

Løkstad, Knut-Arne Strand

Emne: VS: Regulering av spesialfond

Fra: Johan Solbu Braaten [mailto:johan.solbu.braaten@finansanalytiker.no]

Sendt: 15. april 2005 15:27

Til: Kirkeng, Lene

Kopi: Guri Angell-Hansen; prghjelm@online.no; dag.rosmo@interkraft.com; Atle Vereide (E-post); Erik Mamelund (E-post); Harald Espedal; Hege Huse; Mads Agerup (E-post); peter.hermanrud@first.no; Roar Hoff

Emne: Regulering av spesialfond

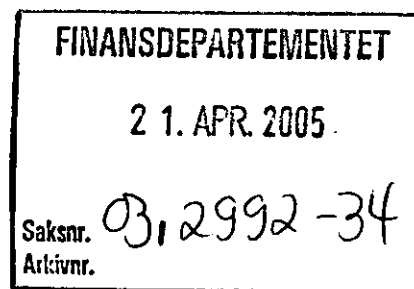
NFFs høringssvar vedr. spesialfond.

Johan Solbu Braaten



NORSKE FINANSANALYTIKERES FORENING
THE NORWEGIAN SOCIETY OF FINANCIAL ANALYSTS

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo



Deres ref: 03/2992 FM KW

Vår ref: JSB

Oslo, 15. april 2005

HØRING – FORSLAG TIL REGULERING AV SPESIALFOND**1. KONKLUSJON****1.1 Oppsummering**

Dagens lov om verdipapirfond (VPFL) med tilhørende forskrifter, særskilt Forskrift om markedsføring av utenlandske verdipapirfond innebærer at:

- 1) norske investorer ikke uten videre har tilgang til alle typer investeringsprodukter
- 2) forvaltningsselskaper organisert etter vpfl ikke kan forvalte spesialfond
- 3) rammebetingelsene i Norge ikke er helt konsistente (for eksempel kan hedgefondlignende strukturer markedsføres i Norge via aktiv forvaltning som blir regulert i lov om verdipapirhandel)

Etter vårt skjønn er det ønskelig at definisjonen av spesialfond inkluderer private equity fond og hedgefond. Private equity fond innbefatter venturefond jfr. Internasjonal terminologi, slik at dette utvidede investeringsunivers ikke bare bør begrenses til venturefond, men inkludere private equity fond. Private equity fond må dessuten på generell basis sies å være mindre risikofyllt enn de snevrere

venturefondene.

Kredittilsynet har valgt å tolke oppdraget fra Finansdepartementet til at det er behov for å justere vpfl slik at fond som faller utenfor loven (non-UCITS) både blir tillatt produsert og markedsført i Norge. Vi er enig i at et slikt behov eksisterer.

Innførselen av kategorien spesialfond i vpfl og tillatelse til å markedsføre tilsvarende fond med utenlandsk domisil forbedrer delvis dagens situasjonen beskrevet under punkt 1 og 2 ovenfor. Punkt 3 ovenfor drøftes ikke her.

Finansdepartementet og senere Kredittilsynet definerer fond som faller inn under kategorien spesialfond som fond med tendensiell "høy risiko" og argumenterer for å begrense slike produkter for ikke-profesjonelle investorer.

Spesialfond har ikke nødvendigvis høyere risiko enn andre fond/finansaktiva. Dessuten er ikke høy risiko uten videre uønsket eller uinteressant for den ikke-profesjonelle investor.

En hovedsvakhet i det fremlagte forslaget er at man skiller mellom ikke-profesjonelle og profesjonelle investorer.

Det fremlagte forslaget til endring av lov og forskrifter fremmer derfor ikke interessene til ikke-profesjonelle investorer.

En lovrevisjon av vpfl bør ha som formål å gi plass til denne type fondsprodukt (spesialfond) kombinert med hensynet til transparens og informasjon til investorene.

Lovforslaget anbefales justert slik at kategorien spesialfond innføres uten skillet mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer. Dette kan for eksempel gjøres ved at bestemmelsen i det fremlagte forslaget som skal sikre transparens og informasjon beholdes mens resten strykes. Spesielt viktig er det at fondets rammer for gearing går klart frem.

Det fremlagte forslaget til endring av lov og forskrifter er imidlertid et riktig skritt i retning av å bedre konkurransesituasjonen for fondsforvaltningsselskaper organisert etter vpfl.

2. FINANSDEPARTEMENTETS "OPPDRAG"

For å vurdere det fremlagte forslaget til lov og forskriftsendringer, spesielt innføringen av skillet mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer, er det naturlig å se på hva som danner bakgrunnen for forslaget. Forslaget er begrunnet i Kredittilsynets høringsnotat datert den 18.11.2004. Høringsnotatet er utarbeidet med bakgrunn i et brev fra Finansdepartementet datert den 23.9.2003 til Kredittilsynet (oppdraget). I høringsnotatet tolker Kredittilsynet delvis oppdraget uten å stille spørsmålstegn ved eventuelle manglende problemstillinger, uklarheter eller faktiske feil i oppdraget. Dette er av betydning for høringsnotatets utforming og konklusjoner som igjen ligger til grunn for forslaget til lov- og forskriftsendringer.

I oppdraget bes Kredittilsynet vurdere om norske fond på generelt grunnlag fortsatt bør være avskåret fra å tilby enkelte produkter som kan innebære en høy risiko. Dette oppdraget er etter vår oppfatning for upresist og åpner for fortolkninger.

2.1 Hvem er norske fond

Det antas det siktes til norske fondsforvaltningsselskaper organisert etter vpfl.

2.2 Hva er enkelte produkter som kan innebære høy risiko

Kredittilsynets høringsnotat § 2.1 (s. 13) kjennetegner høy risiko med finansielle egenskaper. Etter vår mening er det viktig for investorer generelt (og ikke-profesjonelle investorer spesielt) å investere på grunnlag av transparente og objektive kriterier. Mangel på dette kan føre til at investeringen kan ha en annen type risiko enn den rent finansielle. Hvis derimot krav til transparens og informasjon er oppfylt, bør investor selv kunne velge grad av finansiell risiko i det enkelte fond/finansaktiva. Fra et teoretisk synspunkt er det ikke ønskelig å begrense finansiell risiko og avkastning.

Mens dagens vpfl gir en ramme for UCITS (og nasjonale fond) forvaltet av forvaltningsselskaper i Norge organisert etter vpfl, mangler derimot loven utfyllende bestemmelser om fond som faller utenfor vpfl' plasseringsbestemmelser. Som følge av dette er også markedsføring av utenlandske fond av denne type forhindret gjennom forskrift.

Den finansielle risiko må sees i sammenheng med forvalterens mandat, porteføljens likviditet, porteføljens forventede og oppnådde avkastning, volatilitet, etc. Å avskjære produkter med høy risiko uten å gå inn på kriteriene for risiko vil etter vårt skjønn være problematisk. Et aksjefond som for eksempel utelukkende investerer i volatile aksjer innen en bestemt sektor og har en underliggende risikofylt investeringsstrategi kan være meget risikofylt. Selv et obligasjonsfond kan være meget risikofylt dersom investeringsmandatet er high-yield obligasjoner med lang rentebinding.

Høringsnotatet er derimot utformet slik at det er finansiell risiko i form av høy volatilitet som danner hovedbegrunnelsen for den foreslåtte innførselen av skillet mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer (i.e. risiko=høy volatilitet).

2.3 Har hedgefond(og private equity) høy risiko

Det fremgår av oppdragets andre avsnitt at Finansdepartementet definerer produkter som kan innebære høy risiko=hedgefond.

Et kjennetegn på hedgefond som gruppe er at de har et attraktivt forhold mellom finansiell risiko og avkastning. Ved å begrense hedgefond, det være seg innenlandske eller markedsføring av utenlandske produkter i Norge, begrenses adgangen til produkter som kan diversifisere og forbedre investorers ønskede forhold mellom finansiell risiko og forventet/oppnådd avkastning. I tillegg til Finansdepartementets forståelse av høy risiko=hedgefond, utvider Kredittilsynets høringsnotat dette til også å omfatte private equity fond uten å stille spørsmålsteget ved om disse kategoriene har grunnleggende høyere finansiell risiko for investor enn andre fond/finansaktiva.

I og med at disse fondene faller utenfor vpfl bør det foretas en lovrevidering.

2.4 Er ikke-profesjonelle investorer avskåret fra fond og/eller andre finansaktiva som kan ha høy risiko per i dag

I oppdraget går det frem at Finansdepartementet mener at det i dag ikke er adgang til å tilby fond med høy risiko i Norge. Som påpekt i punkt 2.2 ovenfor, er dette ikke korrekt.

2.4.1 Er lav risiko ønsket med tanke på investor beskyttelse

Det er lite trolig at lovgiver på generelt grunnlag ønsker at ikke-profesjonelle investorer ikke skal kunne investere i fond eller finansaktiva med høy risiko.

- 4) eksempel 1. Olje- og Energidepartementet ønsker at ikke-profesjonelle investorer skal påta seg høy risiko ved å investere i Statoil aksjer
- 5) eksempel 2. Lovgiver begrenser ikke adgangen for ikke-profesjonelle investorer til å bli påvirket av markedsføring av produkter som for eksempel futures og opsjonshandel på enkeltaksjer, valutaterminer, valutalån etc. Produkter som har høy risiko i form av volatilitet.
- 6) eksempel 3. Lovgiver tillater i dag markedsføring av finansprodukter som aktiv forvaltning, strukturerte produkter etc.

Det synes derfor å være inkonsekvent at man ønsker å begrense adgangen til å investere i spesialfond sterkere enn adgangen til andre finansaktiva som beviselig har høy risiko.

3. KREDITTILSYNETS TOLKNING OG HØRINGSNOTAT

Lovforslaget anbefales justert slik at kategorien spesialfond innføres uten skillet mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer. Dette kan for eksempel gjøres ved at bestemmelsen i det fremlagte forslaget som skal sikre transparens og informasjon beholdes, mens resten strykes (i hovedsak forslaget § 1-6 i sin helhet, §§ 6-12, 6-13, 7-13 endres) med tilhørende forskriftsmessige endringer. Spesielt viktig er at fondets rammer for gearing går klart frem.

Etter vår oppfatning er det et problem at Kredittilsynets høringsnotat og endringsforslag velger å bruke oppdragets fremstillinger som fakta og ikke som et utgangspunkt for en faglig gjennomgang. Dette fremkommer tydelig i siste setning i oversendelsesbrevet til Finansdepartementet datert den 19.11.2004, "hovedpoenget må imidlertid være å sikre at spesialfond ikke rettes mot det ikke-profesjonelle markedet."

Som diskutert ovenfor mener vi at dette utgangspunktet ikke er korrekt og at det derfor ikke tjener de ikke-profesjonelle investorers interesser.

3.1 Verdiberegning

Hvor ofte et spesialfond må foreta verdiberegninger bør gjøres betinget av de situasjoner hvor verdiberegning er påkrevd, for eksempel i forbindelse med tegninger og innløsninger og i forbindelse med beregning av forvaltningsgodtgjørelser. Med tanke på regnskap og likningsformål vil vi anta at verdiberegningen som et minimum må foretas årlig.

Etter vår oppfatning vil det være hensiktsmessig at loven fastsetter at andelsverdien beregnes og kunngjøres i alle de situasjoner hvor dette er nødvendig, jfr. §6-1, tredje ledd 1-3. En slik bestemmelse vil etter vår oppfatning sikre at verdiberegninger gjøres hver gang dette av ulike årsaker er nødvendig, samtidig som det unngås at fond pålegges å måtte foreta unødvendige og ofte kostnadskrevende verdiberegninger.

På grunn av at private equity og venturefond inneholder illikvide investeringer er det kritisk at verdsettelsen er betryggende.

3.2 Definisjon av profesjonell investor

At en investor både må tilfredsstillte formueskrav og krav til minste tegningsbeløp for å kunne bli ansett som profesjonell stiller vi oss kritisk til. Dette vil redusere mulighetene for ønsket diversifisering samt kunne medføre en potensiell risiko for at forvaltningsselskapet på et senere tidspunkt kan bli holdt ansvarlig for eventuelle tap fra andelseiere som i ettertid ikke forsto egenskapene ved spesialfond. Det må være tilstrekkelig at investor på investeringstidspunktet tilfredsstiller et objektivt fastsatt minstekrav til finansiell formue.

For øvrig finner vi grunn til å gjenta at vi på prinsipielt grunnlag ønsker at skillet mellom profesjonell og ikke-profesjonell investor taes bort når det gjelder adgang til å investere i spesialfond.

3.3 Investeringsrådgivning

Etter vår oppfatning er det viktig at det går klart frem at det påhviler et særskilt ansvar ved rådgivning om investeringer i spesialfond. Det bør derfor etableres normer for god rådgivningsskikk.

Vennlig hilsen
Norske Finansanalytikerers Forening

Johan Solbu Braaten
Generalsekretær