle være enig i dette, vil behovet for samtykke etter § 4-9 siste ledd bli betydelig større enn antatt ovenfor.

Konkret endringsforslag til Kredittilsynets forslag til endring av § 4-9 annet ledd:

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.~~

7. Risiko og -styring

Kredittilsynet forslår i vpfl. § 3-3 nytt annet ledd første punktum at vedtektene skal inneholde fondets strategi, risikorammer og retningslinjer for hvordan risikoen skal styres. FNH kan slutte seg til dette, i det vi forutsetter at det er de overordede og viktige risikorammene og retningslinjene som skal nedfelles i vedtektene. Forvaltningsselskapet må kunne fastsette supplerende rammer og retningslinjer innenfor de overordnede rammene, bl.a. ut fra taktiske forvaltningsvurderinger, som må kunne endres eller justeres uten å måtte gå veien om vedtektsendringer.

I forslag til bestemmelsens annet punktum foreslås det å gi departementet en forskriftshjemmel til å fastsette nærmere krav til spesialfonds risiko og styring av risiko. FNH kan ikke se at det skal være behov for en slik hjemmel. Kredittilsynet vil ha nødvendig kompetanse i loven til å kunne føre tilstrekkelig kontroll med spesialfonds virksomhet, herunder risiko og styring av risiko. Dersom bestemmelsen likevel opprettholdes bør den omformuleres, da det synes som om departementet skal kunne fastsette krav til hvilken konkret risikoeksponering spesialfond skal ha. Dette kan ikke være hensiktsmessig. Noe annet og mer naturlig vil eventuelt være at departementet kan fastsette nærmere krav til hvilken informasjon forvaltningsselskapet skal gi om fondets risiko og dets styring av risiko.

Konkret endringsforslag til Kredittilsynets forslag til § 3-3 nytt annet ledd:

For spesialfond skal retningslinjer som nevnt i første ledd nr. 4 erstattes med strategi, risikorammer og retningslinjer for hvordan risikoen skal styres. ~~Departementet kan i forskrift fastsette nærmere krav til spesialfonds risiko og styring av risiko.~~

8. Forvaltningshonorar

8.1 Differensiering av honorar

Kredittilsynet foreslår en oppmykning av forskriften om differensiering av forvaltningshonorar for spesialfond, slik at differensiering kan skje fra første andel. Det stilles vilkår om at forvaltningsgodtgjørelsen minst skal dekke forvaltningsselskapets faktiske kostnader knyttet til den aktuelle andelshaver, samt at differensiering ikke skal skje på et usakelig grunnlag. Det angis videre at som usakelig grunnlag regnes bl.a.

beholdning av andeler i andre fond forvaltet av samme selskap og mulige kundeforhold med selskaper i samme konsern.

FNH er enig med Kredittilsynets vurdering av at forvaltningsselskap har behov for å kunne differensiere godtgjørelsen ut over det forskriften tillater. Kredittilsynets forslag går imidlertid ikke langt nok i å tilfredsstille de klare markedsmessige behovene som vil gjelde for fond rettet mot profesjonelle investorer. En utvidet adgang til å differensiere i forhold til profesjonelle investorer bør dessuten komme til anvendelse både på spesialfond og på vanlige verdipapirfond.

I og med at det kun belastes en sats for forvaltningshonoraret i fondet, vil alle andelseiere i utgangspunktet bli behandlet likt. Hva som kommer etterpå av eventuell tilbakebetaling av rabatter til kunden, bør ses på som en overskuddsdisponering fra forvaltningsselskapets side. Slik disponering bør forvaltningsselskapet stå fritt til å kunne foreta, i hvert fall i fond som er rettet mot profesjonelle investorer. Dette er forvaltningspraksis i de land norsk fondsbransje i dag møter sterkest konkurranse fra, dvs. Irland, Luxemburg og Sverige.

Vi ber om at forvaltningsselskapene får anledning til å foreta en tilbakebetaling av rabatter til kunder i spesialfond på grunnlag av individuelle forhandlinger. Vi kan ikke se behov for et krav om kostnadsdekning så lenge alle betaler samme honorar i fondet. Profesjonelle investorer vil forvente individuelle markedsmessige forhandlinger om pris med forvaltningsselskapet. Dersom det ikke blir gitt tilstrekkelig frihet for forvaltningsselskapet til å kunne differensiere rabattene som gis for investeringer i ett og samme fond, vil man fortsette å bruke flere parallelle fond for å imøtekomme de markedsmessige behovene. Dette medfører bruk av kostbare og lite hensiktsmessige måter å løse de markedsmessige behovene på.

Vi har ikke utarbeidet et konkret forslag til endring av forskriften om differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen.

8.2 Innsynsrett i rabatter

Kredittilsynet forslår at det tas inn i vpfl. § 3-3 første ledd nr. 9 at enhver, herunder eksisterende og potensielle andelseiere i spesialfond, på forespørsel skal ha krav på å få innsyn i hvilke individuelle rabatter som er gitt i spesialfond. Kredittilsynet begrunner dette forslaget med at det i de alminnelige kravene til vedtekter i vpfl. § 3-3 nr. 9 fremgår at vedtektene skal inneholde opplysninger om hvordan forvaltningsgodtgjørelsen beregnes og fordeles mellom andelseierne. Da det ikke vil være krav om at kriteriene uttømmende fremkommer av spesialfondets vedtekter, vil det, slik vi forstår Kredittilsynet, være behov for at rabattene gjøres synbare gjennom en innsynsrett.

Etter FNHs syn er det *svært viktig* at dette forslaget ikke blir gjennomført. Dersom alle og enhver, inkludert konkurrenter og presse, skal ha rett til innsyn i alle rabatter som forvaltningsselskapet har gitt i et spesialfond, kan det i vesentlig grad komme til å svekke interessen for å etablere slike fond i Norge. Forvaltningsselskapet vil miste sin

forhandlingsstyrke dersom dette forslaget gjennomføres, og vil bli tvunget til å operere med en flat rabattstruktur. Hensikten bak muligheten for å differensiere bli dermed borte.

Spesialfond er fond som er beregnet på profesjonelle kunder. De vil kunne vurdere hva de er villige til å betale for andeler i et spesialfond uten å få informasjon om hva alle andre betaler. Det vil være tilstrekkelig at Kredittilsynet har slikt innsyn, noe de har gjennom sine tilsynshjemler. Det bør derfor gjøres unntak for spesialfond fra kravet om at det skal fremgå av vedtektene hvordan forvaltningsgodtgjørelsen skal fordeles mellom andelseierne.

Konkret forslag til endring av ny § 1-5 annet ledd ny nr. 1 og forslag til endring av Kredittilsynets forslag til § 3-3 første ledd nr. 9:

§ 1-5 annet ledd nytt første punktum:

”1. § 3-3 første ledd nr. 9 – kravet til hvordan forvaltningsgodtgjørelsen skal fordeles mellom andelseierne”

§ 3-3 første ledd nr. 9 skal lyde:

om forvaltningsselskapet skal ha godtgjørelse fra andelseierne, og i så fall hvordan denne godtgjørelsen skal beregnes og fordeles mellom andelseierne, ~~og at enhver, herunder eksisterende og potensielle andelseiere samt Kredittilsynet, på forespørsel har krav på å få opplyst hvilke individuelle rabatter som er gitt i spesialfond,~~

8.3 Avkastningsbasert honorar

Kredittilsynets høringsnotat drøfter ikke avkastningsbaserte honorarer. Slike er vanlige i spesialfond. Kredittilsynets stiller i rundskriv 11/2001 vilkår for bruk av asymmetrisk forvaltningsgodtgjørelse for å sikre at kunder som betaler slik godtgjørelse har kunnskap og innsikt i hva slik godtgjørelse kan ha av konsekvenser for forvaltningen. Vilkåret knyttet til minste tegningsbeløp (kr. 5 mill.) er langt høyere enn det som foreslås i ny § 1-6.

FNH mener det er vil være behov for at rundskrivet til Kredittilsynet trekkes tilbake, og erstattes av et nytt rundskriv som åpner for bruk av slik asymmetrisk godtgjørelse i spesialfond uten tilleggsvilkår knyttet til minste tegningsbeløp.

9. Verdiberegning og kunngjøring

9.1 Verdiberegningens og kunngjøringens formål

FNH legger til grunn at det er verdiberegningen som ligger til grunn for tegnings- og innløsningskurser, og for beregning av forvaltningsgodtgjørelsen, som investorene i spesialfond vil ha direkte interesse av. Slik vi forstår gjeldende vpfl. § 6-1 er det også dette hensynet som søkes ivaretatt her.

Verdiberegninger for dette formål må gjøres samlet for hele porteføljen med stor nøyaktighet og basert på anerkjente prisingsmetoder. For de aller fleste spesialfond vil det ikke være hensiktsmessig eller praktisk å gjennomføre og kunngjøre slike verddivurderinger hver dag, slik man normalt gjør for vanlige fond. Dette skyldes forskjeller i aktivasammensetningen, i tegnings- og innløsningsmønstre og ulike metoder for beregning av forvaltningshonorar mellom de to fondsgruppene.

I tillegg til denne verdiberegningen vil forvaltningsselskapet av hensyn til løpende styringen av og kontroll med risikoen foreta en markedsverdifastsettelse av fondets balanseførte aktiva og utenombalanseposter, tilpasset fondets investeringer. Slik verdifastsettelse for interne formål i spesialfond vil kunne ha en noe annen karakter enn den verdifastsettelse som er nevnt innledningsvis. Den vil typisk være tilpasset de reelle behov forvaltningsselskapet har med sikte på å føre en god risikokontroll og effektiv porteføljestyling. Det kan f.eks. være ulik hyppighet på verdiberegningene av ulike posisjoner og noe forenklete vurderinger av visse poster. Det vil ikke være hensiktsmessig å kunngjøre slike beregninger på samme måte, som de fullstendige beregninger som er gjort for eksterne formål.

Kredittilsynet foreslår i høringsnotatet å regulere verdiberegning og kunngjøring for eksterne formål (andelseiernes informasjonsbehov) og for interne forhold (forvaltningsselskapets behov) i en og samme bestemmelse. Dette er noe FNH finner uheldig og således ikke kan støtte. I den grad man skal fastsette krav til forvaltningsselskapets markedsprisfastsettelse av spesialfonds plasseringer for interne formål, bør dette fremkomme separat som et krav til rutiner og retningslinjer, fremfor som et minstekrav til hyppighet for beregning og kunngjøring.

9.2 Krav til hyppighet i beregningen

FNH kan ikke se at det er behov for å fastsette et krav til minst månedlig beregning, jf. i vpfl. § 6-1 nytt tredje ledd. Fokuset i bestemmelsen bør være på de tidspunktene investorene har konkret behov for å få kunnskap om andelsverdiene. Dette vil som nevnt over være i tilknytning til tegning og innløsning og ved fastsettelse av forvaltningshonorar. Investorer i spesialfond som har behov for mer oppdatert informasjon om verdiutviklingen, vil få slik informasjon ved henvende til forvaltningsselskapet.

Det vil være depotmottager som vil være den viktigste kontrollør av fondets verdiberegninger og overholdelse av risikorammer. Verken for interne formål eller for depotmottagers kontrollfunksjon er det behov for et krav i loven til beregning og offentliggjøring av andelsverdier hver måned eller "så ofte det er nødvendig for å føre forsvarlig kontroll med at fondets risiko overholdes".

Etter vårt syn vil et krav om månedlig verdiberegning skape praktiske problemer for enkelte typer spesialfond. Det vil legge klare begrensninger på hvilke fond-i-fond av spesialfond som kan etableres og selges i Norge, da mange utenlandske spesialfond ikke vil ha like hyppig kunngjøring av andelsverdier. Private equity-fond generelt vil kunne ha

problemer med å få til en god verdivurdering av sine investeringer i unoterte aksjer så hyppig som hver måned. Det samme gjelder enkelte typer hedge fond. Dette innebærer at den begrunnelse som Kredittilsynet har lagt til grunn for venturefond også har gyldighet i forhold til andre typer spesialfond.

FNH finner det naturlig at *dersom det skal innføres et generelt minstekrav til beregning*, bør dette falle sammen med fondenes regnskapsrapportering til kundene. Kundene vil iht. Kredittilsynets forslag motta rapporter over fondets plasseringer hvert halvår (årsrapport og delårsrapport). Det vil være på disse tidspunktene andelseierne vil ha en reell mulighet til å kunne kontrollere fondets plasseringer, et hensyn Kredittilsynet synes å ha vektlagt i høringsnotatet. Et krav til halvårlig rapportering av andelsverdiene vil ivareta det aktuelle kontrollhensynet.

Nedenfor følger et konkret forslag til endringer av Kredittilsynets forslag til nye bestemmelser i vpfl. § 6-1 om verdiberegning og kunngjøring. De samme minstekrav til hyppighet i beregning og kunngjøring av andelsverdier bør gjelde for norske fond og *utenlandske fond* som godkjennes for markedsføring. Dette innebærer at Kredittilsynets forslag til ny § 2-4 i forskrift om markedsføring av utenlandske verdipapirfond også bør justeres på samme måte som de nye bestemmelsene i til vpfl. § 6-1 tredje og femte ledd.

9.3 Krav til godkjenning av uavhengig tredjepart

Kredittilsynet foreslår "under tvil" krav til godkjenning av forvaltningsselskapets beregninger av andelsverdier av en uavhengig tredjepart, jf. forslag til § 6-1 nytt fjerde ledd. På s. 69 i høringsnotatet fremgår det at depotmottager ikke kan anses å være en slik uavhengig tredjepart, og dermed ikke utføre denne oppgaven.

FNH går i mot å innføre et slikt krav. Depotmottaker, som er uavhengig av forvaltningsselskaper, vil iht. loven ha et ansvar for å kontrollere beregningen av andelsverdiene. Det å innføre en tredje kontrollinstans for slik verdiberegning vil være unødvendig og medføre ekstra kostnader. Innføring av en separat godkjenning av andelsverdiene hos en tredjepart vil også kunne bidra til å undergrave depotmottakers samlede ansvar for kontrollen med spesialfond. Det vil etter vårt syn være tilstrekkelig for investorvernet i spesialfond at depotmottager har et kontrollansvar på dette området. I tillegg kommer kontrollansvaret som påligger fondets revisors for å påse at regnskapene og dermed verdivurderingene er forsvarlige. Det vises i denne sammenheng til merknadene nedenfor vedrørende depotmottakers oppgaver og henvisningen til at akseptable markedsmessige løsninger vil bli funnet dersom det profesjonelle investormiljøet finner at kontrollaktivitetene i enkelte spesialfond må økes i forhold til lovens minimum.

FNH vil i tillegg peke på at det er uklart hvilket ansvar og myndighet en eventuell tredjepart skal ha i relasjon til andelseierne og forvaltningsselskapet. Kredittilsynets utredning sier også lite om hvilke foretak som skal kunne utføre en slik tredjepartskontroll, hvordan begrepet "uavhengig" i § 6-1 skal forstås og hvilke eventuelle krav som skal

stilles til slike foretak. Dette er etter FNHs syn også forhold som taler for å benytte eksisterende kontrollstrukturer.

9.4 Metode for kunngjøring

FNH ber om at det klargjøres at melding til andelseierne anses tilstrekkelig for å oppfylle kravet til "kunngjøring", jf. vpfl. § 7-5. Det vil være lite ønskelig av kostnadmessige hensyn for forvaltningsselskapene å måtte kunngjøre andelsverdier i aviser og elektroniske medier, når det tross alt er snakk om en begrenset krets andelseiere i antall, som formodningsvis alle vil ønske stor grad av direkte kommunikasjon.

9.5 Konkret endringsforslag

I forslag til § 6-1 nytt tredje, fjerde, femte og sjette ledd forslår FNH at det gjøres følgende endringer:

Forvaltningsselskapet skal beregne og kunngjøre andelsverdien av spesialfond regelmessig. Forvaltningsselskapet må beregne andelsverdien 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.

~~Forvaltningsselskapets beregning av andelsverdi for spesialfond skal godkjennes av en uavhengig tredjepart minimum hver måned, for venturefond minimum hver sjette 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 for spesialfond ~~minimum hver måned, for venturefond minimum hver sjette 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."

Forslag til ny § 2-4 i forskrift om markedsføring av utenlandske verdipapirfond justeres tilsvarende endringene i vpfl. § 6-1 tredje og femte ledd ovenfor.

10. Utvidet kontrollansvar for depotmottaker

10.1. Kontroll av andelsverdier

Kredittilsynet foreslår at depotmottakers plikt til å kontrollere forvaltningsselskapets beregning av andelsverdier tydeliggjøres ved at det inntas en egen bestemmelse om slik

kontroll i vpfl. § 5-3 nytt tredje ledd. Bestemmelsen får anvendelse både for vanlige verdipapirfond og spesialfond, og er ment å være en kodifisering av de plikter depotmottaker allerede har i forhold til vanlige verdipapirfond.

FNH har i utgangspunktet ikke noe i mot at det inntas en bestemmelse i loven som tydeliggjør dagens regelverk. Det er imidlertid viktig at det ikke foretas realitetsendringer i forhold til de kontrolloppgaver som påligger depotmottaker på dette området. FNH er kjent med at det pågår et arbeid i EU med sikte på å harmonisere kravene til depotforetak i det indre marked. Det er sterkt ønskelig at det ikke foretas endringer i oppgavene til depotmottagere for vanlige verdipapirfond inntil man vet hva som kommer ut av arbeidet i EU.

Kredittilsynet skriver i sin drøfting av forslaget på s. 76 i høringsnotatet at det er særlig viktig at depotmottaker foretar en selvstendig etterkontroll av verdifastsettelsen til spesialfond. FNH antar at Kredittilsynet ikke med dette har ment at depotmottaker skal kontrollere beregningen av enhver verdifastsettelse for spesialfond. Dette vil ikke være nødvendig ut fra et kontrollhensyn eller hensiktsmessig ut fra et ressurs hensyn.

Etter vår vurdering vil depotmottaker oppfylle sine kontrolloppgaver i tilknytning til gjeldende rett, ved å kontrollere at forvaltningsselskapets rutiner og prosedyrer i forhold til verdifastsettelse er i samsvar med og sikrer oppfyllelse av rammeregulverket kombinert med etterfølgende stikkprøvekontroller av forvaltningsselskapets beregninger. Omfanget av kontrollaktivitetene fastsettes av depotmottaker ut fra en løpende risikobetraktning.

For å klargjøre at man nå kun har til hensikt å kodifisere gjeldende rett, bør ordlyden i bestemmelsen i § 5-3 nytt tredje ledd endres på ett punkt. Ved å endre ordet "er" til "blir", vil man sikre at kontrolloppgavene kan praktiseres slik de gjøres i dag. Fokuset i lovteksten blir da ikke kun bakoverskudende, på hva som har vært gjort av forvaltningsselskapet, men like mye på forvaltningsselskapets rutiner for beregning mv.

10.2 Kontroll av overholdelse av strategi, risikorammer og risikostyring, samt kontroll av forvaltningsgodtgjørelse

Kredittilsynet foreslår, for å styrke investorvernet i spesialfond, at depotmottaker gis noen tilleggsoppgaver i forhold til slike fond. Dels foreslås det et krav om at depotmottaker løpende skal kontrollere fondets overholdelse av sin vedtektsfastsatte investeringsstrategi, risikorammer og retningslinjer for hvordan risikoen i fondet skal styres. I tillegg skal depotmottaker påse at spesialfondet rapporterer vesentlige brudd på disse retningslinjene til andelseierne og Kredittilsynet, jf. forslag til § 5-3 nytt fjerde ledd. I tillegg foreslås det at depotmottaker skal kontrollere forvaltningsselskapets beregning av forvaltningsgodtgjørelse, jf. forslag til § 5-3 nytt femte ledd.

Risikokontroll

FNH har i utgangspunktet forståelse for ønsket om at depotmottaker skal ha et kontrollansvar for at spesialfond følger de overordnede retningslinjene for strategi og risiko nedfelt i vedtektene, men det er ikke hensiktsmessig at man i loven nedfeller et krav som kan

forstås slik at enhver transaksjon skal kontrolleres. Det vil i så fall medføre behov en stor utvidelse av det parallelle kontrollmiljøet hos depotmottaker. Etter vårt syn vil de aktuelle kontrolloppgavene mest hensiktsmessig kunne håndteres gjennom en kvalitetssikring av forvaltningsselskapets rutiner og prosedyrer, kombinert med konkrete stikkprøvekontroller, dvs. på samme måte som i forhold til kontrollen av beregningen av andelsverdier. Dette vil også bidra til å begrense omfanget av løpende parallelle kontrollaktiviteter, og dermed kostnadene. Vi forslår på denne bakgrunn at ordet "løpende" strykes i forslaget til § 5-3 fjerde ledd.

I Kredittilsynets drøfting av det aktuelle kravet på s. 76 i høringsnotatet legges det vekt på at depotmottaker, gjennom sin ordinære kontroll med fondet, løpende vil ha full innsikt i plasseringene. Det kan synes som om Kredittilsynet mener veien derfor vil være kort rent praktisk fra den formelle kontroll med forvaltningsselskapets disponering av fondets midler, som følger av vpfl. § 5-3 første ledd, til en kontroll av om investeringene er i samsvar med fondets strategi og risikorammer. FNH vil peke på at kontroll med et spesialfonds strategi og risikorammer vil være langt mer ressurskrevende enn den formelle kontrollen med forvaltningsselskapets disponering av midlene til fondet. Selv med en slik justering av kravet til kontroll som det vi foreslår, vil det innebære at det blir stilt nye krav til funksjonalitet, bemanning og kompetanse hos depotmottager. Dette vil medføre betydelige kostnader både i form av investeringer i teknologi og utvikling av ny kompetanse hos depotmottager, som andelseierne i spesialfond vil måtte dekke.

Det vises i denne sammenheng særlig til at spesialfond vil ha stor frihetsgrad både hva angår bruk av avanserte derivater og utforming av strategi for øvrig, og at oppfølgingen av dette hos depotmottager vil være svært ressurskrevende og i tillegg forutsette betydelig spesialkompetanse. Dersom det i stedet skulle bli innført et krav til løpende kontroll av all posisjonstagning opp mot spesialfondets investeringsbegrensninger, vil det i praksis kreve så store ressurser hos depotmottaker at det trolig vil bli et effektivt hinder for etablering av flere aktuelle typer spesialfond her til lands. Også det medfølgende erstatningsansvaret i forhold til feil i depotmottakers kontrollaktiviteter, vil kunne bidra til et slikt resultat.

Vi minner i denne forbindelse om det må foretas en fornuftig avveining av hvilken investorbeskyttelse som skal nedfelles i lovbestemmelsene, sett i relasjon til det faktum at spesialfond skal være tilpasset profesjonelle investorers behov. Slike investorer vil, før de foretar en investering, vurdere om den kontrollen som er etablert med det enkelte fonds investeringer er tilfredsstillende. De vil også vurdere kostnadsnivået knyttet til slike plasseringer, sammenlignet med alternative plasseringer i utenlandske spesialfond. Hvis kostnadsnivået i norske spesialfond blir for høyt, vil de i stedet søke slike investeringer i utlandet. Hvis kontrollen med investeringene, mot formodning, ikke skulle anses tilfredsstillende vil forvaltningsselskapene derimot kunne etablere supplerende kontrollmekanismer for å tilfredsstillende de profesjonelle kundenes behov. Det er således grunn til å være varsom i forhold til det å etablere en beskyttelse av profesjonelle investorer som slike investorer ikke vil ønske eller ha behov for, og som det senere vil være svært tidkrevende å få justert. Det er også grunn til å minne om at depotfunksjonen

for verdipapirfond har fungert på en god og hensiktsmessig måte her til lands så langt, uten noen større hendelser. Ut fra hensynet til en konkurransedyktig forvalternæring i Norge er det viktig å føre videre tradisjonen med en hensiktsmessig og effektiv organiseringen av kontrollaktivitetene knyttet til denne nye delen av fondsforvaltning.

Kontroll av forvaltningsgodtgjørelse

Forslaget i § 5-3 nytt femte ledd om at depotmottager skal kontrollere beregningen av forvaltningsgodtgjørelsen, begrunnes med at vil være vanskelig for andelseierne å kontrollere den forvaltningsgodtgjørelsen som forvaltningsselskapet har beregnet, fordi de ikke vil ha innsyn i verdiberegningen av fondet. Siden depotmottaker skal kontrollere verdiberegningen, mener Kredittilsynet at depotmottaker også bør kontrollere forvaltningsgodtgjørelsen.

Vi viser i denne forbindelse igjen til at spesialfond skal være tilpasset behovene til profesjonelle investorer. Vi kan ikke se at slike investorer skulle ha større problemer med å kontrollere den beregnede forvaltningsgodtgjørelsen i et spesialfond enn en ordinær andelseier vil ha i forhold til den forvaltningsgodtgjørelsen som beregnes i et UCITS-fond.

Forslaget inneholder for øvrig ingen føringer i forhold til konsekvensene av at depotmottager avdekker feil ved forvaltningsselskapets beregninger som nevnt.

Vi foreslår at bestemmelsen utgår, subsidiært erstattes med plikt for forvaltningsselskapet til på forespørsel fra en andelseier i spesialfond å gi nærmere informasjon om hvordan forvaltningshonoraret er beregnet.

10.3 Konkret endringsforslag

I forslag til § 5-3 nytt tredje, fjerde og femte ledd gjøres følgende endring:

Depotmottaker skal kontrollere at andelsverdiene **blir** ~~er~~ beregnet i samsvar med loven, verdipapirfondets vedtekter og forsvarlig praksis for fastsettelse av markedsverdi.

Depotmottaker for spesialfond skal ~~løpende~~ kontrollere fondets 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.

~~Depotmottaker for spesialfond skal kontrollere forvaltningsselskapets beregning av forvaltningsgodtgjørelse.~~

10.4 Standard depotavtale for spesialfond

FNH forutsetter at Kredittilsynet vil utarbeide en standard depotmottageravtale til bruk mellom spesialfondsforvalteren og depotmottaker dersom det åpnes for etablering av

spesialfond i Norge. Vi vil understreke betydningen av at utarbeidelsen av et slikt avtaleverk skjer i nært samarbeid med bransjeorganisasjonene.

11. Spesialfonds vedtekter mv.

11.1 Vilkår for å endre vedtekter

Etter FNHs syn aktualiserer forslaget et behov for endrede regler og praksis for vedtektsendringer. Spesialfond vil generelt ha større behov for å foreta omlegging av investeringsstrategi og risikorammer enn hva som gjelder for vanlige verdipapirfond. Disse forholdene må tilpasses de investeringsmuligheter som eksisterer i markedet. Når en investeringsidé eller -teknikk ikke lenger er lønnsom på grunn av at andre investorer har gått inn på samme felt eller markedsforholdene forandrer seg betydelig, vil spesialfond måtte fornye seg. Dersom slik fornyelse vanskeligjøres, er alternativet å ta av alle posisjoner og foreta en avvikling av fondet.

FNH ber på denne bakgrunn om at myndighetene legger til rette for at spesialfond kan foreta vedtektsendringer når minst 50 % av andelseierne (målt ved andelsverdier) slutter seg til endringene. Det forutsettes selvsagt at alle andelseiere gis rett til å tre ut av fondet kostnadsfritt før endringen finner sted. I og med at spesialfond vil være fond spesielt rettet mot profesjonelle investorer, bør man i mindre grad vektlegge at alle endringer skal være i andelseiernes interesse, så lenge kunden vil ha muligheten til en kostnadsfri utgang fra fondet.

11.2 Innløsning av andelseiere som ikke oppfyller vedtektskrav til minste investering

FNH ber også departementet legge til rette for at forvaltningsselskapet kan etablere regler i vedtektene til spesialfond, som gir forvaltningsselskapet anledning til å innløse andelseiere som ikke oppfyller fondets regler for minste investerte beløp. Det vil være uhenksommessig å forvalte spesialfond med andelseiere som har langt lavere investert beløp enn det som var forutsetningen da fondet ble etablert. Forvaltning av spesialfond vil i de fleste tilfeller medføre vesentlig høyere transaksjonskostnader og andre direktekostnader enn forvaltning av vanlige fond. For å sikre en rimelig fordeling av kostnadene på andelseierne vil det være behov for en slik mulighet til å løse ut investorer, som ikke lenger oppfyller forutsetningene. Dette gjelder uavhengig av om det fastsettes minste tegningsbeløp i loven eller ikke. For å sikre investorene blir kjent med slike eventuelle forutsetninger før de investerer i spesialfond, bør det tas inn et krav til informasjon om slike forhold i vedtektene.

11.3 Begrensninger i retten til utløsning

Rett til innløsning på første innløsningsstidspunkt

Spesialfond som i hovedsak benytter derivatstrategier i forvaltningen vil kunne få problemer med å imøtekomme innløsningskrav på første innløsningsstidspunkt, dersom slike krav utgjør en stor andel av fondets verdi. Årsaken er bl.a. at derivatmotparter stiller vilkår om en viss størrelse på den kapitalen som understøtter derivateksponeringene. Brudd

på slike vilkår kan medføre alvorlige konsekvenser for spesialfondet (de gjenværende andelseierne), og det vil derfor være behov for at fondet kan begrense innløsningsretten, slik at det får tilstrekkelig tid til å omstrukturere sine plasseringer. Det er imidlertid mulig at en varslingsfrist for andelseiere som vil innløse, vil kunne ivareta de samme hensynene.

Loven § 6-9 første ledd om innløsning av andeler første ledd åpner i dag for: ” Ved særskilt avtale med større andelseiere kan forvaltningsselskapet avgrense det antall andeler som disse kan kreve innløst innen faste tidspunkter. ” FNH er i tvil om denne bestemmelsen er tilstrekkelig til å dekke det ovennevnte behovet for spesialfond. Vi ber departementet derfor vurdere å gå inn for at dette spørsmålet kan reguleres nærmere i en forskrift for spesialfond.

Gjennomføring av innløsning

I vpfl. § 6-9 tredje ledd stilles det krav om at innløsning skal være gjennomført senest 2 uker etter innløsningskrav har kommet inn. FNH er her også i tvil om bestemmelsen er tilstrekkelig til å ivareta behov som vil melde seg hos spesialfond. Det kan, f.eks. for fond-i-fond av spesialfond, ta lang tid å realisere fondsandeler i andre spesialfond. Vi ber derfor om at det også i forhold til denne bestemmelsen åpnes for at spesialfond kan ha avvikende regler i forskrift.

12. Definisjon av venturefond

I forslag til vpfl. § 1-2 ny nr. 8 er det tatt inn en egen definisjon av venturefond. Det foreslås avvikende regler for slike fond på to områder: Grensen for investeringer i enkeltelskaper på 10 % fravikes, og mindre hyppige krav til verdiberegning og kunngjøring av andelsverdier. Ovenfor i pkt. 6 og 9 har vi synliggjort at også andre spesialfond enn venturefond vil ha de samme reelle behov som venturefond på disse to områdene. Grunnlaget for en egen definisjon av venturefond i loven bortfaller således etter vårt syn.

FNH foreslår derfor at vpfl. § 1-2 ny nr. 8 strykes.

13. Eiendomsfond

FNH er opptatt av at man under ”spesialfondsinstituttet” bør kunne etablere eiendomsfond. Det er stor etterspørsel i markedet etter eiendomseksponeringer både institusjonelle investorer som pensjonskasser og andre mindre investorer, bl.a. på bakgrunn av utsiktene til et lavere rentenivå i årene fremover enn hva man har erfart de siste tiår. Det er således behov for en fornuftig regulering på dette området som gir investorer en viss beskyttelse. Etableringen av slike fond under den foreslåtte reguleringen bør være mulig dersom de unntak som var foreslått for venturefond gjøres tilgjengelig også for andre spesialfond.

14. Gjenstående reguleringsbehov

FNH ber departementet, som et neste skritt i utviklingen av regelverket for verdipapirfond i Norge, å utrede muligheten for at verdipapirfond som benytter noen av de samme teknikkene som spesialfond, men med klare kvantitative risikobegrensninger mv. i regelverket, kan etableres her til lands og tilbys allmennheten.

Etter FNHs syn kan visse former for hedgefond, f.eks. visse fond-i-fond av hedgefond og long/short aksjefond, med lav gearing og krav til diversifikasjon, være velegnede investeringsalternativer for mange ikke-profesjonelle investorer, dvs. som supplement til mer tradisjonelle investeringer. Myndighetene i Sverige og Danmark har valgt ikke å innføre investorskiller i verdipapirfondslovgivningen og legger med det også til rette for at slike fond, f.eks. fond-i-fond av hedgefond tilpasset ikke-profesjonelle investorers behov, kan etableres under samme lovgivning som spesialfond for profesjonelle.

Vennlig hilsen
FINANSNÆRINGENS HOVEDORGANISASJON



Arne Skauge
Adm. direktør



Tor A. Hvidsten
Underdirektør