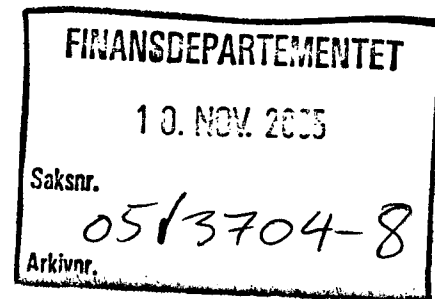


Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo



Oslo, 7. november 2005

Deres ref:  
05/3704 FM KAR

## **Grønnbok om forbedring av EU-rammene for investeringsfond**

### **Innledning**

Det vises til brev fra Finansdepartementet av 19. oktober i år. Der vises det til at EU-Kommisjonen har bedt om innspill til ovennevnte dokument innen 15. november i år, og at departementet ber om evt. merknader til grønnboken i samband med at det kan være aktuelt å gi innspill til den.

Grønnboken er en oppfølging fra Kommisjonen etter at det ble vedtatt en rekke endringer i UCITS-direktivet i januar 2002 (ofte omtalt som UCITS III). UCITS direktivet har hatt som intensjon å skape et grenseoverskridende europeisk marked for verdipapirfond, hvilket må kunne sies å ha vært en suksess sammenholdt med EØS-markedet for andre finansielle spareprodukter. Grønnboken markerer ytterligere et skritt fra Kommisjonens side for å effektivisere dette markedet på tvers av nasjonale grenser innen EØS-området, dels gjennom økt fokus mot harmonisert nasjonal implementering av direktivet og dels gjennom forslag om framtidig videreutvikling av regelverket. Verdipapirfondenes Forening er positiv til innholdet i grønnboken. Etter vår oppfatning er det et godt dokument, som reiser sentrale spørsmål for den videre utviklingen av et effektivt fungerende europeisk fondsmarked.

Verdipapirfondenes Forening har deltatt i den europeiske fondsforeningen EFAMAs utarbeidelse av kommentarer til grønnboken. Dette dokumentet er ennå ikke ferdigstilt, men vi tar sikte på å sende departementet en kopi til orientering så snart en endelig versjon foreligger.

I det følgende gir vi synspunkter på enkelte av de spørsmålene som EU-Kommisjonen stiller i grønnboken. I tilknytning til enkelte av disse tillater vi oss samtidig å komme med synspunkter på hvordan vi vurderer forholdene i norsk fondsjurisdiksjon.

### **Ad. spørsmål 1 og 2 – kortsiktige prioriteringer:**

Innledningsvis i grønnboken gir Kommisjonen en oversikt over fire prioriterte arbeidsområder på kort sikt:

- Eliminere uklarheter om anerkjennelse av fond som er opprettet i overgangen mellom UCITS I og UCITS III gjennom implementering av CESR retningslinjer.

- Forenkle og samordne notifikasjonsprosedyren for fond som ønsker å utnytte sitt UCITS-pass for markedsføring innenfor EØS-området.
- Kommisjonen planlegger allerede i høst å øve ytterligere påtrykk overfor medlemslandene vedrørende nasjonal implementering av Kommisjonens to anbefalinger fra april 2004 om forenklet prospekt og bruk av derivater.
- Klargjøre definisjonen av hva slags instrumenter UCITS kan investere i ("eligible instruments") i løpet av våren 2006.

I spørsmål 1 og 2 ber Kommisjonen om synspunkter på om ovennevnte initiativ bringer tilstrekkelig klarhet i tilknytning til implementering av det siste UCITS-direktivet, og om det er andre spørsmål i tilknytning til implementeringen av direktivet som bør gis prioritet.

Verdipapirfondenes Forening støtter ovennevnte kortsiktige prioriteringer fra Kommisjonens side, og vil i denne forbindelse utdype våre synspunkter i tilknytning til noen av dem.

Notifikasjonsprosedyren for fond med UCITS-pass har vært et stort problem for europeisk fondsbransjen gjennom mange år, fordi nasjonale tilsynsmyndighetene har svært ulik praksis og saksbehandlingstid. Dette påfører europeisk fondsbransje unødig høye kostnader, og medfører at den overordnede tanken i UCITS-direktivet om ett grenseoverskridende marked for verdipapirfond ikke realiserer sitt fulle potensial. Vi kan for øvrig nevne at norsk notifikasjonsprosedyre ser ut til å være vel fungerende ut fra hva utenlandske aktører har tilkjennegitt om denne.

Når det gjelder forenklet prospekt er vi av den oppfatning at dette konseptet ikke har fungert etter sin intensjon, som følge av store nasjonale forskjeller i måten det har blitt implementert på. Vi gir derfor sterk støtte til Kommisjonens planer om å intensivere arbeidet for en mer harmonisert nasjonal implementering av dette dokumentet.

Vi mener for øvrig at det er grunnlag for sterkt kritikk av norske myndigheters prosess med implementeringen av det forenklete prospektet. Forslag til forskrift om forenklet prospekt ble sendt på høring med kortere høringsfrist enn normalt (seks uker) allerede på forsommeren 2003. Samme høst ble det vedtatt en forskrift, som skulle tre i kraft ved årsskiftet. Ikrafttreddelsen av denne har senere vært utsatt en rekke ganger, bl.a. fordi vi påpekte en rekke mangler og uklarheter ved forskriften. I slutten av april 2004 avga EU-Kommisjonen en anbefaling om innholdet i forenklet prospekt. Først ett år senere sendte Finansdepartementet et revidert forskriftsutkast på høring, som i all hovedsak var basert på Kommisjonens anbefaling. Vi konstaterer at forskrift om forenklet prospekt fortsatt ikke foreligger, hvilket vi synes er sterkt beklagelig.

#### **Ad. spørsmål 3 og 4 – pass for forvaltningsselskap:**

UCITS-direktivet virker slik at et fond registrert i ett EØS-land fritt kan markedsføres i alle andre EØS-land. Det faktum at to av tre fond som i dag markedsføres aktivt her i Norge er registrert i et annet europeisk land, illustrerer hvor velfungerende UCITS-direktivet har vært.

UCITS-direktivets økonomiske tyngdelov medfører også at UCITS i økende grad registreres i de juridiksjoner i Europa der betingelsene for å drive dem er best, uavhengig av hvilken juridiksjon forvaltningsselskapet er registrert i. For norske aktører innebærer vanligvis en slik såkalt "utflagging" av fond at forvaltningen av fondets portefølje og fondets navn fortsatt vil være knyttet til det norske forvaltningsselskapet, mens administrative funksjoner som

føring av andelseierregister, fondets regnskap og daglig beregning av fondets andelsverdi foretas av såkalte "service providers" i fondets registreringsland.

UCITS-direktivet er i første rekke et produktreguleringsdirektiv, som regulerer ulike overordnede egenskaper ved selve fondet. Nasjonale ulikheter i tilknytning til betingelsene/reguleringen av selve fondet har medført en tiltakende jurisdiksjonskonkurranse. Land som kjennetegnes av fleksibel og oppdatert regelverksutvikling, samt rask og serviceorientert saksbehandling hos tilsynsmyndigheten tiltrekker seg derfor en økende andel av de fond som er registrert i Europa. UCITS-direktivets produktregulering er heller ikke uttømmende, slik at det gjenstår en rekke aspekter som er overlatt til den nasjonale jurisdiksjonen. Eksempler på slike reguleringsområder er muligheten for å differensiere nivået på forvaltningsgodtgjørelsen mellom store og små kunder, eller muligheter for å kunne selge fondet i andre land gjennom såkalte forvalteravtaler ("nominee-accounts").

Etter vår oppfatning er den norske fondsjurisdiksjonen i ferd med å sakke akterut som en attraktiv jurisdiksjon for registrering av nye fond, bl.a. som følge av følgende forhold:

- Den norske forskriften om differensiert forvaltningsgodtgjørelse gir vesentlig mindre fleksibilitet enn hva tilfellet er i de fleste øvrige europeiske jurisdiksjoner, og er ikke tilpasset den forretningslogikk som gjelder i fondsforvaltning. Dette gjør det vanskelig for norsk fondsbransje å konkurrere om store kunder på en kostnadseffektiv måte.
- Det særnorske regelverket om forvalteravtaler hemmer mulighetene for å selge norskregistrerte fond i utlandet, der denne distribusjonsformen er svært utbredt.
- Regelverksutviklingen både på lov- og forskriftsnivå går ofte for sakte, jf. for eksempel regelverket om spesialfond og en rekke forskriftssaker.

For norske fondsforvaltningsselskap er det derfor mer og mer aktuelt å registrere nye fond i en annen europeisk jurisdiksjon enn den norske. Til nå har utenlandsregistrering av fond vært aktuelt gjennom utkontraktering av fondsadministrasjonen til nasjonale aktører i den jurisdiksjonen man velger å registrere fondet i. Et pass til forvaltningsselskapet (som diskuteres i grønnboken forut for spørsmål 3 og 4) vil skape nye valgmuligheter i måten man kan velge å organisere seg på, ettersom et norsk forvaltningsselskap da vil kunne forestå fondsadministrasjonen fra Norge også for de fond man velger å registrere utenlands. I de tilfeller administrasjon av utenlandsregistrerte fond kan forestås mer kostnadseffektivt i regi av det norske forvaltningsselskapet vil dette kunne være en preferert løsning. Dernest vil en slik mulighet bidra til økt konkurranse omkring utførelsen av slike administrasjonstjenester, hvilket vil kunne redusere prisen for slike tjenester fra såkalte "service providers" i fondsjurisdiksjoner som framstår som særlig konkurransedyktige regulatorisk sett.

Etter vår oppfatning vil ikke en slik oppsplitting av tilsynsansvaret for et fond mellom to land innebære noe nytt (jf. spørsmål 4). Denne problemstillingen er der allerede i dag for fond som forvaltes fra ett land og administreres i et annet. Dernest kan eventuelle uklarheter omkring ansvarsfordeling håndteres gjennom klare avtaler mellom fondet og forvaltningsselskapet i de tilfeller de er registrert i to forskjellige land. En slik kontraktsordlyd må klarlegge at forvaltningsselskapet forplikter seg til å forvalte fondet i tråd med det regelverk som gjelder for verdipapirfond i det land fondet er registrert, og at forvaltningsselskapet står økonomisk ansvarlig etter fondets nasjonale lovgivning for evt. feil som begås.

**Ad. Spørsmål 5 og 6 – distribusjon, salg og markedsføring av fond, samt spørsmål 15 – konkurranse fra "substitute products":**

Verdipapirfondenes Forening har enkelte kommentarer til spørsmål 5 og 6, som vi synes er nært beslektet med spørsmål 15 (hvorvidt det er særlige forhold ved produkter som er substitutter til fond, som bidrar til å fordreie investorers valg). Vi velger derfor å komme med noen kommentarer i tilknytning til spørsmål 15 sammen med våre kommentarer i tilknytning til spørsmål 5 og 6.

Hovedtemaet i tilknytning til spørsmål 5 og 6 er hvordan konkurranse og gjennomsiktighet ved distribusjon av fond kan gagne investorenes interesser, og hvordan regulering på nivå 2 under MIFID kan bidra til dette.

Det følger av elementær mikroøkonomisk teori at man bare kan oppnå effektiv konkurranse i et marked dersom prisen framstår som klar både for kjøper og selger. Effektiv konkurranse bidrar både til god ressursallokering og lave priser. I spareprodukter rettet mot massemarkedet er det svært variabel kostnadstransparens samt variabel grad av produktregulering fra myndighetenes side. Videre er vår erfaring at den typiske kunden i massemarkedet har liten kunnskap om spareprodukter. De oppsøker derfor (eller blir oppsøkt av) en distributør av spare- eller forsikringsprodukter for personlig veiledning før de evt. foretar en plassering utover hva de evt. måtte plassere på egen bankkonto. Lav kunnskap medfører også at massemarkedet blir svært avhengig av den veiledning de måtte få fra distributører, som i Norge er underlagt svært liten regulering.

Norsk fondsbransje har gjennom flere år vært positive til reguleringer som har gjort fondsproduktene mer transparente, både hva angår kostnader, risikoprofil og løpende oppdatering av det enkelte fonds avkastning. Bransjen har også gjennomført egne tiltak gjennom å forestå de oversikter over kostnader, historiske avkastningstall m.v. som på daglig basis gjengis i en rekke aviser m.v.

Videre har myndighetene i de senere år – både ved implementeringen av UCITS III og gjennom rene norske initiativ - innført nye reguleringer for å bidra til at forvaltningsselskapene opptrer på en måte som beskytter investorenes interesser ved investeringer i fond. Vi mener derfor at det er grunnlag for å hevde at investorbeskyttelsen er svært høy i produksjonsleddet for fond, ikke bare i Norge men også i hele EØS-området.

Etter vår oppfatning har man imidlertid både i EU og hos norske myndigheter hatt for lite fokus omkring behovet for investorbeskyttelse i distribusjonsleddet for finansielle spareprodukter. Ut fra en slik innfallsvinkel er vi positive til å øke investorbeskyttelsen for fond også i distribusjonsleddet, i tråd med de virkemidler Kommisjonen indikerer i grønboken (jf. spørsmål 5 og 6). Denne holdningen er imidlertid betinget av at alle spareprodukter som distribueres i massemarkedet omfattes av en slik regulering, slik at investorbeskyttelsen blir så lik som mulig uavhengig av hva slags produkt kunden måtte velge å plassere sine midler i. Vi fastslår at dette ikke er tilfelle i dag.

I de senere år har det vært utviklet en rekke nye spareprodukter, hvorav flere av dem har vært underlagt liten grad av myndighetsregulering på produksjonsnivået. Slike produkter har både i Norge og i en rekke andre europeiske land (for eksempel i Tyskland) hatt vesentlig større salgsvolum i massemarkedet enn fond. Massemarkedets lave kunnskap om spare- og forsikringsprodukter medfører også at det mangler forutsetninger for å iakttå og verdsette ulikheten i forbrukerbeskyttelse på produksjonsnivå mellom fondsprodukter og andre mindre

regulerte spareprodukter. Dermed blir kundene svært avhengig av kvaliteten på den veiledning de mottar i distribusjonsleddet. Økt islett av såkalte "substitute products" med liten grad av produktregulering, som formidles gjennom distribusjonsledd som også er underlagt få reguleringer, medfører derfor at massemarkedets investorbekkyttelse blir svært variabel og avhengig av hva slags produkter de plasserer i. Denne utviklingen bidrar også til å uthule verdien av den høye grad av investorbekkyttelse i fondsproduktene produksjonsledd.

I denne sammenheng er vi av den oppfatning at hjemmelsgrunnlaget i MIFID for nye reguleringer på nivå 2 trolig er for snevert:

- For det første vil det stadig finnes spareprodukter rettet mot massemarkedet som ikke inngår i definisjonen av finansielle instrumenter i MIFID, og som dermed ikke vil bli omfattet av en framtidig regulering av distribusjon på nivå 2 under MIFID. Resultatet blir svært ujevn investorbekkyttelse i massemarkedet – som vi mener ikke har kompetanse til å forstå og dermed verdsette verdien av velregulerte produkter eller behovet for egen aktsomhet i forhold til uregulerte og mindre transparente produkter.
- For det andre vil distribusjon av forsikringsprodukter, som er regulert i et eget direktiv, falle utenfor MIFID-reguleringen. Rene spareprodukter og livsforsikringsprodukter med integrerte spareelementer framstår som nære substitutter, og distribueres i økende grad gjennom de samme distribusjonskanaler. Dette tilsier at de burde inngå i det samme regelverket for distribusjon av spareprodukter.

#### **Ad. Spørsmål 8 – sammenslåinger (fusjoner) mellom fond i ulike jurisdiksjoner:**

Kommisjonen viser til rapporten fra EUs ekspertgruppe om kapitalforvaltning fra 2004, der det framkom at større grad av fusjoner av fond over landegrensene kan bidra til å redusere kostnadsnivået i europeisk fondsbransje. Kommisjonen ber om merknader til denne problemstillingen, herunder om man kanskje vel så mye kan oppnå disse kostnadsbesparelsene gjennom fondsfusjoner på nasjonalt nivå.

Verdipapirfondenes Forening ønsker å gi sin tilslutning til at Kommisjonen vurderer nærmere hva slags legale og skattemessige aspekter som er til hinder for grenseoverskridende fondsfusjoner, og vurderer eventuelle harmoniserte reguleringer for slike fusjoner. Bakgrunnen for dette synet er at kostnadsbesparelser som oppnås gjennom slike fusjoner gjennom effektiv konkurranse både vil kunne gjøre europeisk fondsbransje mer konkurransedyktig og kunne medføre lavere kostnader for europeiske andelseiere. Også norsk fondsbransje er preget av svært mange små fond med til dels meget like mandater, blant annet som følge av at fondsforvaltningsselskap har fusjonert eller foretatt oppkjøp. Per i dag vil derfor trolig norske fondsforvaltningsselskap kunne oppnå større kostnadsbesparelser gjennom en avklaring av reglene for å kunne fusjonere fond innenfor vår hjemlige jurisdiksjon enn gjennom grenseoverskridende fusjoner.

I den forbindelse tillater vi oss å minne om to klagesaker fra Avanse Forvaltning (nå DnB NOR Kapitalforvaltning) og Nordea Fondene om fondsfusjoner, som har ligget til behandling i Finansdepartementet i over to år. Utfallet av departements behandling av disse klagen har betydning utover de to aktuelle sakene, fordi de ventelig vil bidra til å avklare grunnlaget også for andre fondsfusjoner i Norge. Det er derfor av betydning for norsk fondsbransje at disse sakene behandles ferdig så snart som mulig.

**Ad. Spørsmål 16, 17 og 18 – markedet for alternative investeringer:**

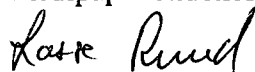
Kommisjonen reiser her spørsmål om behovet for å harmonisere regelverket for alternative investeringer, for eksempel i såkalte hedgefond, i Europa. Vi er positive til en slik utvikling. For øvrig tillater vi oss å minne om departementets arbeid med et framtidig regelverk for såkalte spesialfond. Et aspekt som vi tok opp i vår høringsuttalelse om spesialfond var at mange såkalte hedgefond forvaltes på en måte som innebærer vesentlig lavere risiko enn mange ordinære verdipapirfond, og at dette burde gi grunnlag for også å markedsføre slike spesialfond til massemarkedet.

Den europeiske fondsforeningen (EFAMA) i samarbeid med den italienske fondsforeningen (Assogestioni) gjennomførte tidligere i år en studie i regelverket for hedgefond i en rekke europeiske land. Vi antar at en del av de saksopplysninger som framkommer i denne rapporten, bl.a. om regelverk for markedsføring av hedgefond til massemarkedet, kan ha interesse for departementet i forbindelse med utformingen av det norske regelverket for såkalte spesialfond, og vedlegger derfor rapporten.

**Avsluttende merknader**

Det framgår av departementets brev at det bes om merknader til grønnboken selv om departementet ikke har tatt stilling til om det vil sende egne kommentarer om spørsmålene i grønnboken til Kommisjonen. Departementets åpenhet for merknader medfører uansett at det blir oppdatert om bl.a. norsk fondsbransjes holdning til grønnboken, hvilket vi synes er positivt.

Med vennlig hilsen  
Verdipapirfondenes Forening



Lasse Ruud  
Adm. direktør

Vedlegg: Hedge funds regulation in Europe: a comparative survey