



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Ot.prp. nr. 36

(2007–2008)

Om lov om endringer i lov 12. juni 1981
nr. 52 om verdipapirfond mv.
(regler om spesialfond)

Innhold

1	Proposisjonens hovedinnhold ..	5	10.2	Kredittilsynets høringsnotat	44
			10.3	Høringsinstansenes merknader ...	45
2	Bakgrunn for lovforslaget	8	10.4	Departementets vurdering	45
3	Særtrekk ved spesialfond (hedgefond mv.).....	10	11	Investeringsområde – absolutte plasseringsregler	48
			11.1	Gjeldende rett	48
4	Gjeldende rett	12	11.2	Kredittilsynets høringsnotat	49
4.1	Oversikt over norsk rett	12	11.3	Høringsinstansenes merknader ...	50
4.2	EØS-rett	12	11.4	Departementets vurdering	55
4.3	Utenlandsk rett	13			
5	Overordnede vurderinger – nærmere om verdipapirfondloven bør legge til rette for norske spesialfond	18	12	Krav til diversifisering – relative plasseringsregler	57
5.1	Oversikt over gjeldende rett	18	12.1	Gjeldende rett	57
5.2	Kredittilsynets høringsnotat	18	12.2	Kredittilsynets høringsnotat	58
5.3	Høringsinstansenes merknader ...	19	12.3	Høringsinstansenes merknader ...	59
5.4	Departementets vurdering	19	12.4	Departementets vurdering	60
6	Særlig om hensynet til investorbeskyttelse	23	13	Låneopptak, utlån av finansielle instrumenter, sikkerhetsstillelse og short handel	61
6.1	Kredittilsynets høringsnotat	23	13.1	Gjeldende rett	61
6.2	Høringsinstansenes merknader ...	23	13.2	Kredittilsynets høringsnotat	62
6.3	Departementets vurdering	27	13.3	Høringsinstansenes merknader ...	62
			13.4	Departementets vurdering	63
7	Anvendelsesområde	31	14	Depotmottakers rolle	64
7.1	Gjeldende rett	31	14.1	Gjeldende rett	64
7.2	Kredittilsynets høringsnotat	31	14.2	Kredittilsynets høringsnotat	64
7.3	Høringsinstansenes merknader ...	32	14.3	Høringsinstansenes merknader ...	65
7.4	Departementets vurdering	35	14.4	Departementets vurdering	69
8	Krav til prospekt	37	15	Krav til verdiberegning, kontroll og rapportering	71
8.1	Gjeldende rett	37			
8.2	Kredittilsynets høringsnotat	37	15.1	Gjeldende rett	71
8.3	Høringsinstansenes merknader ...	37	15.2	Kredittilsynets høringsnotat	72
8.4	Departementets vurdering	38	15.3	Høringsinstansenes merknader ...	73
			15.4	Departementets vurdering	76
9	Krav til vedtektene for spesialfond	39	16	Krav til risikostyring	78
9.1	Gjeldende rett	39	16.1	Gjeldende rett	78
9.2	Kredittilsynets høringsnotat	40	16.2	Kredittilsynets høringsnotat	78
9.3	Høringsinstansenes merknader ...	41	16.3	Høringsinstansenes merknader ...	79
9.4	Departementets vurdering	41	16.4	Departementets vurdering	79
10	Utstedelse og innløsning av andeler	44	17	Forvaltningsgodtgjørelse	80
10.1	Gjeldende rett	44	17.1	Gjeldende rett	80
			17.2	Kredittilsynets høringsnotat	81

17.3	Høringsinstansenes merknader ...	81	19.4	Departementets vurdering.	89
17.4	Departementets vurdering.	82			
18	Markedsføring og salg av utenlandske fondsandeler i Norge.	84	20	Tekniske justeringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover.	90
18.1	Gjeldende rett.	84	21	Økonomiske og administrative konsekvenser.	91
18.2	Kredittilsynets høringsnotat.	85	22	Merknader til de enkelte bestemmelsene.	92
18.3	Høringsinstansenes merknader ...	85			
18.4	Departementets vurdering.	85			
19	Tilsyn.	87			
19.1	Gjeldende rett.	87			
19.2	Kredittilsynets forslag.	88			
19.3	Høringsinstansenes merknader ...	89			
				Forslag til lov om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv. (regler om spesialfond).	97

Ot.prp. nr. 36

(2007–2008)

Om lov om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv. (regler om spesialfond)

*Tilråding fra Finansdepartementet av 14. mars 2008,
godkjent i statsråd samme dag.
(Regjeringen Stoltenberg II)*

1 Proposisjonens hovedinnhold

Finansdepartementet fremmer i denne proposisjonen forslag til endringer i lov 12. juni 1981 om verdipapirfond. Det foreslås at det åpnes for en ny kategori verdipapirfond som skal betegnes spesialfond. Spesialfond vil omfatte hedgefond og lignende fondskonstruksjoner som får adgang til å benytte et videre spekter av investeringsteknikker enn det verdipapirfondloven nå tillater. Investeringer i denne type fond vil kunne medføre høyere risiko for tap sammenlignet med investeringer i alminnelige verdipapirfond. Det foreslås derfor krav til informasjon som skal gis ved markedsføring av andeler i spesialfond.

I et høringsnotat utarbeidet av Kredittilsynet som Finansdepartementet sendte på høring i januar 2005, foreslo Kredittilsynet lovendringer som vil legge til rette for etablering av norske spesialfond etter verdipapirfondloven. Høringsinstansene var gjennomgående positive til dette. Kredittilsynet foreslo at spesialfond bare skulle kunne tilbys «profesjonelle investorer». For privatpersoner innebar forslaget et krav om en finansformue på minst 5 millioner kroner og et minstekrav om at investeringen i fondet utgjør minst 500.000 kroner.

Høringsinstansene var gjennomgående kritiske til denne delen av forslaget. Det ble blant annet reist spørsmål ved om formue kunne anses som en indikasjon på profesjonalitet. *Bakgrunnen for lovforslaget* er nærmere beskrevet i kapittel 2.

«Hedgefond» benyttes som en fellesbetegnelse for fond som forvaltes på en mer fleksibel måte enn tradisjonelle verdipapirfond, og der målsetningen ofte er å skape positiv avkastning uavhengig av markedsutviklingen. Det er dermed snakk om en uensartet gruppe kollektive investeringer, hvor investeringsstrategi og risiko varierer betydelig og hvor forvalters kompetanse ofte har større betydning for fondets avkastning sammenlignet med tradisjonelle verdipapirfond. I kapittel 3 gis en *nærmere redegjørelse for særtrekk ved spesialfond (hedgefond mv.)*.

Verdipapirfondloven er i dag til hinder for etablering av norske spesialfond, fordi regelverket for verdipapirfond ikke tillater slike investeringsstrategier som spesialfond benytter. Loven er ikke til hinder for at norske investorer kjøper andeler i utenlandske spesialfond. Dette kan skje over internett, gjennom finansielle rådgivere eller gjennom

avtaler om aktiv forvaltning. Utenlandske spesialfond kan imidlertid ikke markedsføres i Norge. Det gis *en oversikt over gjeldende rett* i kapittel 4.

Det understrekes at investeringer i spesialfond, avhengig av fondets mandat og risikoprofil, vil kunne medføre høyere risiko for tap sammenlignet med investeringer i alminnelige verdipapirfond. Ved vurderingen av om det bør åpnes for etablering av spesialfond etter verdipapirfondloven, har departementet særlig vurdert hensynet til finansiell stabilitet og investorbeskyttelse. Departementet kan ikke se at hensynet til finansiell stabilitet tilsier et forbud mot at det etableres spesialfond etter verdipapirfondloven. Spesialfond kan spille en positiv rolle i det finansielle system, utenlandske hedgefond vil uansett kunne ta posisjoner i det norske markedet, og norske finansinstitusjoner og investorer vil uansett kunne gi lån til, og investere i, utenlandske spesialfond. Når det gjelder hensynet til investorbeskyttelse, må det foretas en avveining mellom investorenes berettigede forventning om beskyttelse og spesialfondenes behov for fleksibilitet. Etter departementets vurdering vil hensynet til investorene kunne ivaretas på en hensiktsmessig måte ved å kreve at spesialfond bare kan selges til allmennheten gjennom en investeringsrådgiver med konsesjon etter verdipapirhandelloven eller forvaltningsselskapet selv, dersom det har gitt melding om at det yter tilleggstjenesten investeringsrådgivning. I tillegg foreslås særskilte informasjonskrav for denne type fond. Etter departementets syn er det verken nødvendig eller hensiktsmessig å forbeholde investeringer i norsk etablerte spesialfond for profesjonelle investorer. Det er gjort nærmere rede for *spørsmålet om verdipapirfondloven bør legge til rette for spesialfond* i kapittel 5, mens *hensynet til investorbeskyttelse* drøftes særskilt i kapittel 6.

Det foreslås å presisere i lovteksten at andelseiere i verdipapirfond (herunder spesialfond) ikke er ansvarlige overfor fondets kreditorer.

Etter departementets vurdering er det for øvrig ikke hensiktsmessig å tilpasse verdipapirfondloven til såkalt private-equity eller venturevirksomhet. Ved den nærmere utformingen av forslaget, er det derfor ikke lagt vekt på de særlige behovene knyttet til slik virksomhet, se *nærmere omtale av anvendelsesområdet* i kapittel 7.

Det grunnleggende kravet om at andelseierne må få det risikonivået som er «utlovet», fastholdes gjennom et krav til vedtektsfesting av investeringsområde, strategi, risikoramme og retningslinjer for måling og styring av risiko, se *nærmere omtale av vedtektene* i kapittel 9. Det skal fremgå av spesialfonds vedtekter at det er et spesialfond. Vedtek-

tene skal angi fondets investeringsområde, strategi, risikoramme og retningslinjer for kontroll og styring av risiko som gjør det mulig til enhver tid å kontrollere og bedømme risikoen forbundet med fondets posisjoner og hvordan posisjonene påvirker fondets risikoprofil. Vedtektene skal også angi om adgangen til å utstede eller innløse andeler er tidsbegrenset, og i så fall hvor hyppig andelsverdien skal beregnes og kunngjøres i perioder hvor fondet verken er åpent for tegning eller innløsning. Vedtektene skal inngå i fullstendig prospekt, og vil på den måten bli gjort tilgjengelig for investorer før de tegner andeler i fondet. Ved stadfestelsen av vedtekter for spesialfond, skal Kredittilsynet foreta en vurdering av om vedtektene beskriver en hensiktsmessig ramme for kontroll med og styring av den finansielle risiko.

Det foreslås at tiden et spesialfond er åpent for tegning av nye andeler skal kunne begrenses i fondets vedtekter, og at det kan vedtektsfestes at fondet kan lukkes i forhold til innløsningskrav for en periode på inntil ett år. Adgangen til å begrense innløsningsadgangen imøtekommer spesialfonds behov for kontroll med likviditetsrisikoen i visse perioder. Forutberegneligheten for investorene ivaretas gjennom krav til vedtektsfesting av eventuelle begrensninger, samt at investorene sikres en minste likviditet gjennom kravet til at fondet i det minste må være åpent for innløsning én gang i året, se nærmere omtale av *utstedelse og innløsning av andeler* i kapittel 10.

Formålet med lovforslaget er, som nevnt, å åpne for fond som har en annen forvaltningsstrategi, og kan benytte et større spekter av investerings teknikker enn det verdipapirfondloven nå tillater. Spesialfond vil derfor ha behov for unntak fra en del av reglene i verdipapirfondloven. I kapittel 11 drøftes *unntak fra verdipapirfondlovens absolutte plasseringsbegrensninger*, dvs. unntak fra reglene om hvilke aktiva et verdipapirfond kan investere i og unntak fra ulike likviditetskrav. I kapittel 12 drøftes spesialfondenes behov for *unntak fra relative plasseringsregler*, dvs. unntak fra krav til risikospredning og plasseringsbegrensninger i forhold til utsteder.

Et annet særtrekk ved spesialfonds forvaltningsvirksomhet, er at de kan ta opp lån og selge aksjer de ikke eier (short salg). Slike teknikker legger bl.a. til rette for at spesialfond kan ha en positiv avkastning i fallende markeder. I kapittel 13 drøftes spesialfondenes behov for *unntak fra de alminnelige reglene om låneopptak, utlån av finansielle instrumenter, sikkerhetsstillelse og shortsalg*.

Reguleringen av fondets depotmottaker står sentralt i verdipapirfondloven. Depotmottaker er

gjørne en bank eller lignende, og skal oppbevare alle fondets midler (oppbevaringsfunksjonen) og føre tilsyn med at forvaltningsselskapet holder seg innenfor lov, forskrift og fondets vedtekter (kontrollfunksjonen). I tråd med Kredittilsynets forslag foreslår departementet en presisering av depotmottakers plikter, uavhengig av om vedkommende er depotmottaker for et spesialfond eller alminnelig verdipapirfond. Det foreslås videre at depotmottaker for spesialfond skal pålegges enkelte særlige kontrolloppgaver. *Depotmottakers rolle for spesialfond* drøftes nærmere i kapittel 14.

I kapittel 15 omtales nærmere *regler om verdiberegning, kontroll og rapportering for spesialfond*. Disse reglene er av sentral betydning for at potensielle og eksisterende investorer skal få et riktig bilde av verdien av sine eiendeler i fondet og fondets utvikling. Departementet foreslår her en særregel for spesialfond, som innebærer at fondet periodevis skal rapportere til investor, Kredittilsynet og depotmottaker om den faktiske risikoen fondet har tatt i rapporteringsperioden. På den måten kan investor (og Kredittilsynet og depotmottaker) følge med på om fondet har tatt større eller mindre risiko enn det som er fastsatt i fondets vedtekter.

I kapittel 16 gjøres rede for *de krav som skal stilles til risikostyringen* i spesialfond, mens spesialfondenes behov for særregler om *forvaltningsgodtgjørelse* drøftes i kapittel 17.

I tråd med gjeldende rett bør det være adgang for utenlandske spesialfond (hedgefond mv.) til å markedsføre seg i Norge, forutsatt bl.a. at det utenlandske fondet er underlagt en regulering som gir norske investorer beskyttelse minst på linje med den beskyttelse de har ved investering i et norsk spesialfond. *Markedsføring og salg av utenlandske fondsandeler i Norge* omtales i kapittel 18.

De generelle reglene om tilsyn med verdipapirfond anses i all hovedsak å gi et hensiktsmessig rammeverk for *tilsyn med spesialfond*, jf. nærmere omtale i kapittel 19.

Det foreslås enkelte *tekniske justeringer i andre lover*, jf. omtale i kapittel 20.

Forslagets *økonomiske og administrative konsekvenser* beskrives i kapittel 21.

Enkelte av de foreslåtte lovbestemmelsene forutsetter utfyllende forskrifter. Den nærmere utformingen av slike forskrifter vil departementet komme tilbake til på vanlig måte.

2 Bakgrunn for lovforslaget

Finansdepartementet ga 25. september 2003 Kredittilsynet i oppdrag blant annet å vurdere «om norske fond på generelt grunnlag fortsatt bør være avskåret fra å tilby enkelte produkter som kan innebære en høy risiko». Departementet antok at profesjonelle investorer selv vil kunne foreta informerte investeringsvalg, forutsatt at de mottar god og relevant informasjon om de aktuelle fondene. Kredittilsynet ble i brevet derfor bedt om å vurdere om og eventuelt hvordan det bør innføres reguleringsmessige skiller mellom profesjonelle investorer og andre investorer. Kredittilsynet ble bedt om å gå gjennom lov- og forskriftsverk, med sikte på å identifisere de områder hvor det kan være aktuelt å innføre et slikt skille, og bedt om å vurdere ulike alternativer med hensyn til hvordan skillet mellom profesjonelle og andre investorer eventuelt burde utformes.

Kredittilsynet ble også bedt om å vurdere et tilsvarende skille (mellom profesjonelle investorer og andre investorer) i regelverket om markedsføring av utenlandske fond i Norge. Finansdepartementet ba i denne sammenheng også om en vurdering av om og i tilfelle på hvilke vilkår utenlandske fond som retter seg mot profesjonelle investorer bør kunne markedsføres inn i Norge selv om de ikke oppfyller de mulige krav som måtte bli stilt til «profesjonelle fond» etter norske regler, jf. ovenfor.

I brev 19. november 2004 oversendte Kredittilsynet høringsnotat om spesialfond med forslag til endringer i følgende regelverk:

- Lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv.
- Forskrift 28. juli 1994 nr. 750 om prospekt for verdipapirfond
- Forskrift 28. mai 1999 nr. 654 om årsregnskap m.m. for verdipapirfond
- Forskrift 8. juli 2002 nr. 799 om markedsføring av utenlandske verdipapirfond
- Forskrift 8. juli 2002 nr. 800 om verdipapirfonds handel med derivater
- Forskrift 6. januar 2003 nr. 10 om differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen for verdipapirfondsandeler
- Forskrift 13. august 2003 nr. 1045 om forvaltningsselskapers periodiske rapportering.

Kredittilsynet foreslår i høringsnotatet at norske fondsforvaltningsselskaper skal gis adgang til å tilby produkter som kan innebære høy risiko, men bare til en nærmere definert krets av personer, såkalte «profesjonelle» investorer. Definisjonen av profesjonelle investorer er viet stor plass i høringsnotatet. For øvrig inneholder det en gjennomgang av hvilke endringer og tilpasninger som er nødvendige å gjennomføre i verdipapirfondloven med tilhørende forskrifter for å søke å tilpasse regelverket til spesialfond.

Etter oppfordring fra Finansdepartementet foretok Kredittilsynet en lovteknisk justering av forslaget til endringer i verdipapirfondloven. Det justerte forslaget ble mottatt 6. januar 2005. Finansdepartementet sendte ved brev 17. januar 2005 høringsnotat om spesialfond utarbeidet av Kredittilsynet 18. november 2004 på høring til følgende høringsinstanser, med høringsfrist 15. april 2005:

- Alle departementene
- Aksjonærforeningen i Norge
- Banklovkommisjonen
- Brønnøysundregistrene
- Datatilsynet
- De selvstendige kommunale pensjonskasser
- Den norske Advokatforening
- Det juridiske fakultet, Universitetet i Bergen
- Det juridiske fakultet, Universitetet i Oslo
- Det juridiske fakultet, Universitetet i Tromsø
- Eiendomsmeglerforetakenes Forening
- Finansforbundet
- Finansieringsselskapenes forening
- Finansnæringens Hovedorganisasjon
- Folketrygdfondet
- Forbrukerombudet
- Forbrukerrådet
- Handelshøyskolen BI
- Konkurransetilsynet
- Kredittilsynet
- Nordic Association of Energy Traders (NAET)
- Nord Pool ASA
- Nordisk Energimeglerforbund (NEBA)
- Norges Bank
- Norges Eiendomsmeglerforbund
- Norges Fondsmeglerforbund
- Norges Handelshøyskole
- Norsk Bedriftsforbund

- Norsk Investorforum
- Norsk Tillitsmann ASA
- Norsk Venture
- Norske Finansanalytikerers Forening
- Norske Finansmegleres Forening
- Norske Kredittopplysningsbyråers Forening
- Norske Pensjonskassers Forening
- NOS Clearing ASA
- Næringslivets Hovedorganisasjon
- Oslo Børs
- Skattedirektoratet
- Sparebankforeningen i Norge
- Verdipapirfondenes Forening
- Verdipapirsentralen
- ØKOKRIM

Følgende instanser har gitt merknader til høringsnotatet:

- Den norske Advokatforening
- Finansnæringens Hovedorganisasjon
- Justis- og politidepartementet
- Norges Bank

- Norges Fondsmeglerforbund
- Norsk Venturekapitalforening
- Norske Pensjonskassers Forening
- Norske Finansanalytikerers Forening
- NOS Clearing ASA
- Nærings- og handelsdepartementet
- Næringslivets Hovedorganisasjon
- Oslo Børs
- Skattedirektoratet
- Sparebankforeningen i Norge
- Statistisk sentralbyrå
- Utenriksdepartementet
- Verdipapirfondenes Forening
- ØKOKRIM
- I tillegg har følgende aktører gitt høringssvar:
 - Argentum
 - Innovation Norway
 - Key Asset Management Norge ASA
 - Thommessen Krefting Greve Lund advokatfirma AS
 - Warren Wicklund Kapitalforvaltning
 - Wikborg Rein advokatfirma

3 Særtrekk ved spesialfond (hedgefond mv.)

Lovforslaget tar sikte på å innføre særregler for «spesialfond» (fond som kan ta opp lån og nytte et videre spekter av investeringsteknikker enn vanlige verdipapirfond), dvs. fondskonstruksjoner som ikke skal være underlagt de alminnelige bestemmelsene i verdipapirfondloven. Det antas at en stor del av disse spesialfondene vil være det som ofte omtales som «hedgefond». Departementet finner derfor grunn til å beskrive enkelte særtrekk ved denne type fond.

Hedgefond er ikke et begrep med noen éntydig definisjon, men brukes vanligvis om en uensartet gruppe investeringsordninger. Det er imidlertid mulig å peke på enkelte fellestrekk for slike fond.

Hedgefond er normalt underlagt et *annet regulatorisk regime* enn alminnelige verdipapirfond. Dette skyldes at reglene for alminnelige fond ikke passer for hedgefonds virksomhet, jf. nærmere nedenfor. I noen land er hedgefond ikke underlagt offentligrettslig regulering. I så fall er det vanlig å begrense investeringsadgangen for alminnelige investorer. I andre land er hedgefond åpne for allmennheten, men underlagt et lempeligere investeringsregime enn alminnelige verdipapirfond. Mange hedgefond er også underlagt ulike former for selvregulering (gjennom bransjeorganisasjoner mv.).

Det er flere grunnleggende *forskjeller mellom investeringsstrategiene* i tradisjonelle fond og i hedgefond. I hedgefond er det vanlig å lånefinansiere deler av investeringene. Dersom opplåningen kombineres med tradisjonelle kjøp av aksjer og obligasjoner, er det prinsipielt sett liten forskjell mellom de to fondstypene. Opplåningen innebærer en skalering av markedsrisikoen. En slik forvaltningsstrategi kan evalueres mot en referanseportefølje med samme belåningsgrad. En annen forskjell består i at hedgefond ofte selger verdipapirer de ikke eier. Fondet har da en «short-posisjon», som er det motsatte av posisjoneringen i tradisjonelle fond («long»). En «short-posisjon» gir gevinst i et fallende marked og tap i et stigende marked. En rekke hedgefond strategier består i å kombinere «lange» med «korte» posisjoner. Et eksempel er et fond som kjøper aksjer i ett selskap innenfor en sektor og finansierer dette kjøpet ved å låne aksjer i et annet selskap i samme sektor som selges umid-

delbart. Fondet er da eksponert mot endringer i de relative prisene på de to selskapene. Fondet oppnår gevinst dersom det kjøpte selskapet stiger mer i verdi (faller mindre i verdi) enn det solgte selskapet. Fondet er imidlertid ikke eksponert for risikoen for generelle bevegelser i aksjemarkedet. I gjennomsnitt taper ikke fondet selv om markedet utvikler seg dårlig, men tjener heller ikke penger om markedsutviklingen er positiv. En annen variant er å finansiere kjøp av en type obligasjoner med et gitt sett av karakteristika ved å selge (gå short) en annen type obligasjoner med et annet sett av karakteristika. Også i dette tilfellet kan en si at fondet vedder på endringer i relative priser, men ikke er eksponert for endringer i det generelle rentenivået.

Risikoen knyttet til long/short-strategier, som beskrevet over, er normalt vesentlig lavere enn risikoen knyttet til de tradisjonelle long-strategier som følges av verdipapirfondene. Det kommer av at volatiliteten knyttet til en «rentespread» eller en prisforskjell mellom to aksjer er betydelig mindre enn volatiliteten knyttet til rentenivået eller aksjemarkedet generelt. Fordi risikoen og dermed avkastningsmulighetene i utgangspunktet er mindre er det vanlig at hedgefond tar store bruttoposisjoner (summen av «longposisjonene» alene). Nettoposisjonen, som er forskjellen mellom lange og korte posisjoner, vil fortsatt være begrenset. Den nærmere utformingen av investeringsstrategien varierer sterkt fra fond til fond. Eksempler på forskjellige typer av hedgefondstrategier er arbitrasje (forvalter forsøker å finne samme type aktiva til ulik pris i forskjellige markeder og tjene penger når prisene utligner seg), long/short (forvalter kjøper instrumenter han tror vil øke i verdi, samtidig som han selger instrumenter som forventes å falle i verdi) og global makro (investeringsstrategiene er basert på vurderinger av utviklingen i for eksempel valutakurser, rentedifferanser mellom land og regionale/nasjonale aksjemarkeder).

Hedgefond *skiller seg også fra tradisjonelle fond i instrumentbruken*. Det er vanlig at hedgefond inngår komplekse derivatkontrakter. En finner også hedgefond som spesialiserer seg på å investere i obligasjoner utstedt av selskaper som er under restrukturering eller i obligasjoner/lån utstedt av

utviklingsland som har betalingsproblemer. For slike fond er det en stor utfordring å både måle og styre risiko og verdsette porteføljen.

Investorer i hedgefond er ofte *velstående privatpersoner eller institusjonelle investorer*. I enkelte land er det et lovmessig krav at investorene må ha en formue av en viss størrelse (USA og Irland), men fondene setter ofte selv høye minstekrav til andelene for potensielle investorer. Dette kan bl.a. skyldes at fondet ikke ønsker å være for stort (administrasjonskostnader blir store med mange små andeler og gevinstmulighetene blir færre hvis fondet blir for stort mv.).

Det finnes også hedgefond som administreres av *personer som selv eier andeler i fondet*, og deres godtgjørelse er ofte avhengig av fondets avkastning. Hvis fondet gjør det bra, tjener således forvalter både som eier av fondet og som tjenesteyter overfor fondet.

Disse særtrekkene gjør at risikoen ved å investere i hedgefond er annerledes enn ved investeringer i alminnelige verdipapirfond. Enkelte hedgefond har en investeringsstrategi med høy risiko, mens andre har lav risiko (også i forhold til verdipapirfond). Hedgefond representerer imidlertid en *risiko av en annen art* enn de alminnelige verdipapirfond. Den vesentlige risikoen i alminnelige fond er knyttet til utviklingen i de finansielle instrumenter fondet har investert i (dvs. generell markedsrisiko). Slik risiko håndteres gjennom krav til risikospredning og detaljerte plasseringsbegrensninger. Hedgefond søker absolutt avkastning, og er ikke nødvendigvis eksponert mot den alminnelige markedsutvikling på samme måte som verdipapirfond. Hedgefond tjener penger dersom for-

valterne klarer å «slå markedet» innen et spesielt område, og er derfor i større grad enn alminnelige fond utsatt for risiko for at kvaliteten på forvaltningen ikke holder mål. Slik risiko er det vanskeligere å regulere gjennom lovbestemte krav til risikospredning mv.

En annen særlig risiko ved hedgefond er at det kan være *vanskelig å forstå* hvordan fondet opererer og hvilken risiko det aktuelle fondet står overfor. Ofte benyttes kompliserte strategier, og forklaringen av risiko mv. blir derfor særlig utfordrende. Dette innebærer at selgere av hedgefond må sørge for at investor forstår hvordan fondet fungerer før investeringen foretas. Hedgefond er imidlertid en kunnskapsintensiv virksomhet og investeringsstrategien blir i enkelte fond betraktet som en forretningshemmelighet. Det vil således være grenser for hvor langt hedgefond vil gå i å forklare sin strategi i frykt for at strategien skal «lekke ut» til konkurrenter.

Avgiftsstrukturen som hedgefond benytter kan også reise en særlig form for risiko. Det er vanlig at hedgefondforvaltere tar en avgift knyttet til verdiutviklingen i fondet (i tillegg til en fast avgift). Dette gir forvalteren incentiv til å oppnå gode resultater. Ulempen med slike avgifter er at forvalter kan gis insentiv til å ta urimelig høy risiko. Forvalter (og andelseierne) vil få en gevinst om det går bra, mens det bare er andelseierne som taper penger dersom strategien ikke lykkes.

Mange velger å opprette såkalte hedgefond-i-fond. Som investor kan man da kjøpe andeler i et fond som sprer sine aktiva på et større eller mindre antall underfond.

4 Gjeldende rett

4.1 Oversikt over norsk rett

Verdipapirfond er en spareform som gjør det enkelt å plassere sine midler i finansmarkedene. «Fellesforvaltning» gjennom fondsmodellen forutsetter at investorene kan stole på at de personer som forvalter midlene (forvalter) har den nødvendige innsikt til å fatte gode investeringsbeslutninger, og at forvalter ikke pådrar fondet unødig risiko. For å bidra til dette er denne spareformen undergitt særlig lovregulering.

I Norge finnes slik regulering i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond (verdipapirfondloven). De sentrale *materielle* begrensningene for verdipapirfond gjelder krav til hvilke finansielle instrumenter et fond kan plassere sine midler i, krav til likvid plassering og krav til risikospredning. Verdipapirfond har også begrenset adgang til å benytte derivater, og de kan ikke lånefinansiere sine investeringer. I tillegg gjelder viktige *strukturelle* krav til måten fondsvirksomheten er organisert på. Et sentralt element her er ordningen med depotmottaker. Depotmottakeren skal etter verdipapirfondloven oppbevare fondets aktiva og beregne fondets verdi, noe som gir investor en særlig trygghet for at forvaltningsselskapet ikke misbruker sin stilling.

De materielle begrensningene i verdipapirfondloven er innrettet mot fond med et relativt avkastningsmål, dvs. fond med en portefølje som kan måles mot en referanseindeks (typisk eierposisjoner i aksjer og obligasjoner). Disse begrensningene passer ikke for fond som søker avkastning uavhengig av hvilken retning markedet for øvrig beveger seg, slik som hedgefond. Spesialfond kan bare gjennomføre en slik investeringsstrategi dersom de tillates å benytte derivater, lånefinansiere sine investeringer, selge og gjøre opp med lånte aksjer (short salg), jf. nærmere omtale ovenfor i kapittel 3 om særtrekk ved hedgefond mv.

Reglene i verdipapirfondloven gjelder bare fondskonstruksjoner, noe som bl.a. innebærer at aksjeselskaper som driver sammenlignbar virksomhet som et fond i utgangspunktet ikke omfattes av loven. Fondsmodellen er imidlertid særlig godt egnet for fondsprodukter som selges til allmennheten. For eksempel kan investorer som ønsker andeler i et verdipapirfond kjøpe nye ande-

ler direkte av fondet, mens en aksje enten må kjøpes i markedet eller av selskapet etter en formell beslutning om oppskrivning av kapitalen. Fondsmodellen gir derfor investor en bedre mulighet til å selge seg ut av investeringen på en enkel og trygg måte til korrekt pris, sammenlignet med aksjeselskapsmodellen. I tillegg til slike tekniske fordeler, gir fondslovgivningen en rekke skreddersydde løsninger på forholdet mellom forvaltningsselskap og kunde som passer godt for fondslignende produkter.

Utenlandske spesialfond (som ikke oppfyller verdipapirfondlovens materielle og strukturelle krav) kan ikke markedsføres i Norge, siden slike fond ikke vil gi en beskyttelse som er «minst på linje med» den verdipapirfondloven gir, jf. vpfl. § 6–13 første ledd nr. 4. Norske investorer vil imidlertid kunne plassere midler i utenlandske hedgefond. Dette kan enten skje over internett, gjennom finansielle rådgivere eller gjennom avtaler om aktiv forvaltning. Det er kun markedsføring overfor norske investorer utenlandske hedgefond er avskåret fra å drive.

Det vises for øvrig til nærmere omtale av gjeldende rett under de enkelte kapitler i proposisjonen.

4.2 EØS-rett

Det finnes ingen EØS-regler om spesialfond eller hedgefond. Det sentrale direktivet på verdipapirfondområdet (direktiv 85/611/EØF (UCITS-direktivet) med senere endringer), omfatter ikke denne type fond. Siktemålet med UCITS-direktivet er å legge til rette for salg og markedsføring av tradisjonelle verdipapirfond over landegrensene i EØS-området. UCITS-direktivet er gjennomført i norsk rett i verdipapirfondloven.

Fraværet av fellesskapsrettslig regulering av spesialfond, betyr imidlertid ikke at EØS-stater fritt kan pålegge restriksjoner for denne type virksomhet. Eventuelle restriksjoner i forhold til etableringsretten og fri bevegelse for kapital og tjenester må være ikke-diskriminerende, grunngis i allmenne hensyn, og være forholdsmessige og egnet for å nå de allmenne hensyn de skal ivareta.

EU har vurdert behovet for mer detaljert fellesskapsregulering av spesialfond mv. EU-kommisjonen publiserte en grønnbok om forbedring av de fellesskapsrettslige rammene for investeringsfond (KOM(2005) 314 endelig) 12. juli 2005. Denne danner grunnlag for en offentlig høring. Kommisjonen nedsatte samtidig to ekspertgrupper, hvorav den ene skulle vurdere behovet for å regulere alternative investeringer. EU-kommisjonen publiserte 4. juli 2006 rapporten fra denne ekspertgruppen med tittelen «Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe».

På bakgrunn av ekspertgruppens rapport og innspill fra medlemsstater og interesseorganisasjoner, publiserte Kommisjonen 15. november 2006 en hvitbok (KOM(2006) 686 endelig). Hvitboken stiller opp to alternativer for regulering av ikke-UCITS-fond, jf. pkt. 3. Med ikke-UCITS fond menes hedgefond og private equity-virksomhet.

Det første alternativet går ut på en utvidelse av gjeldende UCITS-regelverk. Kommisjonen konkluderer imidlertid med at dette ikke er hensiktsmessig, og skriver følgende i denne sammenheng, jf. hvitboken side 12:

«En mulig lovgivningsvej er at udvide de nuværende UCITS-rammers anvendelsesområde yderligere. Imidlertid bliver det måske nødvendigt at omforme UCITS-bestemmelserne om fondens strukturering og investeringspolitik kraftigt og gøre dem mere principbaserede, så de kan omfatte yderligere kategorier af ikke-harmoniserede fonde. Sådanne ændringer kan ikke foretages uden nøje vurdering af risikoen for udvanding af den grundlæggende investorbeskyttelse og den mulige virkning for UCITS-markedet i bredere forstand».

Det andre alternativet er å innføre regulering som retter seg mot særlige fondsprodukter ved siden av UCITS. Kommisjonen anser at også dette er uhensiktsmessig, og skriver følgende på side 12–13:

«Der er risiko for at skabe et lovgivningslandskab, der er fragmenteret produkt for produkt, og dermed også konkurrenceforvridning og lovgivningsmæssig vilkårlighed. Der er også risiko for, at der skal ske evindelige tilpasninger til de retlige rammer, efterhånden som nye investeringspolitikker ser dagens lys.»

Kommisjonen drøfter også spørsmålet om begrensning av markedsføring og salg av andeler i spesialfond, og skriver følgende i denne sammenheng, jf. side 13:

«Der findes ikke nogen fælleseuropæisk tilgang til at skelne produkter, der egner sig til

detailsegmentet, fra produkter, som fortsat bør være forbeholdt de avancerede investorer. National erfaring har vist, at der ikke er et fuldt tilfredsstillende grundlag at fastlægge en klippefast sontring på. Synet på, hvad der er et sikkert produkt til detailinvestering, ændrer sig med tiden, efterhånden som nye aktivkategorier modnes, og risikomomenter bliver kendte.

Direktivet om markeder for finansielle instrumenter [MiFID] erstatter de unuancerede begrensninger på salget af visse instrumenter til bestemte investorkategorier med et system, hvor ansvaret for at sikre, at en given investering passer til den enkelte kunde, påhviler investeringsfirmaet. For mange medlemsstater vil dette være en ny tilgang til investorbeskyttelse. Håndhævelsesmyndighederne skal investere massivt for at sikre, at investeringsfirmaene forstår hvad der forventes af dem. Gjennomførelsen af denne metode vil blive nøje overvåget for at sikre, at investeringsfirmaer i hele Europa strengt gjennomfører disse kontroller. Kommissionens tjenestegrene, der arbejder tæt sammen med de nationale myndigheter, vil undersøge de typer markedsførings- og salgsbegrensninger, der bør fjernes i forbindelse med skiftet til reglerne om «god forretningsskik» på investeringsfirmaplan. I denne proces skal der rettes særlig oppmerksomhet mod markedsføring og salg av ikke-harmoniserede fonde, som medfører forholdsvis høy sandsynlighet for meget negative investeringsresultater.»

For øvrig nevnes at EU-kommisjonen har varslet en Kommunikasjon om ikke-harmoniserte investeringsfond i løpet av høsten 2008.

4.3 Utenlandsk rett

Sverige

Lag om investeringsfonder (i kraft 1. april 2004) skiller mellom to hovedtyper investeringsfond: värdepappersfonder og specialfonder. Värdepappersfonder er fond som er etablert og regulert etter reglene i UCITS-direktivet. Specialfonder er fond som kan avvike fra UCITS-direktivet. Reguleringen av specialfonder og värdepappersfonder har en felles grunnstruktur som bygger på UCITS-direktivet.

Når det gjelder specialfonder er det krav til at Finansinspektionen skal godkjenne fondets vedtekter. Finansinspektionen kan gi unntak fra lovens alminnelige plasseringsregler så fremt fondet har en tilfredsstillende fordeling av plasseringer med hensyn til de krav som bør oppstilles vedrørende risikospredning. Finansinspektionen kan

altså gi unntak på alle områder såfremt prinsippene om risikospredning er ivarettatt, fondets investeringsmandat er beskrevet uttømmende og unntakene ikke strider mot lovens allmenne bestemmelser. Loven angir ikke nærmere hvilke unntak Finansinspektionen kan gi tillatelse til. I Prop. 2002/03:150 En ny lag om investeringsfonder side 323 uttales det:

«Möjligheten att få undantag från samtliga bestämmelser i 5 kap. ger utrymme för många olika fondtyper och en dynamisk fondmarknad. Exakt vilka undantag som kan komma i fråga bör inte låsas fast i lagen. Utgångspunkten är att undantag från samtliga bestämmelser i 5 kap. kan komma i fråga. Specialfonder måste dock alltid tillämpa principen om riskspridning. Finansinspektionen får i sin tillståndsgivning inte medge undantag som skulle strida mot de allmänna bestämmelserna i lagen. Andelsägarnas gemensamma interesse fordrar t.ex. att placeringsinriktningen kan beskrivas på ett fullgott sätt och göras tydlig för de som investerar i fonden. Vill ett fondbolag exempelvis bilda och förvalta en fondandelsfond där fondmedlen placeras i andelar i andra fonder än de som godkänns i 5 kap., är förutsättningen att en godtagbar och synbar avgränsning kan göras i fondbestämmelserna. Allmänt hållna undantag bör med andra ord inte få förekomma.»

Markedsføring og salg av andeler i spesialfond er ikke begrenset til visse investorkategorier. Det skal fremgå av fondets vedtekter om fondet retter seg til allmennheten eller en begrenset krets av investorer. Vedtektene skal også inneholde opplysninger om hvordan fondet avviker fra det som gjelder for värdepappersfonder, hvilket risikonivå som etterstreves og hvordan risiko skal måles. Forvaltningsselskapet skal for hvert spesialfond det forvalter beregne og redegjøre for fondets risikonivå overfor Finansinspektionen.

Fondets prospekt skal blant annet opplyse om at fondet er et spesialfond, om fondets investeringsområde og om verdien kan variere kraftig. Det skal framgå om midlene kan plasseres i derivater, med hvilket formål og hvordan det påvirker risikoprofilen. I Finansinspektionens författningssamling 2004:2 er det gitt nærmere regler på en rekke områder. I 11 kap. § 6 fjerde ledd står det om informasjon fra spesialfond:

«Fondbestämmelserna för en specialfond ska ange i vilka avseenden fonden avviker från vad som gäller för värdepappersfonder samt vilka begränsningar som gäller för fonden. Det ska även finnas uppgifter om vilken risknivå som eftersträvas samt vilket riskmått som används.

Riskmålet ska vara relevant för den förvaltningsverksamhet som bedrivs.»

Det kan gjøres begrensninger i retten til å tegne og innløse andeler i spesialfond. Begrensningene må framgå av fondets vedtekter og Finansinspektionen må godkjenne slike begrensninger. Spesialfond må være åpne for innløsning minst én gang i året.

Spesialfond kan forvaltes av forvaltningsselskaper, kredittinstitusjoner og av verdipapirforetak med konsesjon til å drive aktiv forvaltning, jf. kapittel 1, § 5.

Det er ikke stilt ytterligere krav til depotmottakers rolle og funksjon i forhold til spesialfond.

Det skal utarbeides årsberetning og halvårsberetning. På forespørsel skal andelseier eller mulige tegnere få komplett informasjon om fondets risikohåndtering. Reglene om årsregnskap og rapportering er like for tradisjonelle verdipapirfond og spesialfond. Fondenes plasseringer skal framgå av års- og halvårsregnskap. Hvert kvartal skal plasseringene rapporteres til Finansinspektionen. Finansinspektionen kan gi unntak fra reglene om rapportering.

Danmark

I Danmark deles kollektive investeringer i fire hovedkategorier: Investeringsforeninger, specialforeninger, hedgeforeninger og andre kollektive investeringsordninger, jf. lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. § 1. Som en femte kategori kommer utenlandske investeringsinstitutter.

Investeringsordninger skal organiseres i foreningsform. Hver andelseier er medlem og eier en del av foreningen tilsvarende verdien av sin andel. Investeringsforeningen kan ansette en direktør og personale til å utføre de administrative oppgavene og investere på vegne av foreningen/fondet. En investeringsforening kan også velge å overlate oppgavene til et investeringsforvaltningsselskap. Et investeringsforvaltningsselskap kan eies av investeringsforeningen alene, eller sammen med andre investeringsforeninger, specialforeninger, godkjente fåmandsforeninger og hedgeforeninger. Det kan kun utføre investeringsforvaltningsvirksomhet og administrative oppgaver for sine eiere.

En forening er en juridisk person. Foreningen kan deles opp i avdelinger, men avdelingene har ikke selvstendig juridisk identitet – de er kun økonomisk selvstendige enheter. Når foreningen er oppdelt i avdelinger, blir det utstedt andeler i de enkelte avdelinger, og andelens verdi fastsettes på

grunnlag av avdelingens indre verdi. Foreningens tilganger skal oppbevares hos et depotselskab, som også skal kontrollere investeringsforeningen og verdiberegningen.

Foreninger som er åpne for en ubestemt krets av personer er konsesjonspliktige. Slik konsesjon gjelder bare for markedsføring i Danmark. Finanstilsynet har ikke funnet det hensiktsmessig å definere hedgefond i loven. Hedgeforeninger er isteden negativt definert som foreninger som ikke faller inn under en av de øvrige fire kategoriene. I reguleringsnivå vil de ligge mellom spesialfond og andre kollektive investeringsordninger. Hedgeforeninger som er åpne for ett eller for få medlemmer, er i likhet med fåmandsforeninger ikke underlagt konsesjonsplikt.

Hedgeforeninger må ha en formue på minst DKK 25 millioner. Investeringsforeninger og spesialforeninger må ha minst DKK 10 millioner. Finanstilsynet mener konkurrisikoen er reell for foreninger som kan låne og selge finansielle instrumenter de ikke eier, og tillater ikke oppdeling i avdelinger, jf. ovenfor.

Fondet må være åpent for tegning og innløsning minst én gang i måneden.

Hedgeforeninger er ikke underlagt regler som begrenser investeringsfriheten, verken for markeder, instrumenter, risikospredning eller risikoøkende derivatstrategier. En hedgeforening kan investere i råvareinstrumenter, oppta lån og selge finansielle instrumenter det ikke eier. Tanken er at overordnet fastsettelse og styring av risiko i porteføljen erstatter enkeltregler.

Hedgeforeningens overordnede investeringspolitikk og regler for plassering, herunder risikoøkende derivatstrategier og hvilken risiko foreningen vil påta seg, skal framgå av vedtektene. Vedtektene skal godkjennes av Finanstilsynet. For å bli godkjent som hedgeforening må investeringsstrategien ligge innenfor det som generelt er anerkjent som «hedgefond»-strategier. Foreningen må ha et absolutt avkastningsmål. Investeringsforeninger og spesialforeninger kan ikke godkjennes som hedgeforening. Detaljerte plasserings- og spredningsregler innenfor vedtektenes ramme skal framgå av prospektet. Hedgeforeningens ledelse skal innenfor vedtektenes ramme fastsette risikorammer og disse skal framgå av fullstendig og forenklet prospekt og sendes Finanstilsynet.

Fondets risikorammer kan endres. Det gjelder imidlertid krav om at alle «navnenoterede» medlemmer underrettes om endringene. Endringene kan tidligst tre i kraft etter at medlemmene har hatt anledning til å innløse sine andeler. Foreningene skal ha systemer for måling og styring av risiko.

Brudd på vedtekter eller risikorammer skal meddeles medlemmene og meldes til Finanstilsynet. Dette er antatt å ha en preventiv virkning fordi slik offentliggjøring kan svekke hedgeforeningens renommé.

Finanstilsynet kan fastsette nærmere regler om hvordan risiko skal beregnes og rapporteres. Forslaget utvider ikke hedgeforeningers informasjonsplikt i forhold til andre foreninger utover at brudd på vedtekter og risikorammer skal meddeles Finanstilsynet og medlemmene. Det enkelte medlem skal kunne bedømme risikoen ut fra de opplysninger som gis i vedtekter og prospekter og ved eventuelle endringer i risikorammene. Orienteringsplikten til medlemmene ved overskridelser og ved endringer av risikorammer skal gi medlemmene muligheten til å kunne innløse andeler dersom de mener det er en adekvat reaksjon på bruddet.

Foreningens verdi skal offentliggjøres minst hver fjortende dag. Plasseringene pr. 30. juni og 31. desember skal offentliggjøres i års- og halvårsrapporter. Det stilles ikke krav om å gi spesielle opplysninger ved tegning, men salgsleddet har ansvar for at investeringsrådene er tilpasset tegnerens økonomi og investeringserfaring som ved annet salg av finansielle instrumenter.

Depotselskabet har ansvar for å kontrollere verdiberegning av foreningens portefølje. Det stilles krav til at depotmottaker har nødvendige kunnskap, erfaring og systemer. For å kontrollere at depotmottaker oppfyller sine plikter, er depotmottaker også underlagt tilsyn av Finanstilsynet. Depotmottakers ansvarsområde utvides spesielt for hedgeforeninger. Den skal fungere som en ekstern kontrollør av at risikoeksposeringen holdes innenfor fastsatte rammer og at brudd blir meddelt medlemmene og Finanstilsynet.

I og med at det i Danmark er vanlig at investeringsforvaltningsselskapene er eid av investeringsforeningene, det vil si av medlemmene, er ikke spørsmålet om depotmottaker kan være i samme konsern som forvaltningsselskapet relevant.

Det er ikke gitt egne regler om godtgjørelse for forvaltning av hedgeforeninger.

Irland

Den irske reguleringen av spesialfond bygger på et skille mellom tre ulike investorkategorier. Graden av investorvern avhenger av hvilken gruppe investoren faller under.

For fond som er rettet mot allmennheten gjelder reglene som følger av UCITS-direktivet.

I en mellomstilling står *fond som stiller krav om minstetegning på 125.000 euro*. Slike fond er underlagt mer lempelig regulering enn UCITS-fond, men er underlagt krav om diversifisering og restriksjoner på opplåning. Som utgangspunkt dobles maksimumsgrensene som gjelder for UCITS-fond. For eksempel kan fondet maksimalt ha 20 prosent av eiendelene mot samme utsteder ved derivathandel eller i uoterte finansielle instrumenter. Eksponeering mot utsteder og motpart blir sett i sammenheng med marginsikkerhet. Dette er situasjonen dersom fondets midler er plassert i aksjer og obligasjoner i samme bank som er motpart i en derivatkontrakt og kontanter er stilt som pantesikkerhet i den samme banken. Alternativt kan sikkerheten være stilt som overdragelse av eiendomsrett (right and title) til den samme utstederen og/eller motparten. Overføring av eiendomsrett er den vanligste formen for sikkerhetsstillelse i Irland. Maksimalgrensen på 20 prosent for innskudd hos samme bank gjelder også for depotmottaker, og sammenlagt for plasseringer og likvide midler.

Det er tillatt å ta opp lån på inntil 100 prosent av netto formue. I dette inngår eventuelle lån ved shortsalg. Det er ingen konkrete restriksjoner for derivathandel, belåning med derivater («leverage»), shortsalg og lignende, men fondet må fastsette egne rammer for dette som skal framgå av prospektet. Det er krav til risikospredning (exposure limit).

Det er få begrensninger på forvaltningsgodtgjørelsen, men beregningsmåten skal gå klart fram av prospektet. Godtgjørelser over 20 til 25 prosent av avkastningen over et gitt relativt eller absolutt nivå må begrunnes. Søknader med godtgjørelser over 50 prosent av avkastningen over referansen har blitt avslått. Egne aksjeklasser for forvaltere og/eller forvaltningsselskap er tillatt, og benyttes som metode for å differensiere godtgjørelsen.

Den tredje investorkategorien er definert ved et krav til minstetegning på 250.000 euro, krav til netto finansiell formue og, for institusjonelle investorer, krav til investeringsporteføljens størrelse.

Det er i utgangspunktet ingen investeringsbegrensninger for fond som tilbys kvalifiserte investorer, verken når det gjelder opplåning, udekkede shortposisjoner eller risikoøkende derivatstrategier. Det gjelder imidlertid krav om at rammene for investeringsmandatet kommer klart fram i prospektet, herunder også krav til risikostyring. Det er ikke krav til risikospredning og diversifisering. Fondet må likevel erklære at det har et risikospredningsmål i henhold til Company Act, 1990 Part XIII. Fondene står fritt til å fastsette egne risikora-

mmen og velge metoder for måling og styring av risiko. Ved godkjenning av vedtekter og prospekter kontrollerer tilsynsmyndigheten at informasjonen er tydelig og ikke kan misforstås. I godkjenningsprosessen kreves det at fondet skal indikere hva som ville være den normale grensen for belåning.

Informasjonsreglene er hentet fra UCITS-direktivet. Det er i utgangspunktet like regler for alle typer fond, men det er krav til tilleggsinformasjon for fond som ikke tilbys allmennheten. Den irske tilsynsmyndigheten, IFSRA, skal godkjenne prospekter. Eiendeler og andelsverdier må minst verdiberegnes hver 14. dag for UCITS-fond, hver måned for non-UCITS-fond som tilbys for allmennheten og hvert kvartal for fond for profesjonelle eller kvalifiserte investorer. Forvaltningsselskapet har ansvaret for verdiberegningen, systemer, prosedyrer og dokumentasjon. Halvårs- og årsrapporten inngår i denne rapporteringen. Fondene er underlagt revisjonsplikt.

Forvaltning av fondets midler kan utføres av et forvaltningsselskap (management company/fund administrator) eller av en eller flere eksterne forvaltere (manager). Dersom kjernevirksomhet som forvaltning og administrasjon blir satt ut til en tredjepart må denne være under tilsyn. I EØS-området vil slik virksomhet være regulert av reglene i verdipapirmarkedsdirektivet (MiFID).

Forvaltningsselskapet kan utføre administrative oppgaver som verdiberegning, rapportering, føring av andelseierregister og regnskap. Administrative oppgaver skal utføres i Irland og av en enhet som er under tilsyn av IFSRA.

Depotmottakers oppgave omfatter oppbevaring og kontroll. Depotmottaker skal være under tilsyn og hjemmehørende i Irland eller være irsk filial av et foretak hjemmehørende i en EØS-stat og som er under tilsyn. Depotmottaker kan være i samme konsern som forvaltningsselskapet, men ikke i samme selskap. Depotmottaker skal rapportere til IFSRA om forvaltningsselskapet har utført sine oppgaver i samsvar med regelverk og prospektet. Depotmottaker skal foreta kontroller og påse at eventuelle feil blir rettet opp.

Det kan gis samtykke til etablering av lukkede fond. Det er ikke faste regler for hvor lenge fondene kan være lukket, men det må klart gå fram av prospektet hva som er fondets utløpsdato og at det ikke er innløsningsmuligheter fram til denne dato.

USA

Etter amerikansk rett har nettopp fraværet av regulering vært et sentralt kjennetegn som skiller hed-

gefond fra alminnelige aksjefond. De sentrale verdipapirlovene har bestemmelser som etter omstendighetene kan få betydning for hedgefond og deres virksomhet, men disse lovene inneholder unntaksbestemmelser som hedgefond har tilpasset sin virksomhet etter. Reguleringen av hedgefond har således skjedd indirekte ved utformingen av unntaksbestemmelser i den føderale verdipapirlovgivningen. De sentrale lovene i den sammenheng har vært Securities Act av 1933, Securities Exchange Act av 1934, Investment Company Act av 1940 og Investment Adviser Act av 1940.

Et sentralt unntak som hedgefond har innrettet seg etter, er en regel som innebærer at salg av verdipapirer (herunder andeler i hedgefond) til såkalte «akkrediterte investorer» ikke omfattes av Securities Act av 1933. En akkreditert investor (hvis vedkommende er en fysisk person) må enten ha en formue over 1 million dollar eller ha hatt en årlig inntekt over 200.000 dollar de siste to år. Det amerikanske kreditilsynet (SEC) foreslo 27. desember 2006 å innføre et ekstra vilkår for at fysiske personer skal kunne regnes som akkreditert investor, som innebærer at vedkommende i tillegg må eie «investeringer» med en verdi som overstiger 2,5 millioner dollar. Til forskjell fra formueskravet, inkluderer ikke kravet til «investeringer» investors boligformue. SECs forslag har vært ute på alminnelig høring, og er for tiden til behandling.

I tillegg nevnes at «presidentens arbeidsgruppe for finansielle markeder» (President's Working Group on Financial markets) – et rådgivende organ for utforming av finansmarkedspolitikk – i september 2007 satte ned to arbeidsgrupper bestående av hhv. investorer og formuesforvaltere. Gruppene har fått i mandat å utforme retningslinjer for hva som skal anses som «beste praksis» for amerikanske hedgefond, særlig i forhold til risikostyring, informasjon til investorer og verdsetting.

Andre internasjonale initiativer

Det har den senere tid vært en økende fokus på hedgefond i ulike internasjonale fora.

Financial Stability Forum (FSF) (et organ opprettet av G-7 landene med særlig fokus på global finansiell stabilitet) har i en rapport fra mai 2007 utarbeidet enkelte generelle anbefalinger for hedgefondforvaltere. Fokus i dette arbeidet har vært hensynet til den globale finansielle stabilitet. Hensynet til investorbeskyttelse mv. er det eksplisitt avgrenset mot. I rapporten anbefales det ikke

direkte regulering av hedgefond for å ivareta global finansiell stabilitet. I stedet anbefales det at tilsynsmyndighetene samordner sin regulering av de sentrale motpartene til hedgefond (typisk banker og verdipapirforetak), slik at disse motpartene er i stand til å kontrollere sin motpartsrisiko og tåle eventuelle tap i tilfelle markedsuro. I tillegg anbefales at tilsynsmyndighetene vurderer om det i større grad kan samles informasjon om hedgefonds plasseringer gjennom slike sentrale motparter (dvs. ikke fra fondene selv). Videre anbefales at investorer og motparter til hedgefond styrker markedsdisiplinen for hedgefond, bl.a. ved å kreve korrekte og oppdaterte verdivurderinger og risikoinformasjon. Endelig oppfordres hedgefondindustrien til å etablere felles retningslinjer for «beste praksis» for hedgefondforvaltere.

Under sitt toppmøte i juni 2007 (under det tyske formannskapet), sluttet G-8 landene seg til anbefalingene fra FSF. G-8 landene omfatter Tyskland, Frankrike, Storbritannia, Italia, Japan, Canada, USA og Russland.

I en rapport om den praktiske gjennomføringen av FSFs anbefalinger fra oktober 2007, drøftes særskilt hedgefonds rolle i den uro som preget finansmarkedene sommeren/høsten 2007. FSF la til grunn at hedgefond ikke hadde spilt en sentral rolle i de begivenheter som utløste uroen («...hedge fund activities have not been the major source of market instability during the recent market turmoil»), se for øvrig nærmere omtale av utviklingen i finansmarkedene og finansiell stabilitet i St. meld. nr. 1 (2007–2008) punkt 2.6. FSF finner for øvrig at erfaringen fra «markedsuroen» bekrefter betydningen av at det arbeides videre med å gjennomføre FSFs anbefalinger fra mai 2007. Når det gjelder anbefalingen om at hedgefondindustrien selv tar initiativ for å etablere «beste markedspraksis» vises særlig til et konsultasjonsdokument av 10. oktober 2007 fra en arbeidsgruppe bestående av 14 ledende britiske hedgefond. I konsultasjonsdokumentet angis forslag til en rekke slike standarder, knyttet til bl.a. fondsorganisering, verdsettelse, risikostyring og løpende informasjonskrav. Det er ikke foreslått at disse retningslinjene skal være rettslig bindende, men det anbefales at fond som ikke følger dem opp må gi en uttrykkelig begrunnelse for dette («comply or explain»). På bakgrunn av høringen publiserte arbeidsgruppen 22. januar en standard for «beste markedspraksis». Standarden skal blant annet bidra til større åpenhet i bransjen.

5 Overordnede vurderinger – nærmere om verdipapirfondloven bør legge til rette for norske spesialfond

5.1 Oversikt over gjeldende rett

De materielle begrensningene i verdipapirfondloven er innrettet mot tradisjonelle verdipapirfond, dvs. fond som eier aksjer og/eller obligasjoner, ikke tar opp lån og bare i begrenset utstrekning kan benytte derivater. Disse begrensningene passer ikke for fond som søker avkastning uavhengig av hvilken retning markedet for øvrig beveger seg i, slik som hedgefond og andre spesialfond. Spesialfond kan bare gjennomføre en slik investeringsstrategi dersom de tillates å benytte derivater (ut over det som er tillatt i dag), lånefinansiere sine investeringer, selge aksjer og gjøre opp med lånte aksjer (short salg), jf. nærmere omtale ovenfor i kapittel 3 om særtrekk ved hedgefond og kapittel 4 om gjeldende rett.

5.2 Kredittilsynets høringsnotat

Kredittilsynet går inn for at det åpnes for at det kan tilbys spesialfond etter verdipapirfondloven. Kredittilsynet viser bl.a. til hensynet til investorene, og uttaler følgende på s. 9–10 i høringsnotatet:

«En aldrende befolkning i Europa har satt behovet for sparing i offentlig og privat regi på den politiske dagsorden. Betydelige midler kan bli satt til side for å møte framtidige pensjonsforpliktelser. Det øker etterspørselen etter kapitalforvaltning. Aktiviteten og kreativiteten på tilbudssiden må forstås i lys av dette. Ett eksempel er finansbransjens interesse for en eventuell regulering av fondsprodukter som kan innebære høy risiko.

En generell adgang til å kunne tilby fondsprodukter som kan innebære høy risiko betyr ikke at kollektivt forvaltede midler automatisk kan plasseres i slike produkter. Det vil avgjøres av hvilke regler som gjelder for den konkrete kategori investors plasseringer, altså typisk av reglene som gjelder for plassering av forsikringsmidler, pensjonsmidler, statlige, fylkeskommunale og kommunale midler eller verdipapirfond. Bare det siste reguleres av verdipapirfondloven. En endring av verdipapirfondloven

endrer de rettslige rammebetingelsene for tilbyder – ikke for etterspørre.

Investorer som ønsker å plassere midler i finansielle instrumenter kan gjøre det på flere måter: for eksempel investere selv, sette midlene til individuell forvaltning hos et verdipapirforetak eller forvaltningsselskap, eller tegne fondsandeler. Å investere selv gir mest frihet, men også minst vern. Kollektiv investering i verdipapirfond gir minst frihet, men presumptivt mest vern. Den store fordelene med en generell adgang til å etablere fondsprodukter med høy risiko under verdipapirfondloven, er at det gir investorer anledning til å plassere midler i fondsprodukter som kan innebære høy risiko, men innenfor en rettslig ramme som må antas å gi atskillig større trygghet enn mindre regulerte former for kollektiv investering. For eksempel må operasjonell risiko knyttet til forvalter antas å bli vesentlig redusert.»

Når det gjelder forholdet til finansiell stabilitet mv., uttaler Kredittilsynet følgende (høringsnotatet s. 8–9):

«Det har vært uttrykt en bekymring for at «hedgefond» og andre typer uregulerte fond kan påvirke den globale finansielle stabilitet. Flere eksempler har vært trukket fram: Mexico-krisen i 1994, angrep mot den australske dollaren i 1998, krisen i sørøst-Asia i 1997 og Long-Term Capital Management (LTCM) i 1998. I Betænkning om fremtiden for «hedge funds» og derivater (A5 – 0476/2003) fra Udvalget for Økonomi og Valutaspørgsmål til Europaparlamentet 17. desember 2003 heter det «at der er risiko for systemskade på det globale finanssystem, hvis disse former for investeringer breder sig uden kvantificering eller kontrol». I den svenske proposisjonen 2002/03:150 En ny lag om investeringsfonder står det på sidene 126–127:

«En intressant frågeställning är om förändringar i fondernas tillgångsvärden kan skapa processer som gör att marknaderna destabiliseras och som kan få ett förlopp som liknar en systemkris.

Det finns exempel på när fonder genom sitt agerande har satt det finansiella systemet i gungning. Det skedde när hedgefonden Long-Term Capital Management hamnade i betal-

ningssvårigheter på grund av fondens strategi. Den huvudsaklige plasseringsstrategien var at ta omfattende finansielle positioner i visse verdipapirer som man anså var felprissatta i relation til andre verdipapirer; dette finansierades i høy grad med lånte midler. Når prisutviklingen på fondens innehav ikke ble som man forutsett fant seg fonden inlåst i sine positioner. Anledningen til at positionene ikke kunne avvikles var at markedets likviditet forsvant. Dette ledde i sin tur til store kreditforsterker for de banker som bistod fonden med lån. Sluttsaken fra dette fallissemang er at problem i store belånte porteføljer kan få återverkingar i det finansielle systemet. I første hand ligger dock ansvaret for at undvika denna typ av stabilitetsstörningar på de kreditgivande institutene. I andre hand ligger ansvaret hos den myndighet som ska tillse at kreditgivarna har kontroll över sin utlåning.»

Kreditilsynet har ikke tatt stilling til om norske fondsprodukter som kan innebære høy risiko kan bidra til ustabilitet i Norge eller andre land. Uansett vil en regulering under verdipapirfondloven gi myndighetene en noe større kontroll enn om slike kollektive ordninger ikke er underlagt tilsyn.»

Kreditilsynet viser også til at gjeldende regelverk utgjør en konkurranseuleppe i forhold til enkelte andre EØS-land hvor slike fondskonstruksjoner er tillatt.

5.3 Høringsinstansenes merknader

De fleste høringsinstansene støtter forslaget om at det bør åpnes opp for at hedgefond mv. skal kunne tilbys innenfor rammen av verdipapirfondloven. Dette gjelder bl.a. *Advokatforeningen, FNH, Key Asset Management ASA, Norges fondsmeglerforbund, Nærings- og handelsdepartementet, NHO, NOS clearing ASA, Oslo Børs, SSB, Thommessen Krefting Greve Lund advokatfirma AS, Verdipapirfondenes Forening, Warren Wicklund asset management ASA og Wikborg Rein advokatfirma.*

Norges Bank støtter også forslaget. Når det gjelder hensynet til finansiell stabilitet, uttaler Norges Bank at «hedgefond kan bidra til velfungerende markeder og spredning av risiko, men de kan også virke destabiliserende på markedsutviklingen, særlig i tilfeller der fondene er høyt giret», se også nedenfor under departementets vurdering om Norges Banks vurdering av hensynet til finansiell stabilitet.

Skattedirektoratet gir ikke uttrykk for et spesielt syn på dette punkt, men peker på at regulering

under verdipapirfondloven trolig vil innebære «enklere rapportering til skattemyndighetene for skatteyter, i og med at slike fond er oppgavepliktige etter ligningsloven § 6–6».

5.4 Departementets vurdering

Presisering av problemstilling

Det sentrale spørsmål i det følgende er om det bør legges til rette for at norske forvaltningsselskaper for verdipapirfond skal kunne tilby spesialfond (hedgefond mv.) etter verdipapirfondloven.

Spørsmålet er ikke om det skal være tillatt eller forbudt å selge spesialfond til norske investorer. Allerede i dag kan norske investorer kjøpe andeler i utenlandske spesialfond. Dette har de senere år blitt vesentlig enklere grunnet nye salgskanaler, slik som direktesalg over internett, salg via investeringsrådgivere og den aktive forvaltning verdipapirforetak kan forestå på vegne av investorer. Det er bare markedsføring de utenlandske fondene er avskåret fra å drive mot det norske markedet. Videre kan det etter omstendighetene drives spesialfondvirksomhet i aksjeselskapsformen, jf. nærmere ovenfor om gjeldende rett.

I det følgende drøftes de sentrale argumentene som har vært framme i debatten om det bør åpnes for spesialfond etter verdipapirfondloven.

Hensynet til investorbeskyttelse

Spesialfond medfører andre former for risiko enn det man står overfor ved investeringer i alminnelige aksjefond. Dersom man åpner opp for at spesialfond kan tilbys etter verdipapirfondloven, må det forventes at flere norske investorer vil investere i slike fond. Hvorvidt dette vil være fornuftige investeringer for den enkelte investor, vil bero på investors evne og vilje til å bære risiko og investors forståelse av fondets risiko og investeringsstrategi. Det vil for eksempel være lite fornuftig for en investor å plassere alle sine sparemidler i et spesialfond. På den annen side kan enkelte investeringer i spesialfond etter omstendighetene være fornuftig for en investor med en bred og veldiversifisert portefølje. Dette skyldes at spesialfond kan ha egenskaper andre investeringer ikke har, bl.a. evnen til å gi avkastning i et fallende marked. Dette er imidlertid forhold myndighetene verken kan eller bør regulere på vegne av den enkelte investor.

Gjennom lovregulering av verdipapirfond, har myndighetene lagt til rette for at investorer på en enkel måte skal kunne plassere midler på en betryggende måte i finansmarkedene. Slik regule-

ring oppnås gjennom materielle og strukturelle krav til fondenes virksomhet og organisering, jf. ovenfor om gjeldende rett. Investorer har derfor en berettiget forventning om at fondsprodukter som tilbys etter verdipapirfondloven, gir en viss beskyttelse. Spesialfond vil imidlertid ha behov for betydelige unntak fra de alminnelige beskyttelsesreglene i verdipapirfondloven, jf. ovenfor. Jo lenger man går i å opprettholde lovens beskyttelsesregler for spesialfond, jo mindre attraktivt vil det være å drive slike fond etter verdipapirfondloven. Men dersom man går for langt i å gjøre unntak fra sentrale beskyttelsesregler, er det ikke lenger noe poeng å tillate slike fond solgt innenfor rammen av verdipapirfondloven. Fondene vil i så fall «seile under falskt flagg», siden reguleringen under fondslovgivningen vil skape inntrykk av at fondet er underlagt flere begrensninger enn det som faktisk er tilfelle. Det er derfor nødvendig å balansere investorenes berettigede forventning om beskyttelse mot spesialfondenes behov for fleksibilitet. Dette spørsmålet vil bli drøftet særskilt i proposisjonens kapittel 6.

I lys av den såkalte «Terra-saken» høsten 2007, ba Finansdepartementet Kredittilsynet om en vurdering av departementets da foreliggende utkast til lovendringer om adgang til etablering og markedsføring av spesialfond. Tilsynets tilrådning drøftes nærmere i proposisjonens kapittel 6.

I det følgende drøftes andre momenter som er av betydning ved vurderingen av om det bør åpnes for spesialfond etter verdipapirfondloven.

Hensynet til finansiell stabilitet

I lys av bl.a. uro i de internasjonale finansmarkeder sommeren/høsten 2007, ba Finansdepartementet Norges Bank og Kredittilsynet gi en utfyllende vurdering av forholdet mellom spesialfond og hensynet til finansiell stabilitet. I en omforent vurdering oversendt departementet i brev 30. oktober 2007, uttaler Kredittilsynet og Norges Bank følgende:

«Spesialfond regnes ikke som systemkritiske institusjoner, men kan likevel spille en viktig rolle i det finansielle systemet. Hvordan spesialfond påvirker finansiell stabilitet vil i hovedsak være avhengig av to forhold: For det første hvilke foretningmessige forbindelser det er mellom spesialfond og systemkritiske finansinstitusjoner, og for det andre hvordan spesialfondenes atferd påvirker markedsplassene.

De positive effektene av spesialfond knytter seg hovedsakelig til at fondene gjennom sine fleksible investeringsstrategier kan bidra til bedre prissetting og likviditet i markedene.

Bedre prissetting kan for eksempel oppnås fordi mange spesialfond har som strategi å kjøpe underprisede aktiva og selge overprisede aktiva. Spesialfond kan i motsetning til vanlige verdipapirfond selge aktiva de ikke eier (shortsalg), det gir bedre mulighet til å påvirke overprisede aktiva. I teorien er det et uendelig antall kjøpere av aktiva, mens selgerne er begrenset til de som eier aktiva. Hvis man bringer inn aktører som kan selge aktiva de ikke eier vil dette gi flere markedsaktører, og det kan danne grunnlag for en riktigere markedspris som igjen gir bedre ressursallokering. Vanlige verdipapirfond har dessuten lovpålagte krav om å spre risiko. Spesialfond kan imidlertid ta mer konsentrert risiko og de vil derfor i større grad enn vanlige verdipapirfond, med tilsvarende kapitalbase, kunne påvirke prisen på et enkelt aktiva. Et annet eksempel er spesialfond som identifiserer verdipapirer som ikke er konsistent priset. Ved å kjøpe og selge samme verdipapir mot ulike motparter, eller i markeder som ikke er integrerte, kan spesialfond oppnå arbitrasjevinster. Med flere slike aktører vil markedene bli mer integrerte og den globale ressursallokeringen blir mer effektiv. Et siste eksempel på at spesialfond kan bidra til bedre prissetting er at de ofte ligger i front med hensyn til utvikling av analysemetoder.

Spesialfond kan forbedre likviditeten i verdipapirmarkedene fordi de er mest aktive i markeder med størst mulighet for feilprising – blant annet markeder med lav likviditet. Denne effekten er trolig størst i nye markeder og markeder for komplekse verdipapirer. Spesialfond står blant annet for en meget stor andel av omsetningen i kredittderivater og strukturerte kredittprodukter. Spesialfondenes mulighet for å gjøre shortsalg kan dessuten bidra til forbedret likviditet i tradisjonelle verdipapirer som aksjer og obligasjoner.

De negative effektene av spesialfond skyldes at systemkritiske institusjoner som banker kan få direkte tap på engasjementer med spesialfond. Spesialfond kan lånefinansiere sine investeringer, og i motsetning til andre finansinstitusjoner har de ikke lovpålagte grenser for hvor høyt belånte de kan være. Foruten kredit-tap kan konkurser i store spesialfond medføre bortfall av store inntekter fra verdipapiromsetning og tilrettelegging av emisjoner. Internasjonale studier tyder imidlertid på at belåningsgraden i spesialfond har blitt redusert i løpet av det inneværende tiåret.

Siden spesialfond ofte investerer i illikvide aktiva kan risikoen for spredning av finansielle problemer mellom spesialfond, og fra spesialfond til andre aktører være stor. Banker kan bli rammet indirekte av problemene dersom de

har store direkte engasjementer mot aktører som rammes av finansielle problemer i spesialfond. Bankene kan også bli rammet som følge av motparts- og refinansieringsrisiko i interbankmarkedet. Spredning via interbankmarkedet kan skje svært raskt, og på tvers av regioner og valutaslag. Det forhold at bankene er underlagt regulering og tilsyn vil begrense bankenes risiko overfor spesialfond.

Det har blitt fremført argumenter for at flokkadferd blant spesialfond kan virke forsterkende på finansielle kriser. Det er ikke nødvendigvis riktig. De fleste spesialfond er opptatt av absolutt avkastning, noe som gjør at de følger strategier hvor de søker avkastning der andre investorer ikke i tilstrekkelig grad kan eller vil ta risikoen. Dette virker i utgangspunktet stabiliserende på markedene. Mange spesialfond investerer imidlertid i lite likvide aktiva. I perioder med likviditetstørke kan det oppstå generell flukt fra illikvide plasseringer. Tap på slike plasseringer kan presse spesialfond til å selge. Dette gjelder ikke minst dersom investeringene er belånte og kreditor krever økte marginer. I slike perioder kan det oppstå flokkadferd når spesialfond må selge sine investeringer.

Norske finansinstitusjoner har allerede i dag eksponeringer mot spesialfond etablert i utlandet. Utenlandske spesialfond investerer dessuten i det norske verdipapirmarkedet. Hvorvidt spesialfond kan utsette det norske finansmarkedet for en systematisk risiko er derfor langt på vei uavhengig av spørsmålet om det bør legges til rette for at norske forvaltningsselskaper skal kunne tilby spesialfond etter verdipapirfondsloven.»

Departementet slutter seg i det vesentligste til Kredittilsynets og Norges Banks vurderinger.

Hensynet til konkurransesituasjonen for norsk fondsbransje

Norske investorer vil uansett regulering i verdipapirfondloven kunne plassere midler i utenlandske spesialfond. Dette kan enten skje over internett, gjennom norske eller utenlandske finansielle rådgivere eller gjennom avtaler om aktiv forvaltning med norske eller utenlandske verdipapirforetak. Det er kun markedsføring rettet mot norske investorer at utenlandske spesialfond er avskåret fra å drive. En rekke norske forvaltningsmiljøer har nå etablert seg i utlandet for å drive spesialfondsvirksomhet. Etter departementets vurdering tilsier dette momentet isolert sett at det legges til rette for at slik virksomhet også kan drives i Norge.

Andre momenter

Utenlandske hegdefond fremstår ofte som *meget lukkede*, og det kan være vanskelig å få frem informasjon om fondets investorer og fondets investeringer. Informasjon om investorer er særlig viktig av skattekontrollhensyn, og av hensyn til bekjempelse av økonomisk kriminalitet (hvitvasking). Informasjon om fondets investeringer kan være av stor betydning for andre aktører i finansmarkedet, og for å kunne identifisere store eksponeringer/forpliktelser som kan ha betydning for den finansielle stabilitet. I norsk etablerte spesialfond vil imidlertid ikke slike «åpenhetsproblemer» oppstå i samme grad. Fondet vil bli underlagt de alminnelige rapporteringsreglene for verdipapirfond i lovens kapittel 7, som bl.a. sikrer investorer, myndigheter og allmennheten for øvrig et visst innsyn i fondets plasseringer. I tillegg plikter fondet å gi Kredittilsynet «alle opplysninger tilsynsmyndigheten måtte kreve», jf. vpfl. § 8–2. Slikt innsyn vil en ikke kunne ha overfor utenlandske fond, selv om fondet opererer i Norge og har norske investorer. Videre er norske verdipapirfond underlagt regler om forvalterregistrering, som sikrer tilsyns- og skattemyndigheter full tilgang til informasjon om reelle eiere, også i de tilfeller en forvalter er oppført som eier i registeret. Det kan her presiseres at siden Norge i forhold til EØS-reglene står fritt til å avgjøre om vi vil tillate norsk etablerte spesialfond, står vi også relativt fritt mht. lovgivningen for slike fond. Det vises til nærmere omtale av EU-reglene i kapittel 4.

Dersom det åpnes opp for norske spesialfond, vil investorer i slike fond *lettere kunne oppfylle sine forpliktelser etter ligningsloven* sammenlignet med investeringer i utenlandske spesialfond. Norske forvaltningsselskaper har oppgaveplikt etter ligningsloven, og vil på vegne av investor sende inn relevante opplysninger til skattemyndighetene. Norske investorer i utenlandske spesialfond vil selv måtte sende inn nødvendige opplysninger, noe som i større grad åpner for feilrapportering. Det vises i denne sammenheng til høringsuttalelsen fra Skattedirektoratet.

Plassering av regler om spesialfond

Et mer lovteknisk spørsmål er om reglene om spesialfond mv. bør plasseres i verdipapirfondloven eller i annet regelverk (for eksempel i en egen lov). Man kan hevde at spesialfond vil måtte gis såpass omfattende unntak fra de alminnelige investorbeskyttelsesregler i verdipapirfondloven, at det ikke er grunnlag for å gi dem den status det innebærer

å være omfattet av verdipapirfondloven. Etter departementets vurdering hører imidlertid regler om spesialfond naturlig hjemme i verdipapirfondloven. Verdipapirfondloven gir kjente og skreddersydde løsninger som har vist seg å fungere godt for fond og fondslignende konstruksjoner. Dette vil særlig legge til rette for ivaretagelse av investorenes interesser, blant annet når det gjelder fondets virksomhet, depotmottakers rolle, tegning og innløsning av andeler og informasjonskrav. Kredittilsynet vil føre tilsyn med virksomheten, noe som vil kunne begrense antallet tvister mellom investorer og forvaltningsselskap. Det vises for øvrig til at høringsinstansene slutter seg til Kredittilsynets forslag på dette punkt.

Foreløpig oppsummering og konklusjon

Finansiell stabilitet vil neppe påvirkes negativt dersom man åpner for norske spesialfond. Norske investorer vil uansett kunne investere i utenlandske fond, og norske regler vil gjennomgående ivareta hensynet til åpenhet og skatterapportering bedre enn tilsvarende fond i utlandet. Videre taler hensynet til konkurransesituasjonen for norsk forvaltningsbransje for at en åpner for norske spesialfond. Under forutsetning av at hensynet til investorbeskyttelse ivaretas på en betryggende måte (se kapittel 6), mener departementet det bør åpnes for at det skal kunne tilbys spesialfond etter verdipapirfondloven.

6 Særlig om hensynet til investorbeskyttelse

6.1 Kredittilsynets høringsnotat

Kredittilsynet foreslår at spesialfond bare skal kunne selges til såkalte «profesjonelle investorer». En profesjonell investor vil etter forslaget være nærmere angitte institusjonelle investorer og privatpersoner med en finansformue på minst 5 millioner kroner. Det minste tegningsbeløpet må være 500.000 kroner. I sin begrunnelse uttaler Kredittilsynet bl.a. (høringsnotatet s. 10–11):

«Verdipapirfond er en investeringsform der andelseier ikke har innflytelse på den løpende forvaltningen og derfor verken trenger innsikt eller erfaring. Innføring av fondsprodukter som setter få restriksjoner på hvordan midlene kan plasseres kan få store følger for andelseiere som ikke klart ser forskjellen mellom slike produkter og ordinære verdipapirfond. Verdipapirfond er ment å være et alternativ for allmennheten. Forvaltningsselskapet skal stå for innsikt og erfaring. Loven slår uttrykkelig fast at forvaltningsselskapet skal ivareta andelseiernes interesser.

Unntak fra sentrale plasseringsregler vil svekke det lovbestemte investorvernet vesentlig, så vesentlig mener Kredittilsynet, at spesialfond bare bør kunne tilbys profesjonelle investorer. Med en profesjonell investor forstår Kredittilsynet en investor som må antas å ha den nødvendige erfaring og innsikt til å treffe egne investeringsbeslutninger og vurdere risikoen ved investeringen korrekt. Kredittilsynet mener det bør lages klare regler som skiller den profesjonelle investor fra andre investorer. Regler der forvaltningsselskapet etter et konkret skjønn, og uten fastsatte kriterier avgjør hvem som er profesjonelle er ikke tilstrekkelig sikre, kunne åpne for uensartet behandling og dessuten være lite forutsigbare. Det kan føre til en situasjon der den tilbyderer som er mest lemfeldig får flest kunder. Med andre ord at tilbydere som holder seg lojalt til reglene straffes økonomisk ved å få færre kunder. Kredittilsynet har i sitt forslag til definisjon av profesjonelle investorer tatt utgangspunkt i rådsdirektiv 2004/39/EF av 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om endring av direktiv 85/61 1/EØF (ISD), forkortet til MiFID, se kapittel 6.

Klare regler vil kunne ha som konsekvens at enkeltpersoner som etter en konkret vurdering må anses som profesjonelle, ikke vil kunne investere i spesialfond fordi de ikke tilfredsstiller de generelle kravene. Kredittilsynet mener hensynet til disse personene må vike. Vernet av den alminnelige investor, det vil si den tryggheten allmennheten skal kunne føle ved å tegne andeler i e verdipapirfond, må gå foran.

Det må antas å ta tid før forskjellene mellom spesialfond og andre verdipapirfond vil sette seg som en realitetsforståelse i markedet. Der som det viser seg å bli et klart skille, og det skulle være ønskelig, er det mulig å tenke seg en gradvis avvikling av profesjonsskillet. Da vil det også være mer erfaring med spesialfondenes virksomhet.»

6.2 Høringsinstansenes merknader

Kredittilsynets forslag om at spesialfond bare skal kunne markedsføres overfor, og/eller selges til visse kundegrupper får støtte fra *Verdipapirfondenes forening*, *Sparebankforeningen*, *WarrenWicklund Kapitalforvaltning ASA* og *Key Asset Management ASA*.

Verdipapirfondenes forening anser likevel at

«det bør vurderes å underlegge norske og utenlandskregistrerte spesialfond samme reguleringsregime (markedsføringsadgang kun mot profesjonelle aktører), slik at også norskregistrerte spesialfond kan «selges passivt» til ikke-profesjonelle kunder.»

Key Asset Management Norge ASA støtter Kredittilsynets forslag, men anser at det bør innføres et skille mellom andeler i enkeltfond og andeler i fond i fond. Selskapet skriver følgende i denne sammenheng:

«Forskjellen mellom et enkelt hedgefond og et fond i fond er betydelig. Et enkelt hedgefond vil variere fra meget konservative fond til svært risikofylte fond. Vi deler Kredittilsynets oppfatning om at plasseringer i enkeltfond bør være begrenset til profesjonelle investorer. ...

Et typisk fond i fond vil være investert i mellom 10 og 20 underfond som er profesjonelt vurdert av fondsforvalteren. Risikoen ved

denne typen plassering blir vesentlig redusert av den nevnte diversifiseringen og den profesjonelle vurderingen utført av fondsforvalteren. Den grundige analysen av de underliggende fondene tilfører denne typen plasseringer den nødvendige profesjonelle vurdering av plasseringene og bør dermed være tilgjengelig for ikke-profesjonelle investorer. Det er nettopp den profesjonelle vurderingen av underfondene fondsinvestorer betaler for.»

De fleste høringsinstansene er imidlertid kritisk til Kredittilsynets forslag om å innføre begrensninger for markedsføring og salg av andeler i spesialfond etter investorskiller.

Finansnæringens Hovedorganisasjon anser at det må skilles mellom regler om markedsføring av andeler i spesialfond, og regler om hvem som kan kjøpe slike andeler. FNH skriver følgende i denne sammenheng:

«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.

[...]

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.

[...]

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 tegningssteder 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 nor-

ske spesialfond og utenlandske spesialfond godkjent for markedsføring, på nærmere vilkår, bør kunne ta imot tegninger fra ikke-profesjonelle. Nedenfor går vi nærmere inn på hvilke vilkår som bør gjøres gjeldende.

[...]

– *På kundens initiativ:* Vilåret om at spesialfond kun kan markedsføres overfor profesjonelle investorer, medfører at ikke-profesjonelle selv må ta initiativ til å tegne andeler i spesialfond. ...

– *Krav til prosedyre før tegning gjennomføres:* Det bør være et krav i loven til at forvaltings-selskapet 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 at investoren får en klar forståelse for at spesialfond har andre egenskaper enn vanlige verdipapirfond.

– *Eventuelt 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, ...»

Norges Bank er kritiske til Kredittilsynets forslag om begrensninger på markedsføring og salg, og skriver følgende i denne sammenheng:

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

Norske Finansanalytikeres Forening er imot at det innføres et investorskille som er avgjørende for hvem som kan kjøpe andeler i spesialfond. Foren-

ingen skriver blant annet følgende i denne sammenheng:

«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. [...] 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.»

Norges Fondsmeglerforbund støtter ikke Kredittilsynets forslag om begrensninger på salg og markedsføring. Forbundet skriver i denne sammenheng som følger:

«[S]ondringen [mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer] kan i utgangspunktet synes fornuftig, men det er imidlertid viktig å se hen til at våre nærmeste naboland og konkurrenter (henholdsvis Sverige og Danmark) ikke opererer med en tilsvarende sontring. En slik sontring som forslaget legger opp til og som legger begrensninger på hvem som kan investere i slike spesialfond kan medføre en konkurransevridning mot utenlandske markeder. Dette er uheldig for det norske finansmarkedet. Det er en kjensgjerning at svenske internett meglere på sine hjemmesider selger såkalte spesialfond/hedgefond og det er ikke begrensninger for nordmenn (uavhengig av profesjonalitet) til å handle slike spesialfond. Med de elektroniske hjelpemidler som finnes i dagens samfunn er det viktig å erkjenne at landegrenser blir av mindre betydning, og slik konkurranse fra utenlandske aktører må derfor tas i betraktning når man vurderer regulering av norske spesialfond.»

NOS Clearing ASA støtter ikke Kredittilsynets forslag om å begrense salg av andeler i spesialfond til profesjonelle investorer. Selskapet skriver blant annet følgende i denne sammenheng:

«Den kategoriseringen en har brukt for å definere profesjonell investor er opprinnelig laget med et helt annet formål enn for å lage et skille i investeringsvalg basert på formue. Bruken av definisjonen ikke-profesjonell og profesjonell investor i tilknytning til verdipapirforetaks virksomhet skiller seg også fra den foreslåtte løsning for spesialfond ettersom den gir investorer en mulighet til selv å be om å bli behandlet som profesjonelle investorer.

[...]

Formue gir dessverre ikke noe godt bilde av kunnskapsnivå og informasjonsbehov. Det er riktig at personer med en viss formue har større muligheter til å kjøpe råd, og også har en større evne til å bære et eventuelt tap. Det er derimot ikke rimelig at dette skal gjøre at de får en enerett på investering i spesialfond. Til tross for at investeringer i spesialfond kan innebære en større risiko enn investering i ordinære verdipapirfond, er ikke dette gitt.

[...]

I tillegg til å gi profesjonelle kunder en enerett på å investere i spesialfond, gir en de samme kundene en begrenset mulighet til å utøve sin profesjonalitet gitt at minstepregningsbeløpet er satt svært høyt. Det er vanskelig for investor å diversifisere sin spesialfondsinvestering gitt at minstepregningsbeløpet vil kunne utgjøre 10 % av deres totale finansielle formue. Diversifiseringsbehovet medfører at minstepregningsbeløpet bør kunne settes vesentlig lavere.

Verken Sverige eller Danmark har valgt å begrense investering i spesialfond til profesjonelle investorer. Det er riktignok ikke mulighet for danske og svenske aktører å markedsføre sine spesialfond overfor norske kunder som ikke har tilsvarende investeringsmulighet i norske fond, men eksistensen av internett gjør at dette vil være tilgjengelig for alle norske investorer som ønsker det. Dette betyr at å implementere lovgivning i Norge som kun åpner for at profesjonelle investorer kan investere i spesialfond, ikke vil hindre at investorer som ikke tilhører denne kategorien faktisk foretar slike investeringer. Dette vil derfor føre til at norske spesialfond får dårligere rammevilkår enn våre naboland, og at norske investorer i stor grad vil investere i utenlandske fond.

[...]

Økt krav til depotmottaker for verdipapirfond på generell basis, oppfattes av NOS som å være en formålstjenlig vei å gå for å oppnå investorbeskyttelse enn å tilby spesialfond kun til profesjonelle investorer.»

Næringslivets Hovedorganisasjon er imot å innføre et investorskille, og skriver blant annet følgende i den forbindelse:

«NHO mener at det må være opp til investorene selv å vurdere om man vil investere i spesialfond, dersom risikoen knyttet til investeringen er tilstrekkelig synliggjort. Istedenfor å forutsette at investorer over en viss størrelse forstår risikoen, og at investorer under gitte størrelser ikke kan forstå den, bør man legge opp til løsninger basert på informasjonskrav i vedtektene og salgsmaterialet.»

Oslo Børs er imot forslaget om å begrense markedsføring og salg av andeler i spesialfond. Børsen skriver blant annet følgende i den forbindelse:

«Børsens prinsipale innvending mot regelverket er det foreslåtte vilkåret om profesjonalitet hos investor som betingelse for å kunne investere i spesialfond. Etter børsens oppfatning bør det ikke i regelverket for spesialfond settes grenser for hvem som kan delta. Etter børsens oppfatning er det mest hensiktsmessig at markedet selv utvikler de nærmere grensene for deltakelse i spesialfond.

[...]

Børsen presiserer at svært mange UCITS fond i praksis vil ha langt høyere risiko enn spesialfond. Børsen vil fremheve at de siste års utvikling, nettopp har vist at investering i såkalte ordinære verdipapirfond ikke skjer uten risiko. For investering i ordinære verdipapirfond kreves det imidlertid ikke noen innsikt fra investor. [...] At myndighetene signaliserer at ordinære fond er trygge investeringsalternativer finner børsen svært uheldig. I likhet med spesialfond er risikograden for ordinære fond svært varierende og det er viktig at enhver investor får tilgang til informasjon om dette.

I relasjon til spørsmålet om forbrukerbeskyttelse viser børsen også til at myndighetene for eksempel ikke har funnet grunn til å beskytte småsparerne mot å gjøre risikofylte plasseringer direkte i markedet, være seg i aksjer, obligasjoner eller derivater, ta shortposisjoner mv. Slike plasseringer kan medføre svært høy risiko, langt ut over det en plassering i et spesialfond normalt sett vil medføre. Forbrukerne kan i tillegg øke risikoen ved å belåne sine investeringer, uten at regelverket hindrer dem i det. Etter børsens oppfatning er det et paradoks at forbrukerne tillates å gjøre sine egne valg når det gjelder plasseringer direkte i markedet, men ikke skal tillates å velge å plassere sine midler i spesialfond, som tross alt forvaltes av profesjonelle forvaltere.»

Nærings- og handelsdepartementet støtter delvis Kredittilsynets forslag om å begrense salg av andeler i spesialfond til profesjonelle investorer. Departementet skriver følgende i denne forbindelse:

«Kredittilsynet har i høringsnotatet foreslått et krav om bruttofinansformue på minst 5 mill. NOK + 500.000 som tegningssum. Vi stiller spørsmålsteget ved i hvilken grad det er behov for og nødvendig med en lovregulering av et minste tegningsbeløp.»

Advokatfirmaet *Thommessen* går mot Kredittilsynets forslag om at andeler i spesialfond bare skal kunne markedsføres overfor og selges til profesjo-

nelle investorer. I denne sammenheng skriver selskapet blant annet følgende:

«Den prinsipale innvending Thommessen har mot lovforslaget er at spesialfond kun skal beholdes profesjonelle investorer. Vi er av den oppfatning at spesialfond etter loven bør kunne tilbys allmennheten og at eventuelle grenser for hvem som skal kunne delta bør overlates til produkttilbyder. Det er flere årsaker som begrunner vårt synspunkt:

- a) For det første der det i de jurisdiksjoner som representerer størst konkurranse for norske aktører ikke innført et slikt skille. ...
- b) For det andre synes det som Kredittilsynet legger til grunn at fond etablert etter den foreslåtte spesialfondlovgivning vil innebære en høyere risiko for investoren enn fond etablert etter den alminnelige fondslovgivningen. Til dette bemerkes at risikoen ved hedgefond ikke automatisk er høy, snarere tvert imot, og at mange tradisjonelle aksjefond som eksempelvis bransjefond, har meget høy risikoprofil.
- c) For det tredje eksisterer det i dag en rekke andre investeringsalternativ for den ikke-profesjonelle investor som kan innebære en svært høy risiko. Eksempler på dette er privatpersoners frie adgang til kjøp av noterte og unoterte enkeltaksjer, short salg og handel i derivatprodukter.
- d) For det fjerde kan det argumenteres med at det å sette bort midler til forvaltning til profesjonelle forvaltere i seg selv er mindre risikofyllt enn at den ikke-profesjonelle investoren skal treffe egne investeringsbeslutninger ved for eksempel å investere i enkeltaksjer.»

Advokatfirmaet *Wikborg Rein* går mot Kredittilsynets forslag om å begrense markedsføring og salg av andeler i spesialfond til profesjonelle investorer. Selskapet skriver blant annet følgende i denne sammenheng:

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

Det foreligger i dag ikke tilsvarende investeringsforbud i forhold til andre typer finansielle instrumenter for investorer som ikke oppfyller en nærmere angitt definisjon som profesjonell investor. Ikke-profesjonelle investorer har i dag adgang til å foreta investeringer i enkeltaksjer (både børsnoterte og unoterte samt likvide så vel som illikvide papirer) som i

enkelttilfeller kan innebære en høyere risiko enn hva investeringer i et hedge fond, og spesielt i fond i fond av hedge fond, vil kunne innebære. Investeringer i aksjefond, som i de senere år har vist seg å innebære høy risiko, kan også foretas av ikke-profesjonelle investorer. Ikke-profesjonelle investorer kan endog foreta derivathandel direkte, hvilket etter omstendighetene kan innebære en betydelig høyere risiko for den enkelte investor enn den risiko som en hedge fondsinvestering typisk vil eksponere en investor for.

[...]

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

Økokrim går også mot Kredittilsynets forslag om innføring av investorskiller, og skriver blant annet følgende i den sammenheng:

«Som høringsnotatet for øvrig fremhever, vil de fondene som betegnes som «spesialfond» kunne være svært uensartede, også med hensyn til risikoprofil. Ikke alle spesialfond vil være forbundet med svært høy risiko, og det fremstår som urimelig at de investorer som faller under den finansielle grensen for «profesjonalitet» dermed heller ikke får tilgang til risikobegrensede fond.

Økokrim mener derfor at et skille mellom «profesjonelle» og «ikke-profesjonelle» investorer ikke er formålstjenlig, og kan komme til å virke mot sin hensikt. «Profesjonelle» investorer vil miste en grad av beskyttelse. Samtidig vil de «ikke-profesjonelle» fortsatt stå fritt til å investere i utenlandskregistrerte høyrisikoprodukter – som da ikke står under norske myndigheters tilsyn.

Vi viser til at man i Danmark har valgt å gå inn for en løsning som ikke skiller mellom profesjonelle og andre investorer.

Etter vår oppfatning vil det være mer formålstjenlig å ivareta investorvernet gjennom å sikre korrekt, tilstrekkelig og sammenlignbar informasjon fond imellom, samt at det utøves streng kontroll med at fondene faktisk overholder de i vedtektene tilkjennegitte risikorammer. Informasjonen må være tydelig og ikke kunne misforstås. I tillegg til at investor får et vesentlig bedret grunnlag for å fatte investe-

ringsbeslutninger med hensyn til egen risikotagning, vil slike tiltak være egnet til å fremme mer effektiv konkurranse. Vi viser til høringsnotatets forslag (på side 95–96) om at det utarbeides retningslinjer for mer standardisert informasjon i spesialfonds vedtekter. Videre bør det utarbeides retningslinjer for hvordan risiko skal måles.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til Kredittilsynets forslag på dette punkt.

6.3 Departementets vurdering

I likhet med de fleste høringsinstanser – og for så vidt også Kredittilsynet – ser departementet enkelte betenkeligheter ved å utelukke investeringer i spesialfond for personer som ikke kan anses som meget velstående. For det første kan det neppe på generelt grunnlag legges til grunn at velstand gir uttrykk for kunnskap og kompetanse. Velstående personer kan riktignok tåle tap bedre, men samtidig er det slik at høy risiko etter omstendighetene kan innebære høy avkastning. Det kan anføres at slike investeringsalternativer også bør være tilgjengelig for velinformerte personer med en formue på mindre enn 5 millioner kroner. For det andre vil en investorklassifisering basert på formue avskjære store deler av massemarkedet fra å investere i spesialfond etablert i Norge. Forslaget vil imidlertid ikke være til hinder for at norske investorer erverver andeler i utenlandske spesialfond. Dette vil innebære en konkurransemessig ulempe for norske forvaltningsselskaper.

Etter en samlet vurdering vil ikke departementet følge opp Kredittilsynets forslag på dette punktet. Dette skyldes dels ovennevnte svakheter ved forslaget, men mer sentralt for departementets standpunkt er det at nylig vedtatte lovregler om investeringsrådgivning langt på vei vil ivareta de samme grunnleggende hensyn som ligger bak Kredittilsynets forslag til investorkategorisering. Samtidig vil ikke disse lovreglene reise de særlige problemer innføring av investorkategorier – som vilkår for å investere – vil kunne medføre.

Ny lov om verdipapirhandel (lov 29. juni 2007 nr. 75) har innført konsesjonsplikt for investeringsrådgivning med virkning fra 1. november 2007. Denne lovgivningen var ikke på plass da Kredittilsynet presenterte sitt utkast i 2005, og setter derfor saken i et nytt lys i forhold til situasjonen under høringen.

Reglene om investeringsrådgivning gjennomgås kort i det følgende. For øvrig vises til nærmere

omtale i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007), jf. Innst.O. nr. 70 (2006–2007).

De nye reglene bygger på EUs finansmarkedsdirektiv (MiFID), og vil innebære at investeringsrådgivere underlegges et omfattende regelverk for hvordan investors interesser skal sikres i en rådgivningssituasjon. Blant annet innebærer disse reglene at rådgiver skal «innhente nødvendige opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde, samt kundens finansielle situasjon og investeringsmål», jf. vphl. § 10–11 fjerde ledd. Disse opplysningene skal sette rådgiveren i stand til å vurdere om den konkrete investeringen er «egnet» for denne kundens situasjon. Det er gitt utfyllende regler om denne «egnethetstesten» i forskrift til verdipapirhandelloven (forskrift 29. juni 2007 nr. 876). Det følger av forskriften at rådgiveren bl.a. må ha tilstrekkelige opplysninger til å kunne vurdere om investeringen er i samsvar med kundens investeringsmål, om kunden er finansielt i stand til å håndtere risikoen og at kunden har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen. Dersom rådgiveren ikke får slike opplysninger om kunden, kan ikke rådgiveren gi råd til kunden, jf. forskriften § 10–16 fjerde ledd.

Etter departementets vurdering er det nettopp slike vurderinger en potensiell investor i spesialfond bør få kvalifisert hjelp til å foreta, før vedkommende bestemmer seg for å investere i fondet eller ikke. Dersom spesialfond distribueres gjennom en investeringsrådgiver med konsesjon etter verdipapirhandelloven (som er under tilsyn av Kredittilsynet), vil de nye reglene om investeringsrådgivning etter departementets vurdering langt på vei «reparere» de unntak spesialfond må ha etter verdipapirfondloven. Rådgiveren pålegges i så fall en kontrollfunksjon av om investeringen er egnet for den aktuelle investor.

I de nye reglene om investeringsrådgivning vil investorenes profesjonalitet også være et sentralt element. Skillet mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle er angitt i verdipapirforskriften § 10–2 og § 10–4, og angir bl.a. kriterier knyttet til vedkommendes formue og kompetanse. Rådgiveren vil bl.a. måtte innhente langt flere opplysninger om ikke-profesjonelle kunder i forhold til profesjonelle kunder. I tillegg må det gjennomføres en mer omfattende egnethetstest i forhold til ikke-profesjonelle kunder. Utfallet av en slik egnethetstest vil nok kunne bli at mange spesialfond anses som uegnet for ikke-profesjonelle investorer. Poenget her er imidlertid at det skal gjennomføres en konkret vurdering av investeringens egnethet.

Dersom rådgiveren trår feil, vil vedkommende kunne miste sin konsesjon eller bli gjenstand for sanksjoner etter de alminnelige tilsyns- og sanksjonsreglene i verdipapirhandelloven. Rådgiver kan etter omstendighetene også bli erstatningsansvarlig overfor investor.

Investeringsrådgivere vil i tillegg til nevnte virksomhetskrav være underlagt omfattende organisatoriske krav i verdipapirhandelloven, herunder krav til kompetanse blant de ansatte og regler for å motvirke interessekonflikter. Det vises til ny verdipapirhandellov kapittel 9.

I lys av den såkalte «Terra-saken» høsten 2007, ba Finansdepartementet Kredittilsynet om en vurdering av departementets da foreliggende utkast til lovendringer om adgang til etablering og markedsføring av spesialfond etter verdipapirfondloven, jf. brev 14. januar 2008. Kredittilsynet har formidlet sine vurderinger i brev 2. februar 2008.

Kredittilsynet tar for det første til orde for at det kan være hensiktsmessig å presisere i lovteksten at andelseiere i verdipapirfond ikke er ansvarlig for mer enn det beløpet de har skutt inn i fondet. Departementet foreslås at det tas inn en slik presisering i verdipapirfondloven, jf. pkt. 7.4 nedenfor. Kredittilsynet foreslår for det andre at det bør stilles krav om at andeler i spesialfond bare kan selges etter at det er innhentet råd fra en uavhengig investeringsrådgiver. Departementet vil presisere at det ikke ellers gjelder noe forbud mot salg av eller rådgivning knyttet til egenutstedte finansielle instrumenter eller lignende finansielle produkter. Som det er redegjort for ovenfor, er det ikke nødvendigvis slik at andeler i spesialfond er mer risikable, eller innebærer mindre tilgang til informasjon, enn andre investeringsalternativer. Det er derfor vanskelig å begrunne at investering i spesialfond skal reguleres vesentlig annerledes enn andre typer investeringer på dette punkt. Etter departementets vurdering vil det være lite hensiktsmessig å utforme et slikt krav utelukkende i forhold til andeler i spesialfond. Som nevnt ovenfor, vil markedsføring og salg av andeler i spesialfond være forbeholdt investeringsrådgivere med tillatelse etter verdipapirhandelloven. Forvaltningsselskap som selv forvalter et spesialfond må ha slik tillatelse for å markedsføre/selge andelene til ikke-profesjonelle investorer. På denne bakgrunn legger departementet ikke opp til særregler på dette punkt.

Til tross for at de nye lovreglene om investeringsrådgivning langt på vei vil ivareta de samme hensyn som lå bak Kredittilsynets forslag til investorkategorisering, vil departementet foreslå enkelte særregler som skal gjelde ved investeringsrådgivning knyttet til slike fondsprodukter. I

lys av departementets forslag om å la ikke-profesjonelle investorer få tilgang til spesialfond, foreslås i tillegg enkelte andre innstramninger i forhold til Kredittilsynets opprinnelige lovforslag.

For det første er det viktig å sørge for at alt salg av spesialfond til allmennheten «kanaliseres» gjennom investeringsrådgivere med tillatelse etter verdipapirhandelloven, slik at investor gis et råd (basert på egnethetstesten) om å foreta investeringen før investeringen foretas. Et slikt råd kan enten gis av en uavhengig rådgiver, av en rådgiver som distribuerer det aktuelle fondet eller av forvaltningsselskapet selv. I tillegg åpner verdipapirhandelloven § 10–16 for bruk av tilknyttede agenter. Dersom forvaltningsselskapet selv skal drive rådgivning, må selskapet i tillegg ha konsesjon til å drive aktiv forvaltning, jf. verdipapirfondloven § 2–1 fjerde ledd, og gitt melding om dette til Kredittilsynet, jf. § 2–1 fjerde ledd nr. 1. Når investeringsrådet er innhentet, kan de foretak som nevnes i verdipapirfondloven § 6–8 forestå selve salget av fondsandelen. Det er altså ikke nødvendigvis slik at den som gir rådet skal være samme foretak som selger fondsandelen. De nærmere regler om slike investeringsråd kan gis i forskrift. Det kan bl.a. være aktuelt å gi nærmere regler om hvor spesifikt det aktuelle investeringsrådet må være, og om det skal gjelde en begrensning for hvor lenge et råd kan danne grunnlag for investeringer i hedgefond (en «holdbarhetsdato» for rådet). Det vises til lovforslaget § 6–12 a.

Når det gjelder salg av andeler i spesialfond til profesjonelle investorer (institusjonelle investorer mv.), bør det imidlertid ikke kreves at salget skjer gjennom en investeringsrådgiver. Slike investorer vil presumptivt ha kunnskap og erfaring til å vurdere investeringer i spesialfond uten bruk av en rådgiver. Dersom de bruker en rådgiver, vil imidlertid rådgiveren være fullt ut underlagt de alminnelige virksomhetsreglene som gjelder for rådgivningsvirksomhet overfor profesjonelle investorer, jf. ovenfor. Det sentrale her er altså at både profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer gis adgang til å investere i spesialfond, men slik at ikke-profesjonelle investorer bare kan få gjort slike investeringer gjennom en investeringsrådgiver. Når det gjelder den nærmere avgrensning av hvem som skal regnes som «profesjonelle investorer» i denne sammenheng, foreslår departementet at en også her legger verdipapirforskriftens definisjoner til grunn. Dette innebærer for det første at investorer som oppfyller kriteriene i verdipapirforskriften § 10–2 vil anses å være profesjonelle. I tillegg legges til grunn at investorer som oppfyller de nødvendige kriterier i verdipapirforskriften § 10–4

skal anses som profesjonelle i forhold til denne bestemmelsen.

For det andre er det etter departementets syn avgjørende at investor får tilstrekkelig informasjon om fondet, og om hvilken risiko investering i fondet kan medføre. Kredittilsynets forslag inneholder etter departementets vurdering tilstrekkelige regler når det gjelder informasjon som skal gis i fondets vedtekter, årsregnskap mv og fondets løpende rapportering. I tillegg vil ny verdipapirhandellov gi nye og strenge regler om den informasjon investor vil ha krav på fra investeringsrådgiveren, jf. ny verdipapirhandellov § 10–11 og verdipapirforskriften §§ 10–9 til 10–15. Disse reglene innebærer bl.a. at kunden skal gis detaljerte opplysninger om mulig risiko og kostnader knyttet til den aktuelle investeringen. Slike opplysninger til investor vil imidlertid ikke i seg selv være tilstrekkelig. I tillegg må rådgiveren finne at investeringen faktisk er «egnet» for den aktuelle kunden, jf. ovenfor om egnethetstesten.

Finansdepartementet og Kredittilsynet har i noe tid arbeidet med å stramme inn reglene som gjelder ved salg og markedsføring av sammensatte produkter, jf. senest høringsnotat fra Kredittilsynet av 18. oktober 2007 om endringer i forskrift om sammensatte produkter. Kredittilsynet fastsatte 12. februar 2008 endringer i forskrift 25. september 2006 nr. 1317 om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter. Endringene innebærer blant annet at tilbydere av slike produkter må oppfylle krav i verdipapirforskriften om mulig risiko og kostnader til den aktuelle investeringen, og å vurdere om den aktuelle investeringen er «egnet» for den aktuelle kunden, jf. ovenfor. Departementet mener det kan være hensiktsmessig å stille de samme krav til markedsføring og salg av andeler i spesialfond som til sammensatte produkter.

For det tredje foreslår departementet noe strammere regler for hvilken løpende informasjon forvaltningsselskapet må gi om fondets risiko. Etter Kredittilsynets forslag skal det gis opplysninger i fondets vedtekter som angir strategi, risikorammer og retningslinjer for hvordan risikoen skal styres. Det skal kunne gis en nærmere forskrift om fondets risiko og styring av risiko. Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag på dette punkt. Etter departementets vurdering er dette en helt grunnleggende bestemmelse i reguleringen av spesialfond, ved at man tvinger fondet til å formulere en klar strategi for risiko og risikostyring. Kredittilsynet vil måtte godkjenne vedtektene, og dermed kunne kontrollere at vedtektene er klare nok på dette punktet. Etter departementets syn bør

imidlertid forslaget suppleres med en regel som pålegger fondet å rapportere tilbake til investor om hvor høy risiko fondet faktisk har tatt i rapporteringsperioden. Dette reiser praktiske utfordringer i forhold til hvordan slik risiko skal beskrives og kvantifiseres, men disse er etter departementets vurdering håndterlige og kan reguleres nærmere i forskrift, jf. lovforslaget § 3–3 tredje ledd, § 4–9 a og § 7–3 a. I tillegg bør en slik løpende rapportering sendes i gjenpart til Kredittilsynet og depotmottaker, jf. nedenfor. Det vises til nærmere omtale av informasjonsplikter i kapittel 8 og 9.

For det fjerde legger departementet vekt på å styrke depotmottakers rolle. Etter verdipapirfondloven har depotmottaker to hovedoppgaver: sørge

for betryggende oppbevaring av fondets aktiva (oppbevaringsfunksjonen) og kontrollere at forvaltningsselskapets kjøp av aktiva på vegne av fondet mv. er i samsvar med lov, forskrift og fondets vedtekter (kontrollfunksjonen). Depotmottaker vil være en institusjon under tilsyn (typisk en bank). Kredittilsynet foreslår å styrke depotmottakers kontrollfunksjon overfor spesialfond på visse områder, jf. nærmere omtale nedenfor under punkt 14.4. Departementet slutter seg i hovedsak til Kredittilsynets forslag, og anser at tydeliggjøring og ansvarliggjøring av depotmottakers rolle er en viktig forutsetning for å åpne opp for etablering av spesialfond etter verdipapirfondloven.

7 Anvendelsesområde

7.1 Gjeldende rett

«Verdipapirfond» er definert slik i verdipapirfondloven § 1–2 nr. 1:

«selvstendig formuesmasse oppstått ved kapitalinnskudd fra en ubestemt krets av personer mot utstedelse av andeler i fondet og som for det vesentlige består av finansielle instrumenter og/eller innskudd i henhold til § 4–5 sjette ledd»

Det følger av verdipapirfondloven § 3–2 at bare verdipapirfond kan benytte denne betegnelsen i sitt navn eller ved omtale av sin virksomhet, og det kreves at betegnelsen verdipapirfond skal fremgå av fondets navn. Virksomhet som omfattes av lovens definisjon har konsesjonsplikt, og er underlagt lovens øvrige krav.

Verdipapirfondloven §§ 4–5 siste ledd, 4–6 siste ledd, 4–8 siste ledd, 4–9 siste ledd, 6–7 og 6–9 siste ledd gir Kredittilsynet kompetanse til å gi samtykke til etablering av fond som avviker fra UCITS-regelverket. Begrepet «nasjonale fond» er ikke benyttet i verdipapirfondloven. Begrepet er imidlertid benyttet i forarbeidene. Betegnelsen er en fellesbetegnelse på alle fond som på noen måte har fått tillatelse til å avvike fra enkelte bestemmelser i loven.

7.2 Kredittilsynets høringsnotat

Kredittilsynet foreslår å innføre begrepet «spesialfond». Begrepet foreslås definert som »[v]erdipapirfond opprettet i medhold av kapittel 10 for profesjonelle investorer», jf. utkastet § 1–2 nr. 7. Det innebærer at fond som i dag betegnes som «nasjonale fond», ikke omfattes av begrepet.

Forslaget innebærer at reguleringen av spesialfond bygger på reguleringen for verdipapirfond, slik at utgangspunktet er at verdipapirfondlovens bestemmelser får anvendelse for spesialfond, med mindre noe annet fremgår av loven.

Etter Kredittilsynets forslag skal også «private equity»-fond kunne organisere seg som spesialfond. Det engelske begrepet private equity brukes i stor grad som samlebegrep for fond som involve-

rer seg i oppstartsvirksomheter (venture- og såkornkapital) og mer moden virksomhet (oppkjøp (buyout)). Fondene kan ha en definert kapitalramme som skal ligge fast over tid, eller de kan være åpne for nye kapitalinnskudd. Når ventureforetaket investerer i tidlige stadier av foretaks utvikling, og fondet er lukket for supplerende kapitalinnskudd, må det reserveres midler for oppfølgingsinvesteringer i de påfølgende stadier. Alternativt må det være muligheter til å utvide fondets kapitalramme. De store ventureforetakene er normalt organisert slik at fondsdeltakerne kommitterer en definert kapitalramme som kalles inn ved behov, mens porteføljeinvesteringene realiseres innen et på forhånd fastsatt tidsrom.

I Kredittilsynets lovforslag er denne type spesialfond definert som

«[s]pesialfond som har som eneneste formål å plassere midler i foretak som er i en tidlig fase av sin utvikling, med det formål å være med å utvikle foretaket over en periode for deretter å selge seg ut».

I denne sammenheng skriver Kredittilsynet følgende på side 30 i høringsnotatet:

«De praktiske vanskeligheter ved aksjeselskapsformen som alternativ til verdipapirfond som det vises til i den ovenfor siterte Ot.prp. nr. 68 (1993–94), er blant annet følgende:

- Potensielle investorer må i utgangspunktet være med å stifte aksjeselskapet og stifterne må fra stiftelsen ha en plan for selskapets levetid. I og med at det ikke kan etableres «open ended» aksjeselskap i Norge, må selskapet benytte kapitalforhøyelser og kapitalnedsettelse, i samsvar med (allmenn)aksjelovens regler, for å kunne foreta nytegninger og innløsninger tilsvarende som i verdipapirfondloven. Dette er omstendelig.
- Kapitalnedsettelse kan være problematiske i forhold til at kapitalen er nødvendig i selskapet, for eksempel i et selskap/«private equity»-fond som er etablert for å utvikle selskapet til det er klart for børsnotering, for salg mv.
- Aksjer i unoterte investeringsaksjeselskaper vil normalt være lite likvide. Det er dermed mer omstendelig å omsette en slik

aksje enn å innløse en andel og dermed vanskeligere å komme seg ut av en investering i et aksjeselskap enn i et verdipapirfond. Dersom selskapet tilbyr en form for medvirkning for å finne kjøper til aksjen, skal det ikke mye til før selskapet må ha konsesjon som verdipapirforetak etter verdipapirhandelloven.

- Aksjonærer i et aksjeselskap kan ha problem med å sikre seg tilstrekkelig løpende informasjon under selskapets levetid. Dette i motsetning til et verdipapirfond, hvor andelseierne skal ha informasjon løpende. Potensielle stiftere av et aksjeselskap må dermed sørge for å sikre seg rett til informasjon ved at dette nedfelles i avtaleform når selskapet stiftes.

Disse praktiske vanskelighetene aksjonærer i investeringsaksjeselskaper/«private equity»-fond har, gjør at det er behov for å kunne gjøre de plasseringer som i dag gjøres i denne type selskaper i verdipapirfond regulert under verdipapirfondloven. Loven tilbyr et ferdig utarbeidet regelverk som skal ivareta andelseiernes interesser blant annet når det gjelder tegning og innløsning av andeler, lukking av fond (lukket inngang og utgang) og informasjonskrav. Man får dermed et allerede utarbeidet standardisert sett av regler som vil gjelde for alle fond som etableres under verdipapirfondloven. I tillegg er det opprettet et særskilt regulerende og kontrollerende organ, Kredittilsynet. Dette lovsystem med særskilt selskapsregulering og tilsyn innebærer at en rekke forhold som ellers løses sivilrettslig mellom partene, aksjonær – selskap, her løses gjennom et regulerende og håndhevende myndighetsorgan. Myndighetsorganet skal bidra til at andelseierne behandles likt med hensyn til informasjon og andre rettsgoder. Således gis aktørene en ramme omkring sin virksomhet med formodentlig større fleksibilitet og prosessøkonomisk større forutsigbarhet enn hva det alminnelige selskapsrettslige system isolert gir. Det må antas at ønsket fra en rekke aktører om å få adgang til å organisere alternative investeringer under fondsreguleringen er et uttrykk for at denne løsningen gir bedre betingelser for å utvikle disse markedene.»

Kredittilsynet foreslår på enkelte punkter særregulering av slike fond i verdipapirfondloven.

7.3 Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har innvendinger mot Kredittilsynets forslag om at reguleringen av spesialfond skal bygge på verdipapirfondlovens system.

Enkelte høringsinstanser reiser spørsmål ved om slike spesialfond også bør kunne organiseres på annen måte enn som verdipapirfond.

Norges Fondsmeglerforbund skriver i pkt. 2 i sin høringsuttalelse at

«Gitt at kravet til profesjonalitet (finansformue samt minstetegning) opprettholdes bør det åpnes for en annen form for organisering, slik at man i større grad åpner for muligheten til å forvalte spesialfond uten å være underlagt [verdipapirfondloven], men i stedet være underlagt aksjeselskapsloven/verdipapirhandelloven.

Etter vår oppfatning bør det vurderes hvorvidt det bør gis en valgmulighet, slik at en formuesmasse som er organisert på samme måte som et fond med kapitalinnskudd fra en «ubestemt» krets av investorer, enten må følge reglene i [verdipapirhandelloven] eller reglene i aksjeloven med tilleggskrav om at det aktuelle aksjeselskapet må inngå forvaltningsavtale med en aktør som har konsesjon for å drive aktiv forvaltning. Det kan eventuelt også stilles krav om at aksjeselskaper må inngå avtale med depotmottaker på linje med de krav som stilles til verdipapirfond.»

Næringslivets Hovedorganisasjon skriver i sin høringsuttalelse at

«Vi forutsetter imidlertid at de foreslåtte endringer ikke innebærer noen plikt til å legge dagens virksomhet som drives i medhold av selskapslovgivningen inn under verdipapirfondsløvgivningen eller verdipapirhandellovgivningen for øvrig. Den grunnleggende forskjell på investeringsvirksomhet etablert og drevet med utgangspunkt i selskapslovgivningen og verdipapirfondsløvgivningen, er at formuesmassen i henhold til selskapslovgivningen normalt vil være et eget rettssubjekt (og skattesubjekt), mens formuesmassen i et verdipapirfond ikke har en slik status. Organisering som verdipapirfond kan som beskrevet i høringsnotatet innebære forenklinger med hensyn til innskudd og utbetalinger fra eierne av formuesmassen. På den annen side vil organisering som verdipapirfond normalt innebære økte løpende administrasjonskostnader enn selskapsorganisering.»

WarrenWicklund kapitalforvaltning ASA skriver i denne sammenheng følgende i sin høringsuttalelse:

«En problemstilling vi mener høringsutkastet ikke har adressert tilstrekkelig, er at forvaltning av hedgefond og venturefond skal skje gjennom forvaltningsselskaper med konsesjon til forvaltning av verdipapirfond. Både i Norge og internasjonalt, er det i større grad selskaper

som driver aktiv forvaltning som forestår forvaltning av hedgefond og det må antas at det i første rekke er i disse selskapene spesialkompetansen som behøves for å forvalte spesialfond i stor grad finnes. Det synes å være lagt opp til at man for å kunne forvalte et norsk spesialfond, må ha konsesjon til forvaltning av verdipapirfond i tillegg til aktiv forvaltningskonsesjon. I Norge er det nå åpnet for at forvaltningselskaper kan søke om å drive aktiv forvaltning under konsesjon for forvaltning av verdipapirfond, mens det «motsatte» ikke er tilfelle. I samband med endringer i lov og forskrifter på basis av høringsutkastet, er det ikke åpnet for at selskaper med aktiv forvaltningskonsesjon, kan søke om å få etablere og drive verdipapirfond, noe som vil være nødvendig for disse selskapene under det foreslåtte regimet. Slik adgang gis i mange andre jurisdiksjoner, men skjer i samband med at verdipapirforetaket med konsesjon til aktiv forvaltning, kjøper tjenester fra en administrator, en funksjon vi oppfatter vil ligge hos et forvaltningsselskap for spesialfond, men som i andre jurisdiksjoner ligger langt nærmere de tjenester vi oppfatter skal utføres av depotmottaker. Vi mener dette er nok et moment som bør gås nærmere etter i sømmene når man velger endelig infrastruktur og rollefordelinger mellom aktørene i regimet for spesialfond.»

Når det gjelder Kredittilsynets forslag om at «private equity»-virksomhet skal kunne organisere seg som spesialfond, er høringsinstansene delt. Enkelte høringsinstanser støtter Kredittilsynets forslag. NHO uttaler bl.a.:

«I den grad etablering av venturefond under verdipapirfondslovgivningen kan bidra til å øke tilgangen på venturekapital og «private equity»-kapital i Norge, ser NHO det som svært positivt. Det er imidlertid viktig at regelverket tilpasses slik at selskapene det investeres i også kan få den tilførsel av kunnskaper og kompetanse som kjennetegner dagens venturevirksomhet.»

FNH, NOS Clearing ASA og Norske Finansanalytikeres Forening gir uttrykk for tilsvarende synspunkter.

Det klare flertall av høringsinstansene er imidlertid kritiske til forslaget om at definisjonen spesialfond skal omfatte «private equity»-fond. *Norsk Venturekapitalforening* uttaler bl.a.:

«Norsk Venture er åpne for at private equity bransjen underlegges offentlig regulering. En forutsetning er imidlertid at rammelovgivningen er tipasset private equity selskaperenes forretningsmodell. Det er avgjørende at de admi-

nistrative og kostnadmessige konsekvensene er overkommelige for små miljøer med få ansatte. En annen forutsetning er at reguleringen er i samsvar med et europeisk regime. [...]

[N]orske rådgivningsmiljøer [har] forsøkt å tilpasse sin virksomhet slik at den ikke krever konsesjon etter verdipapirhandelloven. Bakgrunnen er ikke at aktørene søker å unngå å bli underlagt preseptorisk adferdsregulering, men at den norske verdipapirhandelloven slik [den er] utformet i dag, på enkelte områder strider mot private equity bransjens forretningsmodell.»

Innovation Norway slutter seg til hovedinnholdet i høringsuttalelsen til Norsk Venturekapitalforening.

Nærings- og handelsdepartementet anser at verdipapirfondloven ikke bør omfatte venturefond gjennom å la spesialfond omfatte denne kategorien. NHD skriver følgende i denne sammenheng:

«Vi gjør allikevel oppmerksom på at innføringen av EUs ISD 2 (investment services directive)/MiFID direktiv vil medføre konsesjonsplikt for såkorn- og ventureselskaper og ber om at forslaget, når det gjelder såkorn-/venturefond, utsettes til et nytt ISD direktiv er på plass, eller at regelverket ikke gjøres tvungent for såkorn/venturefond.

[...] Venture- og såkornfond spiller en viktig rolle i utviklingen av nye vekstbedrifter, og deres forretningsmodell ser ikke ut til å være tilstrekkelig hensyntatt i forslaget. Vi vil i den forbindelse peke på mulige negative konsekvenser knyttet til blant annet forvaltningsselskapers mulighet til å sitte i porteføljebedrifters styrer, muligheten for trinnsvis innbetaling av kommitert kapital og spørsmålet om garantiforpliktelser. Vi vil og påpeke at forslaget om arbeidsoppgaver for depotmottaker vil være fordyrende for bransjen.»

Oslo Børs er også kritiske til at definisjonen av spesialfond skal omfatte «private equity»-fond. Oslo Børs skriver følgende i denne sammenheng:

«Reguleringen av venturefond foreslås å avvike fra spesialfond på to punkter; unntak fra vpfl. § 4–9 første ledd nr. 1 jf. ny § 1–5 tredje ledd og mindre hyppig beregning og kunngjøring av andelsverdi (hver 6. måned mot hver måned i spesialfond) jf. ny § 6–1 tredje ledd.

Oslo Børs finner videre definisjonen av venture fond uklar. Hva er for eksempel «tidlig fase»? Kan et selskap sies å være i tidlig fase selv om det har eksistert i mange år, dersom det for eksempel ved hjelp av et venturefond forberedes for børsnotering?

Etter børsens oppfatning, og det er vårt inntrykk at markedsaktørene oppfatter det på samme måte, er det unødvendig å skille mellom venturefond og spesialfond. De regler som er foreslått spesielt for venturefond bør gjelde alle spesialfond.»

Verdipapirfondenes forening har ikke innvendinger til forslaget om at også venturefond skal reguleres av verdipapirfondloven, men anser at unntakene fra lovens bestemmelser burde utvides til å omfatte alle spesialfond. Foreningen uttaler følgende i denne sammenheng:

«Så vidt vi kan se er det kun i to sammenhenger at denne legaldefinisjonen av «venturefond» får betydning: For det første foreslår Kredittilsynet at kun «venturefond» skal kunne eie mer enn 10 prosent av et selskap, jf. forslag til ny § 4–9 annet ledd. Videre foreslås det at «venturefond» minimum hver sjette måned skal beregne andelsverdien, kunngjøre denne og få beregningen godkjent av en uavhengig tredjepart, jf. forslaget til § 6–1 nytt tredje, fjerde og femte ledd. For øvrige spesialfond kreves dette gjort minimum hver måned.

Vi er kritiske til at øvrige spesialfond på de to nevnte områdene skal reguleres forskjellig fra «venturefond».

Advokatfirmaet *Thommessen* anser at regulering av «private equity»-fond i verdipapirfondloven bare kan skje dersom loven tilpasses ytterligere. Firmaet skriver følgende i denne sammenheng:

«Verdipapirfondslovgivningen er generelt ikke tilpasset private equity og venture virksomhet. Det skal ikke av den grunn utelukkes at det kan være av interesse for bransjen å gis tilgang til ytterligere en struktur for etablering av denne type virksomhet. Det er imidlertid viktig at dette da blir et alternativ til de strukturer som i dag benyttes, og slik at det klargjøres at det bare er der virksomheten er organisert som spesialfond at verdipapirfondloven (vpfl.) får anvendelse. [...]

Det er i forslaget gjort noen tilpasninger for venturefond sammenlignet med andre spesialfond, nærmere bestemt hvor ofte andelsverdi skal beregnes og anvendelsen av vpfl. § 4–9. Et venturefond som organiserer seg under verdipapirfondloven vil imidlertid etter forslaget fortsatt være underlagt en rekke bestemmelser som er u hensiktsmessige. Dette gjelder blant annet:

- a) Begrensninger på trinnvis innbetaling. [...]
- b) Begrensninger i investeringsadgangen. [...]
- c) Forbudet mot garanti- og kausjonsforpliktelser. [...]

- d) Beregningen av andelsverdier. [...]
- e) Begrensninger på at forvalter også driver annen type virksomhet. [...]
- f) Forbud mot deltakelse i investeringsbeslutninger vedrørende selskaper hvor man er involvert i ledelsen. [...]
- g) Begrensningen til profesjonelle investorer. [...]

Advokatfirmaet *Wikborg Rein* anser også at slike fond fremdeles bør kunne organiseres som i dag, og ønsker en presisering av at verdipapirfondloven ikke blir bindende for slik virksomhet. Selskapet skriver følgende på dette punkt:

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

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

Vi har imidlertid oppfattet dagens rettstilstand slik at verdipapirfondloven er preseptorisk, i den forstand at dersom et investerings-selskap anses reelt sett å ha et verdipapirfonds karakteristika, så forutsettes det at selskapets organiseres under vpfl. og i samsvar med denne lovens restriksjoner.

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

Argentum Fondsinvesteringer AS anser at spesialfond ikke bør omfatte «private equity»-fond. Selskapet skriver i sin høringsuttalelse at

«Private equity fond (norske og utenlandske) har tradisjonelt ikke vært omfattet av Verdipapirfondloven. [...]

[...] Verdipapirfondloven [er] ikke en egnet lov for regulering av private equity fond. Vi viser her til følgende ikke uttømmende momenter:

(i) Verdipapirfondloven er utformet for å investere i omsettelige finansielle instrumenter. Det må være et fungerende marked for de finansielle instrumenter verdipapirfondet investerer i, jf. Verdipapirfondloven kapittel 4.

(ii) [...] Internasjonalt organiseres private equity fond i de fleste tilfeller som «limited partnership» (tilsvarende norsk komandittselskap). [...] «Limited partnership» modellen gir tilstrekkelig fleksibilitet for å etablere den struktur som er ønskelig i et private equity fond. Det er mulig å kreve innbetalt investorenes kommitteringer i transjer når behovet tilsier det. Dette sikrer også at investorene ikke får

redusert sin avkastning ved at private equity fondet har store kontantbeholdninger i banken. «Limited partnership» strukturen gir også mulighet til å tilbakebetale kapital til investorene på et hvilket som helst tidspunkt og uavhengig av fastsettelsen av årsregnskaper. [...]

(iii) Verdipapirfondloven har regler om andelseiernes adgang til å innløse andeler. I private equity fond vil det normalt ikke forekomme innløsningsadgang. Bakgrunnen for dette er at private equity foretar langsiktige investeringer som i en periode ikke vil være omsettelige. Innløsningsadgang forutsetter at verdipapirfondet har kontanter. Dette vil et private equity fond normalt ikke ha. En innløsningsadgang vil medføre at fondet i så fall må selge en eller flere av sine investeringer for å kunne innløse investoren, noe som tidvis ikke vil være mulig eller forsvarlig. Slik vil en innløsningsadgang være i strid med grunnleggende prinsipper for regulering av private equity fond. [...]

(iv) I et verdipapirfond innbetaler andelseierne hele beløpet som skal investeres på ett og samme tidspunkt. I et private equity fond vil investorene forplikte seg til å investere i transjer. Investorene innbetaler det investerte beløp på de tidspunkter private equity fondet har behov for kapitalen, det vil si på tidspunktet det foretas investeringer. Verdipapirfondloven har ikke et system for innbetaling av kapital i transjer. For det tilfelle at det skal kunne etableres private equity fond innenfor rammene av Verdipapirfondloven må det vedtas endringer i loven som gjør det mulig å innbetale kapitalen i transjer. Reglene må i så fall utformes slik at verdipapirfondet som juridisk enhet kan gå til domstolene og få rettskraftig dom for kommitert men ikke innbetalt kapital.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til Kredittilsynets forslag på dette punkt.

7.4 Departementets vurdering

Finansdepartementet slutter seg til Kredittilsynets vurdering om at det bør innføres en ny fondskategori benevnt «spesialfond», jf. lovforslaget § 1–1 nytt annet ledd. Spesialfond vil være en underkategori av verdipapirfond.

Det følger av gjeldende rett at andelseiere i et verdipapirfond bare hefter for sitt innskudd. Dette vil også gjelde spesialfond, som er en særskilt gruppe verdipapirfond. Etter departementets syn er det hensiktsmessig å presisere dette begrensede ansvaret i loven, bl.a. i lys av at spesialfond

etter lovforslaget vil få adgang til å påta seg låneforpliktelser og inngå derivatavtaler utover det som følger av gjeldende regelverk. Etter omstendighetene vil denne fleksibiliteten for spesialfond i prinsippet kunne medføre at fondet pådrar seg forpliktelser som overstiger dets aktiva, noe som vil aktualisere den praktiske betydningen av andelseiernes begrensede ansvar. Det vises til nærmere omtale i spesialmerknadene til forslaget til endring av § 1–2 første ledd.

Ovennevnte problemstilling knytter seg til alle kategorier verdipapirfond. Etter departementets vurdering er det imidlertid grunn til å innføre et begrepsmessig skille mellom alminnelige verdipapirfond og spesialfond. Innføringen av begrepet spesialfond springer ut av behovet for å tydeliggjøre at det er tale om fond som på viktige punkter avviker fra det alminnelige regelverket for verdipapirfond. Ved å innføre et begrepsmessig skille, og kreve at fondene bruker korrekt betegnelse, legges et viktig fundament for investorenes mulighet til å orientere seg i fondsmarkedet. Dette må ses i sammenheng med vektleggingen av informasjonskrav som regulatorisk virkemiddel, se kapittel 8 og 9.

Det skal dermed fremgå av fondets vedtekter og navn at det er tale om et spesialfond, jf. lovforslaget § 3–2.

Et særlig spørsmål er om definisjonen av spesialfond bør utformes slik at den omfatter «private equity»-virksomhet. Departementet finner grunn til å presisere at problemstillingen er om «private equity»-virksomhet skal gis mulighet til å drives som en fondsbasert konstruksjon etter verdipapirfondloven. Drøftelsen berører ikke adgangen til å organisere slik virksomhet etter den alminnelige selskapslovgivningen.

Verdipapirfondloven representerer en alternativ regulering av visse kollektive investeringer i forhold til selskapslovgivningen. Verdipapirfondloven springer ut fra et behov for å regulere samfunnsnyttige kollektive investeringer hvor selskapslovgivningen m.v. ikke anses som tilfredsstillende. Bakgrunnen for loven var i sin tid den sterke fremveksten av foretak som gjorde det til næring å hente inn midler fra allmennheten og plassere pengene kollektivt i verdipapirer, jf. Ot.prp. nr. 74 (1969–1970) side 3.

Verdipapirfond henvender seg til en ubestemt krets av personer og skal som utgangspunkt være åpne for tegning av andeler på alle dager børser som er relevante for fondet er åpne for handel, jf. verdipapirfondloven §§ 1–2 første ledd nr. 1 og 6–7 første punktum. Andelseierne har også som utgangspunkt når som helst rett til å få innløst sine

andeler i kontanter, jf. § 6–9 første punktum. Det kjennetegner således verdipapirfond at de er åpne og likvide strukturer, og således et nærliggende alternativ til banksparing for forbrukere og mindre profesjonelle investorer som har behov for høy likviditet på sine investeringer.

«Private equity»-virksomhet er vanligvis organisert som aksjeselskaper eller kommandittselskaper. I enkelte tilfeller er de også organisert som indre selskaper. «Private equity»-fond etablert i utlandet er ofte organisert som «limited partnership». Denne selskapsformen svarer i store trekk til kommandittselskap. Valg av organisasjonsform kan bl.a. påvirke mulighetene for å trekke til seg institusjonelle investorer.

Ved etablering av «private equity»-fond, vil man normalt ikke henvende seg til en ubestemt krets av personer, men til en avgrenset og kjent krets av profesjonelle investorer. Det er vanlig at investeringene bindes fra fem til tolv år. I bindingsperioden kan investorene ikke kreve å få realisert investeringene sine. Fondene er normalt heller ikke åpne for tegning av aksjer eller selskapsandeler i denne perioden. Ved behov vil det bli foretatt rettede emisjoner for å hente inn mer egenkapital fra de eksisterende eierne, eller kalt inn mer kapital i henhold til avtalte kommitteringer. Denne kapitalstrukturen er tilpasset forretningskonseptet.

Som nevnt ovenfor kjennetegnes «private equity»-virksomhet av den forretningskompetanse som tilbys porteføljeselskapene i kombinasjon med de finansielle investeringene. Når det gjelder slik virksomhets forhold til rådgivningsbestemmelsene i verdipapirhandelloven, vises til omtale i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) punkt 5.5. Som hovedregel bidrar slike fond med aktiv deltakelse i det enkelte porteføljeselskap både i form av styreverv og konsulenttjenester. Siktemålet er å utvikle selskaper i ulike faser gjennom aktivt eierskap. Der som det lykkes å bringe selskapet videre til en ny

fase, realiseres gevinsten denne utviklingen generer. Dette forretningskonseptet forutsetter langsiktighet og ro rundt investeringene. Trygghet rundt den finansielle siden er nødvendig for å få og holde fokus på driften av porteføljeselskapene. En rett for investorene til å kunne tre ut av fondet, vil her virke forstyrrende. I tillegg vil det medføre en betydelig økning i kostnadene fordi fondet må plassere en del av innskuddene i likvide midler.

Den alminnelige selskapslovgivningen, og da særlig selskapslovens regler om kommandittselskaper, synes relativt godt tilpasset næringens behov og gir en adekvat ramme for denne type virksomhet. At investeringer i «private equity»-fond etter sin art ikke vil kunne være særlig likvide, taler for at det er lite behov for å åpne for at denne virksomheten kan etableres med hjemmel i verdipapirfondloven. Dersom verdipapirfondloven skal kunne utgjøre et reelt alternativ til selskapslovgivningen, må det gjøres omfattende unntak fra loven også ut over det grunnleggende utgangspunktet om at verdipapirfond er en åpen og likvid kapitalstruktur. Fordi «private equity»-fond neppe vil etablere noen omfattende innløsningsadgang, svikter mye av begrunnelsen for eventuelt å underlegge dem krav om å ha depotmottaker i henhold til verdipapirfondloven kapittel 5. Slike fond kan ikke underlegges kravene til likvid plassering i § 4–6, kravet om risikospredning i § 4–8 og begrensninger med hensyn til hvor stor del av andelen eller aksjene i et porteføljeselskap fondet kan eie, jf. § 4–9. Resultatet blir dermed at slike fond ikke har behov for å kunne operere med en åpen kapitalstruktur, samtidig som de heller ikke kan underlegge seg fundamentale regler om investorbeskyttelse i verdipapirfondloven kapittel 4.

Departementet er på denne bakgrunn kommet til at det ikke er grunn til å etablere spesialfond som en alternativ organiseringsform for «private equity»-virksomhet.

8 Krav til prospekt

8.1 Gjeldende rett

Forvaltningsselskapet skal påse at det utarbeides fullstendig og forenklet prospekt for hvert verdipapirfond det forvalter, jf. verdipapirfondloven § 7–2 første punktum. Det er et grunnleggende krav at prospektene inneholder slik informasjon at en gjennomsnittlig investor skal kunne foreta en bedømmelse av fondet og risikoen forbundet med investering i fondet. Det fullstendige prospektet skal inneholde en tydelig og lettfattelig forklaring av fondets risikoprofil. Visse minstekrav til innholdet er listet opp i verdipapirfondloven § 7–2 annet ledd annet punktum nr. 1 til 7 og tredje ledd.

Forenklet prospekt skal tilbys andelstegner kostnadsfritt før kontraktsinngåelse, og fullstendig prospekt skal på forespørsel kostnadsfritt utleveres til andelstegner før kontraktsinngåelse. Prospektene skal være allment tilgjengelig hos forvaltningsselskapet, depotmottaker og foretak som nevnt i verdipapirfondloven § 6–8, dvs. foretak som kan forestå salg av verdipapirfondsandeler. Prospektene skal oppdateres dersom det skjer endringer av betydning for andelstegnere og andelseiere.

I medhold av verdipapirfondloven § 7–2 femte ledd, er det fastsatt nærmere krav til prospektene i forskrift 28. juli 1994 nr. 750 om prospekt for verdipapirfond med senere endringer.

Opplysningsplikt for fond med særskilt plasseringsstrategi og lukkede fond mv. er fastsatt i verdipapirfondloven § 7–3.

Verdipapirfond som har samtykke til å fravike lovens alminnelige plasseringsbestemmelser etter § 4–5 åttende ledd, § 4–6 femte ledd, § 4–8 tiende ledd eller § 4–9 fjerde ledd eller som kan plassere kapitalinnskudd i finansielle instrumenter omfattet av forskrift fastsatt i medhold av § 4–5 første ledd nr. 6, skal i fondets vedtekter og prospekt betegnes som verdipapirfond med særskilt plasseringsstrategi. Prospektet skal presisere de avvik som er gjort fra lovens alminnelige plasseringsbestemmelser.

Verdipapirfond som har samtykke til å utstede andeler i en begrenset tidsperiode etter § 6–7 annet punktum skal i fondets vedtekter og pro-

spekt betegnes som verdipapirfond med lukket inngang. Verdipapirfond som har samtykke til å innløse andeler i en begrenset tidsperiode etter § 6–9 åttende ledd skal i fondets vedtekter og prospekt betegnes som verdipapirfond med lukket utgang. Verdipapirfond som har samtykke både etter § 6–7 annet punktum og etter § 6–9 åttende ledd skal i fondets vedtekter og prospekt betegnes som lukket verdipapirfond. I prospektet skal det redegjøres særskilt for ordningen med begrenset tegnings- og/eller innløsningsperiode. Det skal minst opplyses om tegnings- og/eller innløsningsperioden, hva som er formålet med ordningen og hva ordningen innebærer for andelseierne.

Verdipapirfond som i samsvar med § 3–3 første ledd nr. 18 har vedtektsfastsatte begrensninger med hensyn til hvem som kan tegne andeler i fondet skal i fondets vedtekter og prospekt betegnes som verdipapirfond med begrenset krets av innskytere. I prospektet skal det redegjøres særskilt for begrensningen. Det skal minst opplyses hva som er formålet med begrensningen og hvem som kan tegne andeler i fondet.

I verdipapirfondloven § 7–4 er det stilt krav om at opplysninger og informasjon til investorer og myndigheter skal gis på norsk, med mindre noe annet er bestemt i forskrift eller enkeltvedtak.

8.2 Kredittilsynets høringsnotat

Kredittilsynet foreslår ingen endringer i verdipapirfondloven § 7–2 om fullstendig og forenklet prospekt. Kredittilsynet foreslår imidlertid et nytt fjerde ledd i § 7–3 om krav til opplysninger i vedtektene og prospektet om lukking og eventuelle begrensninger med hensyn til hvem som kan tegne andeler i fondet.

8.3 Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har merknader på dette punkt.

8.4 Departementets vurdering

Kredittilsynet er kommet til at det ikke er behov for å gjøre andre endringer i verdipapirfondloven kapittel 7 enn forslaget til nytt fjerde ledd i § 7–3 om krav til opplysninger i vedtektene og prospektet om lukking og eventuelle begrensninger med hensyn til hvem som kan tegne andeler i fondet. Dette innebærer at vernet av andelstegnernes og andelseiernes interesse i å få informasjon gjennom prospektet legges på samme nivå som for alminnelige verdipapirfond. Ingen høringsinstanser har kommet med innvendinger mot dette.

Departementet slutter seg til Kredittilsynets vurdering og konklusjon på dette punkt. Dette innebærer at de særlige informasjonsbehov investor har forut for investeringer i spesialfond, vil ivaretas gjennom kravene til spesialfonds vedtekter, se nedenfor kapittel 9. Vedtektene skal tas inn i det fullstendige prospektet, jf. verdipapirfondloven § 7–2 annet ledd nr. 2.

Når det gjelder krav til opplysninger som skal framgå av fondets forenklete prospekt vil regelverket bli gjennomgått i en forestående endring av prospektforskriften etter EU-kommisjonens anbefaling 2004/384/EF om enkelte opplysninger som skal framgå av forenklet prospekt.

9 Krav til vedtektene for spesialfond

9.1 Gjeldende rett

Verdipapirfondloven § 3–3 stiller krav til hvilke opplysninger som skal framgå av vedtektene til et verdipapirfond. Bestemmelsen lyder som følger:

§ 3–3. Vedtektenes innhold

Et verdipapirfond skal ha vedtekter som angir:

1. verdipapirfondets og forvaltningsselskaps navn,
2. depotmottakerens navn,
3. hvorledes registreringen av andelseierne skal foregå, dersom andelsbevis ikke skal utstedes til alle andelseiere,
4. retningslinjer for plassering av verdipapirfonds midler, herunder hvorvidt midler kan plasseres i utenlandske verdipapirer, opsjoner eller terminer, og om og i så fall hvordan fondets midler i henhold til samtykke kan fravike lovens alminnelige plasseringsbestemmelser,
5. hvorvidt det skal utdeles utbytte, prinsippene for utbyttedelingen, og om det skal være adgang til utdeling av salgsgevinster,
6. grunnlaget for beregningen av verdien av andelen,
7. grunnlaget for beregningen av det tillegg til og det fradrag i verdien av andelen som kan fastsettes ved salg og innløsning av andeler,
8. grunnlaget for beregningen av den godtgjørelse som forvaltningsselskapet og depotmottakeren kan belaste verdipapirfondet,
9. om forvaltningsselskapet skal ha godtgjørelse fra andelseierne, og i så fall hvordan denne godtgjørelsen skal beregnes og fordeles mellom andelseierne,
10. hvorledes andeler skal selges og innløses,
11. når og hvorledes salgs- og innløsningskursen på andeler skal kunngjøres,
12. hvorledes rapporter, årsregnskap og årsberetning for fondet skal kunngjøres dersom de ikke skal sendes andelseierne,
13. reglene for andelseiernes valg av styremedlemmer i forvaltningsselskapet, jf. § 2–6 annet og tredje ledd,
14. regler for eventuell utdeling av midler fra fondet til frivillige organisasjoner, jf. § 4–10

første ledd nr. 4, herunder opplysninger om hvem som skal tilgodeses ved utdelingen, hvor stor andel av fondets midler som skal deles ut til andre enn andelseiere, hvordan størrelsen på utdelingen skal beregnes, samt hvilken betydning slik utdeling vil ha for beregningen av den løpende innløsningsverdi på andelene,

15. om fondet kan låne ut finansielle instrumenter, jf. § 4–12,
16. formkrav som skal følges ved innløsning av andeler i fondet, herunder overfor hvem innløsningskrav kan framsettes med rettslig bindende virkning, jf. § 6–9 annet ledd,
17. innenfor hvilket tidspunkt på dagen innløsningskrav må ha kommet inn til forvaltningsselskapet for å få samme dags innløsningskurs,
18. om fondet skal motta kapitalinnskudd fra allmennheten eller om det er begrensninger med hensyn til hvem som kan tegne andeler i fondet og i så fall nærmere bestemmelser om begrensningen og
19. eventuell tidsbegrensning av adgangen til å utstede eller innløse andeler.

Vedtektene skal fastsettes av styret i det forvaltningsselskapet som skal forvalte fondet. Før det kan selges andeler i eller foretas investeringer for fondet, må vedtektene være stadfestet av Kredittilsynet, jf. verdipapirfondloven § 3–4 første ledd. Kredittilsynet skal påse at vedtektene gir de opplysningene som kreves i § 3–3 og at de for øvrig er i samsvar med lov.

Beslutning om endring av vedtektene er bare gyldig dersom et flertall av de styremedlemmene som er valgt av andelseierne har stemt for den. Enhver endring av vedtektene må godkjennes av Kredittilsynet. Slik godkjenning kan bare gis når endringen antas å være i andelseiernes interesse, jf. verdipapirfondloven § 3–4 annet ledd. Endringer skal kunngjøres, og trer først i kraft tre uker etter at de er kunngjort.

Opplysninger om vedtektenes innhold skal tas inn i fullstendig prospekt, jf. verdipapirfondloven § 7–2 annet ledd nr. 2.

9.2 Kredittilsynets høringsnotat

Kredittilsynet har foreslått at kravene til opplysningene som skal fremgå av fondets vedtekter skal skjerpes noe for spesialfond.

For det første foreslås det at det skal framgå av vedtektene at det er tale om et spesialfond.

For det andre foreslås det at vedtektene skal gi opplysning om fondets investeringsmandat, retningslinjer for plassering, risikorammer og retningslinjer for risikostyring. Kredittilsynet skriver blant annet følgende i denne sammenheng, jf. høringsnotatet side 95:

«Fordi det er foreslått at lovens alminnelige plasseringsbestemmelser i stor grad ikke skal gjelde for spesialfond og fordi opplysninger om et spesialfonds styring av risiko er sentral informasjon og bør inntas i fondets vedtekter, har Kredittilsynet foreslått at det som erstatning for lovens alminnelige plasseringsbestemmelser må angis strategi, risikorammer og retningslinjer for hvordan risikoen skal styres. Det vises til punkt 7.4.5 og foreslått vpfl. § 3–3 nr. 4, jf. § 10–4 nr. 2. Strategi vil blant annet omfatte investeringsområde og strategi for å oppnå fondets målsetting.»

I og med at det er foreslått at lovens alminnelige plasseringsbestemmelser i stor grad ikke skal gjelde for spesialfond, blir kravet om at det skal opplyses om hvorvidt og hvordan fondet fraviker lovens alminnelige plasseringsbestemmelser i verdipapirfondloven § 3–3 nr. 4, ikke aktuell for spesialfond, ifølge Kredittilsynet.

Kredittilsynet peker på at det kan være hensiktsmessig at informasjonen i et visst monn kreves standardisert, slik at det blir lettere for potensielle investorer å sammenlikne ulike fond. Kredittilsynet vil vurdere behovet for å gi retningslinjer for spesialfonds vedtekter etter at lovendringene har trådt i kraft.

For det tredje foreslås at grunnlaget for beregning av verdien av andelene skal fremgå av vedtektene.

For det fjerde foreslår Kredittilsynet at det skal fremgå av vedtektene at kun profesjonelle investorer kan kjøpe andeler i fondet. Etter Kredittilsynets vurdering, må den foreslåtte definisjonen av profesjonelle investorer derfor inntas i vedtektene som «nærmere bestemmelser om begrensningen».

For det femte foreslår Kredittilsynet at krav til opplysning for fond med særskilt plasseringsstrategi, jf. vpfl. § 7–3 første ledd, ikke skal gjelde for spesialfond. Dette fordi spesialfond er foreslått unntatt fra en rekke plasseringsregler, og foreslås pålagt i vedtektene å informere om investerings-

mandat og retningslinjer for plassering. Tilsvarende gjelder kravet i vpfl. § 7–3 om opplysning for fond med lukket inngang.

Når det gjelder krav til stadfesting og vilkår for endring av vedtektene for spesialfond, skriver Kredittilsynet blant annet følgende på s. 110–111 i høringsnotatet:

«Spesialfonds vedtekter skal stadfestes av Kredittilsynet på vanlig måte. Lovens alminnelige plasseringsregler etc. er foreslått erstattet med at spesialfond positivt skal angi i vedtektene strategi, risikorammer og retningslinjer for hvordan risikoen skal styres, se foreslått endret vpfl. § 3–3 nr. 4. Stadfestelsen av vedtekter til spesialfond vil dermed avvike noe i forhold til stadfestelse av vedtekter for ordinære fond. Forslaget i vpfl. § 3–3 nr. 4 er med hensikt utformet meget generelt. Det foreslås dessuten en forskriftshjemmel som gir departementet mulighet til å fastsette nærmere krav til spesialfonds risiko og styring av risiko. Forslaget innebærer at Kredittilsynet må gjøre en konkret vurdering ved stadfestelse av vedtektene for hvert enkelt spesialfond.»

[...]

Som alternativ til at Kredittilsynet skal godkjenne endringer, kunne man tenke seg krav om aksept fra en viss andel av andelseiere – eventuelt slik at manglende protest ble betraktet som aksept – for eksempel $\frac{3}{4}$ av andelseierne. Man kunne også tenke seg at vedtektene skulle angi om vedtektene kan forandres og i så fall hva slags endringer som kan bli aktuelle og hvordan prosedyrene skal være, eventuelt slik at de ikke kan endres før om et visst antall år osv.

Det er bare endringen som skal vurderes ved en søknad om vedtektsendring, sett hen til at andelseierne har tegnet seg i et fond med visse formelle egenskaper og visse hovedkarakteristika. Det er opp til forvaltningsselskapet å begrunne hvorfor endringen antas å være i andelseiernes interesse. Herunder kan man tenke seg at forvaltningsselskapet må framlegge spesialistuttalelse for Kredittilsynet hvor omsøkt endring blir vurdert. I spesialfond vil det sannsynligvis være færre andelseiere enn i fond for allmennheten, slik at det vil kunne være praktisk mulig å innhente samtykke fra samtlige andelseiere på endringer som virkelig er i deres interesse.

Eventuell endring av vedtektene vil dreie seg om endring av bestemmelser som andelseierne har tegnet andeler på grunnlag av og i tillit til. Også for spesialfond må utgangspunktet være at det ikke er åpning for endringer i vedtektene som ikke antas å være i andelseiernes interesser, for eksempel slik at endringen åpen-

bart ikke er i alles interesser, men i flertallets interesser. Det vises til at noe av poenget med regulering av spesialfond under verdipapirfondloven, skal være at verdipapirfondloven tilbyr et ferdig utarbeidet regelverk som skal ivareta andelseiernes interesser slik at andelseierne får et allerede utarbeidet standardisert sett av regler som vil gjelde for alle fond som etableres under verdipapirfondloven, jf. punkt 3.5.

Kredittilsynet foreslår at gjeldende betingelser skal gjelde for endring av vedtekter for spesialfond og foreslår ikke endring av vpfl. § 3–4 annet ledd for spesialfond.»

9.3 Høringsinstansenes merknader

Finansnæringens Hovedorganisasjon slutter seg til Kredittilsynets forslag om skjerpede krav til hvilke opplysninger som skal fremgå av vedtektene til spesialfond. FNH er imidlertid kritisk til forslaget til forskriftshjemmel, og skriver følgende i denne sammenheng:

«I forslag til [vpfl. § 3–3] 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.»

FNH anser videre at forslaget til regulering av spesialfond setter spørsmålet om adgang til endring av vedtektene for verdipapirfond på spissen. FNH skriver følgende i sin høringsuttalelse:

«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 vanskeliggjøres, 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.»

Verdipapirfondenes Forening har ikke merknader til Kredittilsynets forslag til krav om opplysninger som skal fremgå av vedtektene. VFF skriver likevel følgende når det gjelder adgang til endring av vedtektene for spesialfond:

«Etter vår oppfatning bør det åpnes opp for at spesialfond skal kunne foreta vedtektsendringer forutsatt aksept fra et tilstrekkelig flertall av andelseierne (for eksempel 2/3 eller ¾). Våre medlemsselskaper har erfaring med at det ikke har lyktes å få 100 prosent aksept selv på forslag til vedtektsendringer som burde være i samtlige andelseieres interesse. Vi kan ikke se rimeligheten i at manglende aksept fra selv én enkelt andelseier i praksis skal medføre at en vedtektsendring som alle øvrige andelseiere har sluttet seg til ikke blir gjennomført. Basert på at spesialfond kun skal kunne tilbys til profesjonelle investorer mener vi at det må være fullt ut akseptabelt at det i fondets vedtekter kan fastslås at endringer kan gjennomføres dersom et tilstrekkelig flertall av andelseierne har sluttet seg til dette. Samtidig gis andelseiere som ikke ønsker endringen rett til å tre ut av fondet kostnadsfritt før endringen finner sted.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til Kredittilsynets forslag.

9.4 Departementets vurdering

Finansdepartementet slutter seg i hovedsak til Kredittilsynets forslag om krav til opplysninger som skal fremgå av vedtektene til spesialfond, jf. forslaget § 3–3 nytt annet ledd. Ettersom departementet foreslår at andeler i spesialfond skal kunne markedsføres overfor og selges til enhver, er forslag om krav til at vedtektene skal inneholde opplysning om at fondet er forbeholdt profesjonelle investorer ikke aktuelt.

Betydningen av vedtektene som ramme for hvilken finansiell risiko fondet kan ta, øker betydelig for spesialfond sammenlignet med alminnelige verdipapirfond. Dette skyldes forslagene om å gjøre unntak fra lovens rammer for investeringsområde, likviditet, risikospredning og låneopptak, verdipapirutlån, sikkerhetsstillelse og shorthandel, jf. kapittel 11, 12 og 13 nedenfor. Det er på denne bakgrunn grunn til å kreve at spesialfond skal vedtektsfeste hva fondet skal kunne investere i (investeringsområde), hvilke investeringsstrategier og investeringsteknikker det kan ta i bruk, hvilket risikonivå som etterstrebes (risikoramme) og retningslinjer for hvorledes risikoen skal styres, herunder hvilke metoder som vil bli brukt for å måle og overvåke risikoen.

Departementet vil særlig understreke betydning av den informasjon det gis i vedtektene om fondets risikoramme og risikostyring. Slik informasjon vil være nyttig for så vel Kredittilsynet og potensielle investorer i fondet. I tillegg til en risikoramme, bør vedtektene også inneholde en klar og tydelig angivelse av de sentrale risikofaktorer fondet vil stå ovenfor.

FNH har kritisert Kredittilsynets forslag til forskriftshjemmel på dette punkt. Etter departementets vurdering er det en utfordring å utforme krav til presentasjon av fondets risikoramme på en måte som legger til rette for sammenligning av ulike fond, jf. også omtale av risikostyring i kapittel 16. Det finnes i dag ulike måter å måle risiko på, og departementet vil i forskrift kunne fastsette nærmere regler om dette, jf. lovforslaget § 3–3 nytt tredje ledd og § 4–9 a.

Angivelsen av risikoramme og risikostyring i fondets vedtekter henger nært sammen med departementets forslag om at forvaltningsselskapet i fondets periodiske rapporter skal beskrive hvilken risiko fondet faktisk har hatt i den aktuelle perioden, jf. nærmere omtale i kapittel 15. En slik rapportering må gis i samme utforming som fondets beskrivelse av risiko i vedtektene, slik at investor skal kunne kontrollere om fondet har holdt seg innenfor de angitte risikorammer. Rapporteringen skal også sendes til Kredittilsynet og til depotmotaker. Det vises også til særskilt omtale av risikostyring i kapittel 16.

Når det gjelder kravet om at vedtektene for spesialfond skal stadfestes av Kredittilsynet, foreslår Kredittilsynet ingen endringer. Kredittilsynet fremholder imidlertid at det skal skje en konkret vurdering for hvert enkelt spesialfond ved stadfesting av strategi, investeringsområde, risikoramme og retningslinjer for kontroll og styring av risikoen. Departementet slutter seg til dette. Det vises i den

anledning til at det finnes investeringsstrategier mv. som ikke vil kunne oppfylle lov- og forskrifts-krav om angivelse av risikoramme mv. med et ønsket presisjonsnivå. Muligheten for en slik angivelse er imidlertid et grunnleggende element i departementets lovforslag. De nærmere krav til presentasjon av slike forhold i vedtektene må imidlertid bero på en konkret vurdering, hvor Kredittilsynets skjønnsutøvelse vil stå sentralt.

Når det gjelder spørsmålet om adgang til endring av vedtektene for spesialfond, går Kredittilsynet inn for å videreføre gjeldende rett. Vedtektsendring forutsetter godkjenning fra Kredittilsynet. Ifølge verdipapirfondloven § 3–4 annet ledd skal vedtektsendringer bare godkjennes så fremt de antas å være i andelseiernes interesser. Kredittilsynets avgjørelse skal bygge på en skjønnsmessig vurdering som tar utgangspunkt i andelseiernes interesser, jf. Ot.prp. nr. 68 (1980–1981) s. 21. Bakgrunnen for at vedtektsendringer skal vedtas av styret i forvaltningsselskapet og deretter godkjennes av Kredittilsynet, er at det ikke anses som mulig å finne organisasjonsmessige løsninger som gir andelseierne reelle muligheter til å ta stilling til vedtektsendringer, jf. Ot.prp. nr. 68 (1980–1981) s. 20. Finansdepartementet vil bemerke at andelseierne har tegnet andeler på grunnlag av og i tillit til vedtektene på tegningstidspunktet. Dette tilsier begrensninger i adgangen til å endre vedtektene. Det foreslås at spesialfond skal gis unntak fra en rekke av verdipapirfondlovens plasseringsbegrensninger, jf. kapittel 10 og 11 nedenfor. Når spesialfond gis slik frihet, er det etter departementets vurdering desto mer sentralt at andelseierne skal kunne investere i fondet med tillit til at vedtektene for fondet ikke kan bli endret underveis på en slik måte at risiko- eller avkastningsbildet kan endre seg til skade for andelseierne.

Departementet slutter seg å denne bakgrunn til Kredittilsynets forslag.

Kravet til kunngjøring og utsatt ikrafttredelse av vedtektsendringer i verdipapirfondloven § 3–4 annet ledd fjerde punktum, er begrunnet med behovet for at en andelseier som er uenige i vedtektsendringen skal få tid til å kreve sine andeler innløst, jf. Ot.prp. nr. 68 (1980–1981) s. 21 første spalte. Dersom fondet er lukket for innløsning i denne perioden, oppstår spørsmålet om § 3–4 annet ledd forutsetter at det skal være en innløsningsadgang som går foran den vedtektsbestemte lukkingen. For å avklare den tolkingstvil gjeldende regulering gir opphav til, foreslår departementet at andelseierne har innløsningsrett i perioden fra vedtektsendringer er kunngjort til de trer i kraft. Endringen gjøres generell på grunn av adgangen i

verdipapirfondloven § 6–9 siste ledd til å etablere fond som bare er åpent for innløsning i en begren-

set periode, jf. lovforslaget § 3–4 annet ledd nytt femte punktum.

10 Utstedelse og innløsning av andeler

10.1 Gjeldende rett

Verdipapirfond skal som hovedregel være åpne for utstedelse av andeler alle dager børser som er relevante for fondet er åpne for handel, jf. verdipapirfondloven § 6–7 første punktum. Kredittilsynet kan gi samtykke til etablering av fond som bare er åpne for utstedelse av andeler i en begrenset periode.

Etter verdipapirfondloven § 6–9 første ledd har andelseierne rett til å få sine andeler innløst i kontanter, og innløsning skal som hovedregel gjennomføres snarest mulig og senest to uker etter at kravet er fremmet. Unntak gjelder der avtale om pensjonsordning etter innskuddspensjonsloven eller individuell pensjonsavtale etter skatteloven er inngått mellom andelseier og forvaltningsselskapet. Videre kan forvaltningsselskapet, ved særskilt avtale med større andelseiere, avgrense det antallet andeler som disse kan kreve innløst innen fastsatte tidsrom.

Kredittilsynet kan samtykke til etablering av fond som er åpne for innløsning i en begrenset tidsperiode, jf. § 6–9 siste ledd. Kredittilsynet kan også sette vilkår for etablering av slike fond, jf. Ot.prp. nr. 98 (2000–2001) s. 43.

Adgangen til å begrense tegningsperioden og/eller innløsningsperioden, innebærer ingen innskrenkning i kravet om at verdipapirfond må henvende seg til en ubestemt krets av personer, jf. § 1–2 nr. 1. Det kan ikke gis tillatelser som innebærer at dette vilkåret ikke er oppfylt, jf. Ot.prp. nr. 98 (2000–2001) s. 43.

Begrensninger med hensyn til hvem som kan tegne andeler i fondet og/eller begrensninger med hensyn til tegning og innløsning skal fremgå av vedtektene, jf. verdipapirfondloven § 3–3 nr. 18 og 19. Standardvedtektene for verdipapirfond har bestemmelser om beregning og kunngjøring av salgs- og innløsningskurser, jf. § 7 til § 10. Verdipapirfondets vedtekter skal angi hvordan andeler skal selges og innløses, jf. § 3–3 nr. 9.

10.2 Kredittilsynets høringsnotat

Kredittilsynet foreslår å unnta spesialfond fra vpfl. §§ 6–7 og 6–9 åttende ledd, slik at det ikke stilles

konkrete krav til hvor ofte spesialfond skal være åpent for innløsning og tegning. I denne sammenheng skriver Kredittilsynet følgende på side 64 og 65 i høringsnotatet:

«I Danmark må hedgeforeninger være åpne for tegning og innløsning minst en gang i måneden. I Sverige må spesialfond være åpne for innløsning minst en gang i året. I disse landene kan spesialfond rette seg mot allmennheten. Irland har ingen faste regler om tidspunkter. Irland har imidlertid en organisert annenhåndsomsetning av fondsandeler.

En ordning der loven ikke fastsetter grenser for lukkeperioden vil være fleksibel. Den er imidlertid mindre forutsigbar og kan gi mindre investorvern enn forhåndsfastsatte grenser.

Det er ikke uvanlig at et «hedgefond» som investerer i et avgrenset marked lukkes (lukket inngang). Dersom fondet blir for stort i markedet, vil det kunne påvirke prisen i en for fondet ugunstig retning. Ved fondets etablering kan det være vanskelig å forutsi på hvilket tidspunkt eller på hvilket kapitalnivå lukningsbehovet inntreffer. Det kan derfor være vanskelig å angi i vedtektene tidspunkt eller kapitalnivå for lukking (lukket inngang).

Innløsningsbestemmelsene skal sikre at andelseiere raskt kan innløse sine andeler i penger til en rimelig kurs; med andre ord hindre innlåsing. Lukking svekker investorvernet. Innlåsing av midler må imidlertid antas å være mindre problematisk i fond som retter seg mot institusjonelle investorer og rike enkeltpersoner enn i fond som retter seg mot allmennheten, jf. at disse profesjonelle investorene antas å ha bedre økonomisk evne til å tåle innlåsing.

I fond der lukkingsbetingelsene er fastsatt ved fondets etablering, er antakelig ikke interessekonflikter mellom andelseiere noe som skulle tilsi særskilt regulering. Innlåsingseffekten er det vesentlige. Kredittilsynet antar at en profesjonell investor kan gjøre en kvalifisert bedømming av konsekvensene. Forutsetningen er imidlertid tilstrekkelig og lik informasjon om lukkingstidspunktet for å sikre likebehandling av andelseiere uavhengig av hvor stor andel de har i fondet. Dette anses ivarettatt gjennom kravet i vpfl. § 3–3 nr. 19 om at vedtektene skal angi eventuell tidsbegrensning av adgangen til å utstede eller innløse andeler.

Kredittilsynet foreslår at vpfl. §§ 6–7 og 6–9 åttende ledd ikke skal gjelde for spesialfond og slik at det ikke stilles konkrete krav til hvor ofte fondet skal være åpent for innløsning og tegning. Det vises til foreslått § 10–3 nr. 4 og 5. Det blir dermed opp til forvaltningsselskapet å fastsette egnet tidspunkt for når det enkelte spesialfond skal være åpent for tegning og innløsning, herunder at fondet på et bestemt forhåndsangitt tidspunkt lukkes helt for ytterligere tegninger og for innløsningskrav (lukket fond i egentlig forstand).

I og med forslaget om at vpfl. §§ 6–7 og 6–9 åttende ledd ikke skal gjelde for spesialfond, vil heller ikke kravet til samtykke fra Kredittilsynet gjelde for spesialfond.

[...]

I likhet med kravene for andre fond, må spesialfonds vedtekter angi de konkrete tidspunktene for tegning og lukking. Kredittilsynet foreslår ikke at det skal kunne etableres spesialfond der tidspunktene for lukking fastsettes i etterkant.»

10.3 Høringsinstansenes merknader

Finansnæringens Hovedorganisasjon stiller seg tvilende til om Kredittilsynets forslag i tilstrekkelig grad ivaretar den fleksibilitet som spesialfond har behov for. FNH skriver blant annet følgende i denne sammenheng:

«Spesialfond som i hovedsak benytter derivatstrategier i forvaltningen vil kunne få problemer med å innløse innløsningskrav på første innløsnings tidspunkt, dersom slike krav utgjør en stor del 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 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, for eksempel 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.»

Videre anmoder FNH departementet om å gi forvaltningsselskapet adgang til å innløse andeler for andelseiere som har falt under fondets regler for minste investerte beløp. FNH skriver følgende i denne sammenheng:

«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 u hensiktsmessig 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 [at] 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.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til Kredittilsynets forslag på dette punkt.

10.4 Departementets vurdering

I likhet med Kredittilsynet mener departementet at spesialfond bør gis anledning til å begrense utstedelse av nye andeler, forutsatt at kravet til at fondet må være «oppstått ved kapitalinnskudd fra en ubestemt krets av personer» i verdipapirfondloven § 1–2 nr. 1 er oppfylt, jf. forslaget § 1–1 nytt annet ledd nr. 6. Det vises i den anledning til at spesialfond vil kunne ha reelt behov for å begrense sin størrelse for å opprettholde lønnsomheten, jf. også

Kredittilsynets begrunnelse som departementet slutter seg til.

Forslaget om å tillate ytterligere begrensning av andelseiernes rett til innløsning av andeler (lukket utgang) er mer problematisk, særlig i lys av departementets forslag om å tillate salg av andeler i spesialfond til enhver. Andelseiernes rett til når som helst å kunne få innløst andelene sine i kontanter, er et sentralt kjennetegn ved alminnelige verdipapirfond. Tradisjonelt har det vært vanlig å anse kjøp av andeler i verdipapirfond som et alternativ til annen sparing som er relativt likvid. En sentral forutsetning for denne betraktingsmåten er retten til å kunne kreve andelene innløst. Den likviditeten retten til innløsning gir investorene, har bidratt til å etablere et massemarked for verdipapirfond. Innløsningsadgangen er også egnet til å fremme konkurransen mellom verdipapirfond fordi den gjør det mulig å uttrykke misnøye med fondets resultater ved å flytte investeringer til andre fond eller til andre investeringsalternativer enn fond.

På den annen side gjør det seg gjeldende gode grunner for å åpne for at spesialfond skal kunne begrense innløsningsadgangen. Den fleksibiliteten med hensyn til investeringsstrategier og investeringsunivers som den foreslåtte reguleringen for øvrig legger opp til, vil vanskelig kunne utnyttes dersom spesialfond ikke skal kunne begrense innløsningsadgangen. Dette skyldes bl.a. at en viktig del av de strategiene spesialfond tar i bruk, er basert på å utnytte store svingninger som gjerne skjer over kort tid. Dersom en forvalter satser tungt på at en aksje skal falle på kort sikt, risikerer han betydelige likviditetsproblemer dersom en rekke andelseiere samtidig velger å gjøre gjeldende en innløsningsrett. Forvalteren kan da måtte realisere posisjoner med store tap for å løse ut andelseierne. Behovet for å kunne begrense innløsningsadgangen står også i sammenheng med adgangen til å kunne investere i mindre likvide finansielle instrumenter. Dersom et fond går tungt inn i lite likvide posisjoner, vil en stadig innløsningsadgang kreve at det settes av likvide midler som kan dekke slike krav uten at det er nødvendig å realisere verdier med lav likviditet. En del av den mulige gevinsten ved å ta posisjoner i mindre likvide finansielle instrumenter, vil dermed kunne bli konsumert av kostnadene forbundet med en forsvarlig inndekning av likviditetsrisikoen.

Behovet for å kunne begrense innløsningsadgangen, må også ses i sammenheng med forholdet mellom verdipapirfondloven og den alminnelige selskapsretten. Dersom virksomheten forutsetter at kapital bindes på ubestemt tid eller i en meget lang periode, vil den alminnelige sammenslut-

ningsretten etter departementets vurdering gi en mer adekvat ramme for virksomheten enn verdipapirfondloven.

Etter en helhetsvurdering slutter departementet seg til Kredittilsynets forslag om at spesialfond skal kunne fastsette begrensninger i innløsningsadgangen i vedtektene. I lys av departementets forslag om at spesialfond mv. skal være tilgjengelige for enhver, foreslås imidlertid å lovfeste at fondet i det minste skal være åpent for innløsning én gang i året. Det vises til at en tilsvarende regel gjelder i Sverige. Den minste årlige åpningsperioden bør ikke være kortere enn to uker. De nærmere bestemmelser om hvor ofte fondet er åpent for innløsning og når innløsning kan kreves skal fremgå av vedtektene. Det vises til lovforslaget § 6–9 a.

Når departementet i stor grad finner å kunne i møtekomme markedets behov for fleksibilitet med hensyn til å kunne begrense innløsningsadgangen, skyldes det at man her må kunne legge særlig stor vekt på investorenes evne til selv å vurdere fordele og ulemper ved ulike investeringsalternativer. Før man foretar investeringer i fond er det av stor betydning å få informasjon om andelenes likviditet, og investorene er etter gjeldende rett sikret det gjennom prospektkravet i verdipapirfondloven § 7–2. Departementet legger videre til grunn at den gjengse investor vil forstå betydningen av denne informasjonen, nemlig at man i gitte perioder ikke kan få frigjort investeringen og utbetalt kontanter ved behov, se tilsvarende Ot.prp. nr. 98 (2000–2001) s. 43. Departementet vil imidlertid understreke det særlige ansvar investeringsrådgiver vil ha for å vurdere om et mindre likvid instrument vil være egnet for den aktuelle investor, jf. nærmere omtale i kapittel 6.

Som påpekt ovenfor er det en sammenheng mellom mulighet til å stenge fondet for innløsning og behovet for likviditet i de investeringene fondet foretar. Ved å stenge for innløsning i en periode, «fryses» likviditetsrisikoen til fondet igjen åpnes for innløsning. Når innløsning igjen er mulig, må imidlertid fondet være i stand til å møte de innløsningskrav som måtte komme, og likviditeten i investeringene må tilpasses dette behovet. Departementet har vurdert om det i tillegg bør fastsettes en særregulering av innløsningsprosessen, slik Finansnæringens Hovedorganisasjon fremmer forslag om i sin høringsuttalelse. Etter departementets vurdering gjør det seg ikke gjeldende hensyn som tilsier at spesialfond normalt skal kunne bruke lengre tid enn to uker på å utbetale innløsningskrav regnet fra kravet ble fremsatt, jf. verdipapirfondloven § 6–9 tredje ledd. Verdipapirfondloven § 6–9 fjerde ledd ivaretar ved ekstraordinære

forhold behovet for å kunne utsette verdiberegning og utbetaling av innløsningskrav også for spesialfond.

Dispensasjonsadgangen i verdipapirfondloven § 6–9 siste ledd er lite relevant i forhold til spesialfond på bakgrunn av forslaget om adgang til å lukke fondet mot innløsningskrav. Departementet

finner likevel grunn til å opprettholde dispensasjonsadgangen også i forhold til spesialfond. Der-
som det kan dokumenteres særlige behov for å lukke fondet i lengre perioder enn ett år, bør Kredittilsynet kunne vurdere om det er grunn til å åpne for det.

11 Investeringsområde – absolutte plasseringsregler

11.1 Gjeldende rett

Det følger av verdipapirfondloven § 1–2 første ledd nr. 1 at et verdipapirfonds investeringer i det vesentligste skal bestå av finansielle instrumenter og/eller innskudd jf. § 4–5 syvende ledd. Investeringsområdet er regulert i loven § 4–5. Bestemmelsen lyder som følger:

«§ 4–5. Investeringsområde

Kapitalinnskudd i verdipapirfond kan bare plasseres i følgende finansielle instrumenter:

1. omsettelige verdipapirer som nevnt i lov om verdipapirhandel § 1–2 tredje ledd
2. verdipapirfondsandeler
3. pengemarkedsinstrumenter
4. opsjons- og terminkontrakter knyttet til omsettelige verdipapirer
5. valutatermin- og valutaopsjonskontrakter til sikring av valutaeksponering i fondets øvrige plasseringer
6. andre finansielle instrumenter etter forskrift fastsatt av departementet

Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om adgangen til å plassere i finansielle instrumenter som nevnt i første ledd nr. 4 og 5.

Verdipapirfondets midler kan plasseres i verdipapirfondsandeler forutsatt at verdipapirfondene det plasseres i, maksimalt kan investere 10 prosent av fondets eiendeler i verdipapirfondsandeler. Plasseringer i verdipapirfond som ikke omfattes av nasjonale regler som gjennomfører EØS-regler som svarer til direktiv 85/611/EØF med senere endringer (UCITS-direktivet), må samlet ikke overstige 30 prosent av fondets eiendeler og følgende betingelser må være oppfylt:

1. verdipapirfondet og forvaltningen av det er underlagt betryggende tilsyn i hjemlandet og det er etablert et tilfredsstillende samarbeid om tilsyn mellom tilsynsmyndighetene i hjemlandet og Norge,
2. andelshaverne må gis beskyttelse minst på linje med den beskyttelse andelshavere har ved investeringer i verdipapirfond som omfattes av UCITS-direktivet, spesielt når det gjelder bestemmelsene om oppbevaring av midler, låneopptak, långivning og handel med finansielle instrumenter fondet ikke eier og

3. det avlegges rapport to ganger årlig om aktivitetene i de verdipapirfondene det investeres i.

Tilsynsmyndigheten kan gi nærmere regler om plassering i verdipapirfondsandeler som har hjemstat i en stat som ikke er part i EØS-avtalen.

Det skal ikke påløpe tegnings- eller innløsningskostnader i forbindelse med et verdipapirfonds plassering i verdipapirfond forvaltet av samme forvaltningsselskap som det investerende fond.

Kapitalinnskudd i verdipapirfond kan plasseres i pengemarkedsinstrumenter som normalt handles på pengemarkedet, er likvide og kan verdifastsettes til enhver tid.

Kapitalinnskudd i verdipapirfond kan plasseres som innskudd i bank dersom følgende betingelser er oppfylt:

1. innskuddet skal tilbakebetales på anmodning eller innen en frist på høyst 12 måneder og
2. banken har sitt vedtektsmessige hjemsted i en stat som er part i EØS-avtalen eller
3. banken har sitt vedtektsmessige hjemsted i en stat som ikke er part i EØS-avtalen dersom banken er underlagt betryggende tilsyn.

Et verdipapirfond kan, uavhengig av investeringsalternativene i denne paragraf, besitte likvide midler som innskudd i bank.

Tilsynsmyndigheten kan gi samtykke til etablering av verdipapirfond som fraviker bestemmelsene i denne paragraf med hensyn til finansielle instrumenter angitt i første ledd nr. 2 og nr. 3.»

Verdipapirfondloven § 4–6 stiller krav til likvid plassering av verdipapirfondenes midler. Bestemmelsen lyder som følger:

«§ 4–6. Krav til likvid plassering av verdipapirfondets midler

Kapitalinnskudd i verdipapirfond kan plasseres i finansielle instrumenter som:

1. er opptatt til offisiell notering eller omsettes på et regulert marked i en stat som er part i EØS-avtalen, herunder et norsk regulert marked, som definert i direktiv 93/22/EØF artikkel 1 nr. 13 (Investeringsstjenestedirek-

- tivet) og lov om børsvirksomhet av 17. november 2000 nr. 80 §2–1 fjerde ledd og §1–3
2. omsettes på et annet regulert marked som fungerer regelmessig og er åpent for allmennheten i stat som er part i EØS-avtalen
 3. er opptatt til offisiell notering på børs i en stat som ikke er part i EØS-avtalen eller som omsettes i slik stat på et annet regulert marked som fungerer regelmessig og er åpent for allmennheten, dersom børs og marked er angitt i verdipapirfondets vedtekter eller godkjent av tilsynsmyndigheten
 4. er nytstedte dersom utstedelsesvilkårene inneholder bindende tilsagn om at det vil bli søkt om opptak til offisiell notering på børs eller marked som nevnt i punkt 1, 2 og 3. Opptak til offisiell notering må ha funnet sted senest innen ett år fra tegningsfristens utløp.

Verdipapirfondets eiendeler kan plasseres i pengemarkedsinstrumenter som omsettes på et annet marked enn angitt i første ledd nr. 1 til 4 dersom utsteder selv er underlagt tilsyn og instrumentene er

1. utstedt eller garantert av en sentral, regional eller lokal myndighet eller sentralbank i en stat som er part i EØS-avtalen, Den europeiske sentralbank, Den europeiske union eller Den europeiske investeringsbank, et tredje land eller, hvis det er tale om en forbundsstat, av en av dennes delstater, eller av en offentlig internasjonal institusjon der en eller flere stater som er part i EØS-avtalen deltar, eller
2. utstedt av et selskap, hvis verdipapirer omsettes på regulerte markeder nevnt i første ledd nr. 1 til 3, eller
3. utstedt eller garantert av en institusjon som er underlagt tilsyn i henhold til EØS-regler eller som er underlagt betryggende tilsyn, eller
4. utstedt av en annen emittent etter godkjenning av tilsynsmyndigheten i henhold til EØS-regler som svarer til direktiv 85/611/EØF art. 19 nr. 1 bokstav h fjerde strekpunkt.

Verdipapirfondets eiendeler kan plasseres i derivater som omsettes på et annet marked enn angitt i første ledd nr. 1 til 4 etter forskrift fastsatt av departementet.

Inntil 10 prosent av et verdipapirfonds eiendeler kan likevel plasseres i andre finansielle instrumenter enn de som er nevnt i første og annet ledd. Første til tredje ledd er ikke til hinder for at et verdipapirfonds eiendeler kan plasseres i verdipapirfondsandeler.

Tilsynsmyndigheten kan gi samtykke til etablering av verdipapirfond som fraviker bestemmelsene i denne paragraf.»

Likviditetskravene må ses i sammenheng med innløsningsretten i verdipapirfondloven § 6–9. Kravene til likviditet i verdipapirfondloven § 4–6 er begrunnet med at fondene må kunne møte innløsningskrav.

11.2 Kredittilsynets høringsnotat

Kredittilsynet foreslår at spesialfond skal unntas fra enkelte av verdipapirfondlovens begrensninger med hensyn til investeringsområde.

For det første foreslås det unntak i forhold til investering i *andeler i andre verdipapirfond*. Kredittilsynet anser at kravene verdipapirfondloven § 4–5 tredje ledd vil skape problemer for spesialfond som ønsker å plassere midler i andre verdipapirfond. Kredittilsynet foreslår derfor at kravene i tredje ledd ikke skal komme til anvendelse på spesialfond, så fremt kavet om tilsynssamarbeid i verdipapirfondloven § 4–5 tredje ledd nr. 1 er oppfylt. I denne sammenheng skriver Kredittilsynet følgende i på side 57 i høringsnotatet:

«Kredittilsynet finner ikke grunn til å innføre nærmere krav om hvor mye av et spesialunderfonds midler som kan plasseres i spesialfond, type spesialfond det kan plasseres i, krav om spredning på et visst antall ulike spesialunderfond osv. Kredittilsynet mener at vilkårene for å plassere i spesialunderfond, herunder en klar avgrensning av type fond, må framgå av den informasjon som skal gis i spesialfonds vedtekter om investeringsmandatet. En profesjonell investor må antas å selv kunne avgjøre hvilke fond som plasserer i spesialfond (fond i ett fond eller fond i flere fond) vedkommende vil plassere sine midler i. Av standardvedtektene § 3, jf. Kredittilsynets rundskriv 15/2004, følger at dersom fondet plasserer i verdipapirfondsandeler, må fondets plasseringer i verdipapirfondsandeler sammen med fondets øvrige plasseringer være i samsvar med fondets vedtekter, herunder investeringsstrategi. Tilsvarende vil gjelde for spesialfond. Underfondene må altså – sammen med de øvrige plasseringene – gjenspeile hovedfondets risiko og investeringsmandat.»

For det andre foreslås det unntak i forhold til investering i forhold til *valutaposisjoner*. Kredittilsynet skriver følgende om dette på side 57 i høringsnotatet:

«Formålsbegrensningen om sikring i første ledd nr. 5, jf. også derivatforskriften § 3 annet ledd, kan skape problemer for «hedgefond». Åpne valutaposisjoner kan komme i konflikt

med sikringsformålet. Kredittilsynet foreslår at kravet til sikring oppheves for spesialfond,»

Når det gjelder krav til likvid plassering av verdipapirfondets midler, jf. verdipapirfondloven § 4–6, behandles dette i høringsnotatet punkt 7.6.1.2. Kredittilsynet skriver følgende på dette punkt:

«Et fond kan lettere møte store innløsningskrav om porteføljen er likvid. Det reduserer også risikoen for at andelseiere blir innlåst i et fond med illikvide eiendeler. Lite likvide eiendeler øker altså risikoen for innlåsing. Dette må antas å ha mindre betydning i fond med lukket utgang enn i fond med åpen utgang. Det vil ha mindre betydning i fond som er lukket i egentlig forstand enn i fond som for eksempel en gang i året er åpent for innløsning.

Kravene til likviditet i vpfl. § 4–6 vil medføre problemer for fond som plasserer i verdipapirer som ikke er børsnotert, for eksempel «private equity»-fond. Disse fondene skal, ut fra sitt formål, nettopp investere i mindre likvide plasseringer med relativt lang tidshorisont og vil derfor ha få muligheter til å kjøpe eller selge aksjer på kort sikt.

Kredittilsynet mener risikoen for å bli innlåst i et fond med illikvide eiendeler ikke alene er tilstrekkelig grunn til å stille likviditetskrav til spesialfond som retter seg mot profesjonelle investorer. Kravene til verdiberegning kan imidlertid få konsekvenser for likviditeten, se drøftelsen knyttet til vpfl. § 6–1 annet ledd i punkt 7.7.

Kredittilsynet foreslår at vpfl. § 4–6 første ledd ikke skal gjelde for spesialfond. Som følge av forslaget, kan spesialfond plassere i for eksempel unoterte omsettelige verdipapirer, altså blant annet unoterte aksjer, sertifikater og obligasjoner. Det vises til foreslått § 10–3 nr. 2.

I Ot.prp. nr. 15 (1995–96) om lov om endringer i lov om verdipapirhandel mv. side 83 uttales om pengemarkedsinstrumenter, jf. vpfl. § 1–2 annet ledd nr. 3, som en kommentar til hva som anses omfattet av begrepet i NOU 1995 nr. 1 om investeringsforetak side 54:

«Departementet antar at pengemarkedsinstrumenter etter nr. 3 i hovedsak omfatter interbankinnskudd. Sertifikater vil omfattes av definisjonen av omsettelige verdipapirer.»

På grunn av sitatet (som riktignok gjelder verdipapirhandelloven), tiprosentalternativet og unntaksmuligheten nevnt ovenfor, er Kredittilsynet usikker på om det er behov for særregler når det gjelder pengemarkedsinstrumenter. Dersom det etter gjeldende regelverk skal handles i pengemarkedsinstrumenter som ikke dekkes av definisjonen i verdipapirfondloven, kan fondet bare plassere i instrumenter som dekkes av en av de øvrige plasseringsalter-

nativene, jf. vpfl. § 1–2 nr. 1 og § 4–5, som setter grensene for hva et fond kan plassere i, herunder obligasjoner, sertifikater og bankinnskudd. Dette vil også måtte gjelde for spesialfond, dersom det ikke foreslås at selve definisjonen av pengemarkedsinstrumenter ikke skal gjelde for spesialfond.

Kredittilsynet foreslår at definisjonen av pengemarkedsinstrumenter i vpfl. § 4–5 femte ledd skal gjelde for spesialfond, men ber om innspill om behovet for plassering i pengemarkedsinstrumenter med svak likviditet, som altså ikke er sertifikater eller obligasjoner.

Annet ledd i vpfl. § 4–6 stiller visse vilkår for plasseringer i unoterte pengemarkedsinstrumenter. Det stilles krav til utsteder/garantist og indirekte et visst likviditetskrav på utsteder. Kredittilsynet foreslår at annet ledd skal gjelde for spesialfond. Kredittilsynet er usikker på om det er behov for unntak og viser dessuten til at kravene er vel så mye krav til motpart som til likviditet. Kredittilsynet ønsker å holde fast på motpartskrav også for spesialfond.

Kredittilsynet mener at tredje ledd i vpfl. § 4–6 må beholdes. Plassering i unoterte derivater og derivater med unoterte underliggende er regulert i derivatforskriften. Det vil gjelde også for spesialfond.

Kredittilsynet mener at fjerde ledd første punktum i vpfl. § 4–6 må beholdes. Selv om vpfl. § 4–6 første ledd ikke skal gjelde slik at spesialfond for eksempel kan plassere i unoterte aksjer, vil slike «andre» finansielle instrumenter for spesialfond fortsatt være for eksempel unoterte pengemarkedsinstrumenter som ikke oppfyller de angitte krav i annet ledd til utsteder/instrumenter. Også siste punktum må beholdes i og med at det kun er første ledd som ikke skal gjelde for spesialfond.

Kredittilsynet mener at adgangen til samtykke i siste ledd må beholdes.»

11.3 Høringsinstansenes merknader

Høringsinstansene slutter seg i hovedsak til Kredittilsynets forslag på dette punkt. Flere av høringsinstansene anser imidlertid at spesialfond bør gis mulighet til å investere i enda flere typer aktiva enn det Kredittilsynets forslag innebærer.

Finansnæringens Hovedorganisasjon skriver følgende i forhold til Kredittilsynets forslag til regulering av investeringsområdet for spesialfond:

«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. [...]

Kredittilsynet [...] 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 at dette først bør vurderes når en ny definisjon av finansielle instrumenter i verdipapirhandelloven er vedtatt. [...]

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 kredittelementet fra renteelementet, som i obligasjoner og andre omsettelige gjeldspapirer er knyttet sammen. Slike instrumenter vil være viktige både for posisjonstagnung og for risikostyring og avlasting av kreditt risiko 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 typen derivater. [...]

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. [...]

FNH er opptatt 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 flertal av de virkelige 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 motpartseksposering mot fondet. Det bør her også tillegges vekt at andre land, for eksempel Irland ikke stiller slike begrensninger på spesialfond.

Vi foreslår 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.»

Key Asset Management har i likhet med FNH merknader til Kredittilsynets forslag når det gjelder spesialfonds adgang til å investere i fondsandeler, dvs fond i fond. *Key Asset Management* skriver følgende i denne sammenheng:

«Enkeltfond som inngår i fond i fond er i all hovedsak registrert «off-shore», uten tilfredstillende samarbeid med norske myndigheter. Ved å fastholde kravet om tilfredsstillende tilsynssamarbeide mellom hjemlandet til fondene og Norske tilsynsmyndigheter setter forslaget i praksis en stopper for markedsføring av samtlige fond i fond i det norske markedet. Vi vil igjen henvise til den profesjonelle vurderingen fond i fond forvalteren gjør på vegne av sine investorer og de foreslåtte spredningsreglene.

Vi mener et tilfredsstillende samarbeide med hjemlandet til forvalteren av et fond i fond er den eneste realistiske løsningen for å gjøre fond i fond tilgjengelig for markedsføring i det norske markedet. Det er forvalteren som tar

investeringsbeslutninger på vegne av investorene i fond i fondet og således vil være ansvarlig i forhold til eventuell uaktsomhet knyttet til forvaltningen av fondet. Det kan også legges til grunn at fondets depositar skal være i et land med tilfredsstillende samarbeide med norsk tilsynsmyndigheter. Alternativet er at ingen fond i fond vil få tillatelse til å markedsføre sine produkter i det norske markedet hvilket vi håper ikke er hensikten til Kredittilsynet.»

Norges Bank skriver følgende når det gjelder regulering av investeringsområdet for spesialfond:

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

Oslo Børs har følgende merknader til Kredittilsynets forslag til investeringsområde:

«Investeringsområdet for spesialfond begrenses iht. forlaget til finansielle instrumenter. Etter børsens oppfatning bør også spesialfond kunne etableres med formål å investere også i andre formuesobjekter. Det vises f.eks. til eienomsfond som kan tenkes regulert av reglene om spesialfond. Slike fond må i dag etableres

som aksjeselskaper eller lignende. Etter børsens oppfatning vil markedet være best tjent med at alle reelle fond kan etableres og falle inn under fondsregelverket. Vpfl § 1–5 gir departementet hjemmel til å fastsette forskrift om at loven også skal gjelde for forvaltning av fond som tar sikte på å anskaffe andre formuesgjensstander enn finansielle instrumenter». Hjemmelen er ikke benyttet og børsen mener lovgivningen som gjelder spesialfond er egnet til etablering av flere slike former for fond. Børsen ber derfor om en utvidelse av investeringsområdet for spesialfond i loven, alternativt at det tas initiativ til å utarbeide forskrifter i henhold til den eksisterende hjemmel så snart som mulig.

Når det gjelder kredittderivater fremgår det av høringsnotatet at Kredittilsynet anbefaler å utsette utvidelsen slik at kredittderivater inkluderes til eventuell endring av verdipapirhandellovens definisjon endres på et senere tidspunkt. Etter de opplysninger børsen har fått fra markedsaktørene er det et utbredt ønske i norsk fondsbransje å få adgang til å kunne investere i kredittderivater. Dette gjelder også for ordinære verdipapirfond. Det oppleves som et paradoks at et fond gjerne kan påta seg kredittrisiko gjennom å investere i private rentepapirer, men ikke skal ha adgang til å påta seg den samme kredittrisikoen, eller avlaste denne, gjennom investeringer i kredittderivater. Børsen støtter markedsaktørene i dette syn og ber om at kredittderivater gjøres til lovlige plasseringsalternativ for alle fond.

På side 60 i høringsnotatet fremgår det at et forvaltningsselskap i henhold til vpfl § 4–1 ikke har lov til å pådra et fond kausjons- eller garantiforpliktelser. Tilsvarende foreslås gjort gjeldende også for spesialfond. Kredittilsynet uttaler i den sammenheng at «dersom et forvaltningsselskap skulle stille garanti på vegne av et fond i forbindelse med emisjoner, ville selskapet gått utenfor definisjonen av verdipapirfondsforsvaltning, noe det ikke er anledning til og noe Kredittilsynet heller ikke vil foreslå endring i». Dette er en fremstilling som vi mener ikke er korrekt. En tegningsgaranti medfører at fondet forplikter seg til å tegne aksjer innenfor en ramme på et bestemt antall aksjer på et senere tidspunkt dersom aksjene ikke tegnes av markedet for øvrig, dvs. en opsjonsavtale. Slike opsjonsavtaler har fondet lov til å inngå etter derivatforskriften (innenfor de rammer som følger av regelverket) og børsen er derfor usikker på hva Kredittilsynet sikter til med sin uttalelse.»

Verdipapirfondenes Forening har visse merknader til Kredittilsynets forslag til investeringsområde, og skriver følgende i denne sammenheng:

«Kredittilsynet foreslår at investeringsområdet for spesialfond (i likhet med ordinære verdipapirfond) skal begrenses til finansielle instrumenter. Vi vil anta at dette vil være dekkende for de fleste spesialfond, men vil ikke utelukke at det vil kunne oppstå markedsmessige ønsker om også å kunne etablere spesialfond som vil investere i andre formuesgjenstander enn finansielle instrumenter. Vi viser til at vpfl. § 1–5 allerede i dag gir departementet hjemmel til å fastsette forskrift om at loven også skal gjelde for «forvaltning av fond som tar sikte på å anskaffe andre formuesgjenstander enn finansielle instrumenter». Vi vil derfor anmode departementet om at det i forbindelse med ikrafttreddelsen av de kommende lovendringene fastsettes en forskrift i henhold til denne lovhjemmelen. Vi vil anta at det vil være hensiktsmessig at forskriften åpner for at Kredittilsynet kan samtykke til etablering av spesialfond som kan investere i andre formuesgjenstander enn finansielle instrumenter.

Kredittilsynet viser på side 12 i sitt notat til at MiFID-direktivet inkluderer såkalte kredittderivater i definisjonen av finansielle instrumenter. På bakgrunn av at et eget lovutvalg for tiden utreder implementering av dette direktivet i norsk rett, anbefaler tilsynet at en utsetter å innta kredittderivater som investeringsalternativ «til en eventuell ny definisjon av finansielle instrumenter i verdipapirhandelloven er vedtatt». I den forbindelse vil vi påpeke at det er et utbredt ønske i norsk fondsbransje å få adgang til å kunne investere i kredittderivater. Dette gjelder også for ordinære verdipapirfond. Det oppleves som et paradoks at et fond gjerne kan påta seg kreditttrisiko gjennom å investere i private rentepapirer, men ikke skal ha adgang til å påta seg den samme kredittrisikoen, eller avlaste denne, gjennom investeringer i kredittderivater. Vi vil derfor anmode om at kredittderivater inntas som et lovlig plasseringsalternativ for samtlige fond. Dette mener vi bør kunne gjøres uavhengig av den pågående prosessen vedrørende implementeringen av MiFID-direktivet i norsk rett. Vi viser i denne forbindelse til at CESR (Committee of European Securities Regulators) i et nylig framlagt konsultasjonsdokument (jf. CESR/OS-064b) har lagt til grunn at verdipapirfond kan benytte kredittderivater uten å komme i konflikt med UCITS-direktivet.

Kredittilsynet uttaler på side 60 i notatet at et forvaltningsselskap i henhold til vpfl § 4–1 ikke har lov til å pådra et fond kausjons- eller garantiforpliktelser. Tilsvarende foreslås gjort gjeldende også for spesialfond. I forlengelsen uttaler Kredittilsynet videre at dersom et forvaltningsselskap skulle stille garanti på vegne

av et fond i forbindelse med emisjoner, ville selskapet gått utenfor definisjonen av verdipapirfondsforvaltning, noe det ikke er anledning til og noe Kredittilsynet heller ikke vil foreslå endring i». Dette er en fremstilling som vi mener ikke er korrekt og som står i motstrid til tidligere uttalelser fra tilsynet, jf. Kredittilsynets presedensavgjørelse i brev av 3. desember 1998. Etter vår oppfatning har et fond full anledning til å delta i en garantistillelse ved emisjoner, forutsatt at fondets plasseringsbegrensninger ivaretas. Dette mener vi også bør gjelde for spesialfond.

Kredittilsynet foreslår at spesialfond kun kan plassere i underfond som er etablert i land som Norge har et betryggende tilsynssamarbeid med, jf. Kredittilsynets forslag til ny § 1–5 annet ledd nr. 1. Med tanke på at spesialfond kun skal kunne tilbys profesjonelle investorer – som presumptivt vil være i stand til å vurdere risikoen forbundet med plasseringen – mener vi at det også bør kunne åpnes opp for at Kredittilsynet kan samtykke til at spesialfond skal kunne plassere i underfond etablert i andre jurisdiksjoner enn EØS-området og USA. Vi viser til at manglende tilsynssamarbeid ikke nødvendigvis er ensbetydende med at virksomheten ikke er underlagt betryggende kontroll. Kredittilsynet bør således etter en konkret vurderingen også kunne ha anledning til å samtykke til at spesialfond skal kunne plassere i underfond etablert i land som Norge ikke har et tilfredsstillende tilsynssamarbeid med.»

Warren Wicklund Kapitalforvaltninger er på samme måte kritisk til Kredittilsynets forslag på enkelte punkter. Selskapet skriver følgende i denne sammenheng:

«Kredittilsynet foreslår at Spesialfond på lik linje med Verdipapirfond, kun skal kunne investere i finansielle instrumenter, jfr. VPHL § 1–2. Vi mener dette sterkt begrenser de hedgefondstrategier det kan være aktuelt å etablere under norsk jurisdiksjon og igjen være en konkurransevridende parameter i forhold til utenlandske hedgefond og investeringsselskaper. Det foreslås her spesielt å ikke innta «derivateinstruments for the transfer of Credit Risk» som investeringsalternativ til en eventuell ny definisjon av finansielle instrumenter i VPHL er vedtatt. Dette er viktige instrumenter for hedgefond når det gjelder å skreddersy risiko og et forbud for norske Spesialfond for å benytte disse i overskuelig fremtid, vil være meget uheldig og gi norske fond en vesentlig konkurranseulempe. Hedgefond vil i sin natur søke stadig nye og mer sofistikerte investeringer og et krav om at alle disse skal defineres i VPHL før de kan benyttes, vil likeledes være konkur-

ransehindrende. De foreslåtte begrensingene i investeringsområdet bør derfor ikke opprettholdes for Spesialfond.

WarrenWicklund er kritiske til at man velger å opprettholde forbudet om at verdipapirfond ikke kan eie mer enn 10 % av et selskap også for spesialfond, men ikke for venturefond, jfr. forslag til ny § 4–9, annet ledd i VPFL. Dette vil etter vår oppfatning gjøre at norsk jurisdiksjon vil bli uaktuell for en del sentrale hedgefondstrategier. Samtidig mener vi at en type aktør som kjøper større andeler i selskaper for å omstrukturere eller lignende, vil kunne være en nyttig aktør for det norske verdipapirmarkedet og at det vil være uheldig at denne kapitalen skal bindes i investeringsselskaper eller utenlandske hedgefond fremfor norske.

Kredittilsynet foreslår også under 7.3.3.4 at Spesialfond ikke skal få stille kausjoner og garantiforpliktelser tilsvarende dagens regler for Verdipapirfond. Kredittilsynet gir her en tolkning vi mener ikke er konsistent med tidligere regulering og praksis mht. deltakelse i emisjoner og lignende for verdipapirfond. For Spesialfond, vil dette imidlertid kunne være en begrensende faktor som hindrer etablering under norsk jurisdiksjon.

Kredittilsynet opprettholder i pkt. 7.3.1.3 Spesialfonds adgang til å investere opptil 100 % av et fonds midler i underfond og baner i så måte vei for såkalte fond av hedgefond gjennom å foreslå å oppheve kravet om at Spesialfond ikke kan eie mer enn 30 % i non-Ucits fond. Imidlertid opprettholdes kravet til både forvaltere og fondets hjemland mht. samarbeid på tilsynssiden. Dette innebærer at norske fond i fond vil være avskåret fra for eksempel i investere i det altoverveiende av det som tilbys fra amerikanske hedgefondforvaltere, ettersom disse stort sett tilbyr offshore investeringer gjennom hedgefond etablert på anerkjente hedgefond jurisdiksjoner som for eksempel Bahamas og Cayman Islands. Vår erfaring er at disse jurisdiksjonene fullt ut tilfredsstiller internasjonale fond i fonds krav til trygghet og profesjonalitet og at det ikke bør være et problem for norske myndigheter om et norsk fond i fond også eier andeler i slike jurisdiksjoner. Hvis kravet opprettholdes, vil det innebære en vesentlig konkurranseulempa for norske fond i fond, som vil få langt dårligere diversifisering og tilbud av underfond enn utenlandske fond i fond og således vil ha dårligere risiko- og avkastningsmessige egenskaper enn disse. Man foreslår videre at forvalter skal definere risiko og plasseringsstrategi i underfond på forhånd, noe man erkjenner kan bli en utfordring å foreta i forkant. Med den erfaring man har når det gjelder endringer av vedtekter i fond og

bransjens/hedgefonds dynamikk, mener vi det vil være umulig å definere dette på forhånd og å få endret dette løpende. Vi vil her igjen påpeke at man heller kan ivareta investorbeskyttelsen gjennom diversifiseringskrav for fond i fond og anbefale at kravene til de underliggende fondene gjøres mer dynamiske og for enhver pris holdes utenom nåværende regime for vedtektsendringer.»

Advokatfirmaet *Wikborg Rein* skriver følgende i forhold til spesialfonds adgang til å investere i andre spesialfond (fond-i-fond):

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

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

Fond-i-fond av hedgefond vil etter vår oppfatning regelmessig representere en betydelig lavere risiko enn direkteinvestering i ett enkelt hedgefond. Slik det globale hedgefond markedet synes å fungere p.t., vil de fleste fond-i fond av hedgefond regelmessig være investert i underfond som vil være etablert utenfor EØS og USA. Dersom det i en ny spesialfondlov innføres restriksjoner på underfondsnivå som angitt ovenfor i forhold til markedsføring av utenlandske hedgefond, vil dette innebære at utenlandske fond-i-fond i praksis ikke vil kunne få markedsføringstillatelse i Norge.

En slik lovgivning vil dermed innebære at de minst risikable utenlandske hedgefond investeringene ikke vil kunne markedsføres i Norge. I forhold til et lovgiverinitiativ som i stor grad fokuserer på investorbeskyttelse, fremstår ikke dette som velbegrunnet. Etter vår oppfatning bør ikke utenlandske fond-i-fond av

hedgefond underlegges restriksjoner knyttet til tilfredsstillende hjemlandstilsyn samt tilfredsstillende tilsynssamarbeid på underfondsnivå. Tilstrekkelig grad av investorbeskyttelse må antas å foreligge ved de krav som stilles til forvaltningen av fondet, depotmottaker, samt eventuelt overfondet.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til Kredittilsynets forslag på dette punkt.

Når det gjelder krav til likvid plassering av fondets midler, skriver *Norges Bank* i sin høringsuttalelse at:

«Norges bank ser ingen grunn til at spesialfond skal være underlagt noe form for krav til likvid plassering av fondets midler og foreslår at spesialfond unntas fra hele § 4–6,»

Norges Bank viser i denne sammenheng generelt til reguleringen av hedgefond i andre land hvor det synes å være lagt opp til få eller ingen restriksjoner i forhold til investeringsområde, plasseringsmuligheter og muligheter for giring og shortsalg, og at det kompenseres med strenge krav til informasjon og krav om redegjørelse for fondets investeringsstrategi, eventuelt kombinert med en begrensning av hvilke investorer salg av andeler i slike fond kan rettes mot. Norges bank anbefaler at man også i Norge går inn på en slik reguleringsmessig tilnærming.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til Kredittilsynets forslag på dette punkt.

11.4 Departementets vurdering

Høringsinstansene har gitt uttrykk for at spesialfond bør gis flere unntak fra verdipapirfondlovens regler om krav til fondets investeringsområde og likviditet enn det Kredittilsynet har foreslått. I det følgende vil departementet drøfte dette nærmere i forhold til type investeringsobjekt. Innledningsvis drøftes plasseringsbegrensninger som følge av kravet til likvid plassering av fondets midler.

Verdipapirfondloven § 4–6 stiller krav til likvid plassering av fondets midler. Bestemmelsens første ledd er til hinder for at verdipapirfond kan plassere fondets midler i *unoterte finansielle instrumenter*. Adgang til å kunne investere i slike unoterte finansielle instrumenter er sentralt i forhold til begrunnelsen for å åpne for en ny fondskategori, jf. kapittel 5 ovenfor. Finansdepartementet slutter seg derfor til Kredittilsynets forslag om at verdipapirfondloven § 4–6 første ledd ikke skal gjelde for spe-

sialfond. Verdipapirfondloven § 4–6 annet ledd utvider adgangen til investering i pengemarkedsinstrumenter i forhold til bestemmelsens første ledd. Når det foreslås å gjøre unntak for spesialfond fra § 4–6 første ledd, jf. ovenfor, vil bestemmelsene i annet ledd ikke lenger være aktuelle, jf. forslaget § 1–1 nytt annet ledd nr. 2. Verdipapirfondloven § 4–6 tredje ledd er til hinder for at verdipapirfond kan investere i unoterte eller ikke garanterte derivater. I likhet med Kredittilsynet legger departementet opp til at spesialfonds plassering i unoterte derivater og derivater med unoterte underliggende skal reguleres nærmere i forskrift om verdipapirfonds handel med derivater, jf. vpfl. § 4–5 første ledd nr. 6. På denne bakgrunn foreslås at § 4–6 ikke skal gjelde overfor spesialfond, jf. forslaget § 1–1 nytt andre ledd nr. 2.

Adgangen for verdipapirfond til å investere fondets midler i *andeler i andre verdipapirfond (fond i fond)* er regulert i vpfl. § 4–5 tredje ledd. En rekke høringsinstanser anser at spesialfond bør gis større mulighet til å investere i andeler i andre verdipapirfond. Flere av høringsinstansene tar spesielt til orde for at spesialfond skal kunne investere i andeler i andre verdipapirfond uavhengig av om det er opprettet betryggende tilsynsmessig samarbeid mellom Norge og det landet fondet befinner seg i, jf. § 4–5 tredje ledd nr. 1. Kravet til «betryggende tilsyn» innebærer at institusjonen må være underlagt tilsynsregler som tilsynsmyndighetene anser for å svare til EØS-reglene. Norge har, som Kredittilsynet nevner, tilsynssamarbeid med alle EØS-statene og USA. Så fremt det ikke opprettes tilsynssamarbeid med øvrige lands tilsynsmyndigheter, vil ikke spesialfond etter Kredittilsynets forslag kunne investere i fond som er registrert i andre stater enn USA og EØS-statene.

Etter departementets syn er det nødvendig å skille mellom tilsynsmessig samarbeid mellom hjemstaten for det aktuelle fondet og hjemstaten for fondets forvalter/forvaltningsselskap. Etter departementets vurdering bør det opprettholdes et krav om tilsynsmessig samarbeid mellom Norge og forvalters/forvaltningsselskapets hjemstat. De sentrale beslutninger knyttet til forvaltningen av fondet mv. vil utføres av forvalter/forvaltningsselskapet, og det er derfor avgjørende at norske myndigheter har et etablert samarbeid med forvalters tilsynsmyndigheter. Et krav om tilsynssamarbeid med fondets hjemstat, vil etter det opplyste avskjære en rekke fond-i-fond strukturer fra det norske markedet. Etter departementets vurdering er heller ikke behovet for et slikt tilsynssamarbeid særlig stort, så lenge det er etablert tilsynssamarbeid med forvalters/forvaltningsselskapets hjem-

stat. Etter en helhetsvurdering vil departementet derfor ikke oppstille et slikt tilsynssamarbeid som vilkår for at fondet kan inngå i porteføljen til et norsk fond i fond. Det vises til lovforslaget § 1–1 annet ledd nr. 1.

Verdipapirfond har kun adgang til å investere i *valutatermin- og valutaopsjoner* til sikring av valutaeksponering i fondets øvrige plasseringer, jf. vpfl. § 4–5 første ledd nr. 5. Forslaget om å unnta spesialfond fra denne begrensningen, er ikke møtt med innvendinger i høringen. Departementet deler Kredittilsynets oppfatning om at det er behov for å innrømme spesialfond adgang til å investere i slike derivater også uten at formålet er å sikre seg mot valutaeksponering i fondets øvrige plasseringer. Finansdepartementet vil fastsette slike regler i forskrift, jf. vpfl. § 4–5 annet ledd.

Flere høringsinstanser foreslår at både spesialfond og verdipapirfond skal kunne investere i *kredittderivater*. Kredittderivater er finansielle kontrakter som overfører hele eller deler av kredittrisikoen knyttet til lån, obligasjoner eller andre engasjementer som en forsikringskontrakt. Kredittderivater kan benyttes av verdipapirfond både i form av posisjonstagnung og ved risikostyring og avlastning av kredittrisiko forbundet med fondets investeringer. Ny lov om verdipapirhandel (jf. lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel) endrer definisjonen av finansielle instrumenter på visse punkter. Det følger av loven § 2–2 første ledd nr. 4, jf. femte ledd nr. at kredittderivater er å anse som finansielle instrumenter. Forskrift 8. juli 2002 nr. 800 om verdipapirfonds handel med derivater (derivatforskriften) § 4–5 stiller krav om at et derivat må ha et finansielt instrument som nevnt i verdipapirfondloven § 4–5, en finansiell indeks, rente valuta eller vekslingskurs som underliggende. Spesialfond og verdipapirfond vil således ha adgang til å investere fondets midler i kredittderivater så fremt derivatavtalen har et finansielt instrument som underliggende.

Verdipapirfond kan bare investere i *pengemarkedsinstrumenter* som normalt handles på penge-

markedet, er likvide og kan verdifastsettes til enhver tid, jf. verdipapirfondloven § 4–5 femte ledd. Kredittilsynets forslag om å opprettholde disse kravene også i forhold til spesialfond, ble i høringen bare møtt med innvendinger fra Norges Bank, som foreslår at det gjøres unntak fra hele § 4–5 for spesialfond. Norges Bank viser til reguleringen av spesialfond i andre land, hvor det synes å være lagt opp til få eller ingen begrensninger i forhold til investeringsområdet for spesialfond. Begrunnelsen er således generell. Kredittilsynet ba særskilt om innspill på om det er behov for å kunne plassere midler i pengemarkedsinstrumenter med svak likviditet. Ingen av høringsinstansene har uttalt seg spesielt om dette spørsmålet.

Tilleggskravet i verdipapirfondloven § 4–5 femte ledd er begrunnet med hensynet til å sikre likviditeten i de investeringene verdipapirfond foretar i pengemarkedsinstrumenter. Departementet har sluttet seg til Kredittilsynets forslag om å unnta spesialfond fra lovens krav til likvid plassering av fondets midler, jf. omtale ovenfor. På denne bakgrunn er det etter departementets vurdering ikke grunn til å opprettholde kravet i vpfl. § 4–5 femte ledd overfor spesialfond, jf. forslaget § 1–1 nytt annet ledd bokstav a. Det innebærer at spesialfond vil kunne investere i øvrige pengemarkedsinstrumenter, jf. lovforslaget § 1–1 nytt annet ledd nr. 1.

En rekke høringsinstanser har tatt opp spørsmålet om spesialfond bør kunne investere i *andre formuesobjekter enn finansielle instrumenter*, herunder fast eiendom. Det vises til at departementet i forskrift vil kunne fastsette at loven helt eller delvis skal gjelde forvaltning av fond som tar sikte på å anskaffe andre formuesobjekter enn finansielle instrumenter, jf. verdipapirfondloven § 1–5.

Flere av høringsinstansene har tatt opp Kredittilsynets omtale i høringsnotatet av verdipapirfonds adgang til å påta seg garantiforpliktelser i forbindelse med emisjoner. Dette spørsmålet omtales nedenfor i kapittel 13.

12 Krav til diversifisering – relative plasseringsregler

12.1 Gjeldende rett

Forvaltningsselskap for verdipapirfond har en generell plikt til å sørge for at verdipapirfondet til enhver tid har en hensiktsmessig spredning av risikoen for tap, jf. verdipapirfondloven § 4–8. Bestemmelsen lyder som følger:

«§ 4–8. Risikospredning

Forvaltningsselskapet skal se til at verdipapirfondets beholdning av finansielle instrumenter har en sammensetning som gir en hensiktsmessig spredning av risikoen for tap.

Et verdipapirfonds plasseringer i finansielle instrumenter utstedt av samme selskap kan, med de begrensninger som følger av § 4–9, ikke utgjøre mer enn:

1. 5 prosent av fondets eiendeler, eller
2. 10 prosent av fondets eiendeler dersom den samlede verdi av plasseringer som nevnt i dette punktum ikke overstiger 40 prosent av fondets eiendeler, eller
3. 35 prosent av fondets eiendeler dersom de omsettelige verdipapirene eller pengemarkedsinstrumentene er utstedt eller garantert av en stat som er part i EØS-avtalen, dennes lokale offentlige myndigheter eller av internasjonale statlige organisasjoner der en eller flere av statene som er part i EØS-avtalen deltar, eller
4. 25 prosent av fondets eiendeler dersom verdipapirene er obligasjoner med fortrinnsrett utstedt av foretak hjemmehørende i en EØS-stat etter bestemmelsene i finansieringsvirksomhetsloven kapittel 2 underkapittel IV.

Etter særskilt tillatelse fra tilsynsmyndigheten kan inntil 100 prosent av et verdipapirfonds eiendeler plasseres i omsettelige verdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter som nevnt i foregående ledd nr. 3. Det er et vilkår for tillatelsen at verdipapirfondet skal eie omsettelige verdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter fra minst seks ulike utstedelser og at de omsettelige verdipapirene eller pengemarkedsinstrumentene fra én og samme utstedelse ikke overstiger 30 prosent av verdipapirfondets samlede eiendeler.

Et verdipapirfonds plasseringer i henhold til annet ledd nr. 1 til 4, syvende ledd tredje punktum og niende ledd, kan ikke anvendes

samtidig for så vidt gjelder innskudd eller finansielle instrumenter utstedt av samme selskap. Likevel tillates kumulasjon av plasseringer i henhold til annet ledd nr. 1 til 4 som samlet ikke overstiger 20 prosent av fondets eiendeler for så vidt de finansielle instrumentene er utstedt av selskaper i samme konsern som angitt i femte ledd. Et verdipapirfonds plasseringer i henhold til annet ledd nr. 1, syvende ledd tredje punktum og niende ledd utstedt av samme selskap, kan samlet ikke overstige 20 prosent av fondets eiendeler.

Selskaper innenfor samme konsern, som definert i direktiv 83/349/EØF og lov om årsregnskap av 17. juli 1998 nr. 56 § 1–3 eller i overensstemmelse med anerkjente internasjonale regnskapsregler, anses for å være samme selskap i forhold til investeringsgrensene i denne paragraf og § 4–8a.

Bestemmelsene i annet og tredje ledd gjelder ikke tegning i emisjoner i henhold til fortrinnsrett for finansielle instrumenter som verdipapirfondet eier.

Underliggende til et derivat skal telle med i beregningen av de grenser som er fastsatt i annet ledd nr. 1 til 3 etter forskrift fastsatt av departementet. Det kan gjøres unntak fra foregående punktum for indeksderivatfond etter forskrift fastsatt av departementet. Et verdipapirfonds plasseringer i unoterte derivater må, når det gjelder risiko på samme motpart, følge forskrift fastsatt av departementet.

Et verdipapirfonds plasseringer i verdipapirfondsandeler tilhørende ett og samme verdipapirfond kan, med de begrensninger som følger av § 4–9, ikke utgjøre mer enn 20 prosent av fondets eiendeler.

Alternativt kan et verdipapirfonds plasseringer i innskudd hos samme bank ikke utgjøre mer enn 20 prosent av fondets eiendeler.

Tilsynsmyndigheten kan gi samtykke til etablering av verdipapirfond som fraviker bestemmelsene i denne paragraf.»

Verdipapirfondloven § 4–9 regulerer verdipapirfonds adgang til å investere i finansielle instrumenter fra én og samme utsteder, og innebærer i så måte også et krav til diversifisering. Bestemmelsen lyder som følger:

«§ 4–9. Risikoberegning

Verdipapirfondets plasseringer kan ikke overstige:

1. 10 prosent av aksjekapitalen eller den stemmeberettigede kapital i ett selskap
2. 10 prosent av obligasjonene eller 10 prosent av pengemarkedsinstrumentene fra én og samme utsteder med mindre obligasjonene eller pengemarkedsinstrumentene er utstedt eller garantert av stat som er part i EØS-avtalen, dennes lokale offentlige myndigheter eller av internasjonale statlige organisasjoner der én eller flere av statene som er part i EØS-avtalen deltar
3. 25 prosent av andelene i ett og samme verdipapirfond.

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.

Et verdipapirfond kan ikke eie finansielle instrumenter eller ha rett til å bli eier av finansielle instrumenter utover det som følger av bestemmelsene i denne paragraf. Rett til salg av aksjer på grunnlag av opsjoner eller terminer kan trekkes fra i beregningene i denne paragraf etter nærmere regler fastsatt av tilsynsmyndigheten.

Tilsynsmyndigheten kan gi samtykke til etablering av verdipapirfond som fraviker bestemmelsene i denne paragraf.»

Kredittilsynet kan gi samtykke til å etablere fond som fraviker bestemmelsen. Bestemmelsen gjennomfører direktiv 85/611/EØF (UCITS-direktiv) artikkel 25. Formålet med bestemmelsen er å motvirke uheldig maktkonsentrasjon i næringslivet ved at verdipapirfondsforvaltere får slik institusjonell makt som kan innebære uheldige maktkonsentrasjoner, men den medvirker også til risikospredning, jf. Ot.prp. nr. 68 (1980–1981) s. 10 og 11 og Ot.prp. nr. 15 (1993–1994) s. 14. Med institusjonell makt siktes det først og fremst til at det er forvaltningsselskapets ledelse som utøver stemmeretten for aksjer fondet eier – ikke andelseierne. Stemmeretten kan imidlertid bare utøves etter fullmakt fra fondets styre, og slik fullmakt er bare gyldig dersom et flertall av de andelseiervalgte styremedlemmene er enige i det, jf. verdipapirfondloven § 4–4 annet ledd. Om enn i noe mindre grad, kan eiere av verdipapirfondsandeler og diverse gjeldsinstrumenter også øve innflytelse på utstederne av slike instrumenter. Også i forhold til disse instrumentene er det forvaltningsselskapet som utøver alle rettigheter som knytter seg til dem, jf.

§ 4–4 første ledd, og disse instrumentene er derfor også omfattet av § 4–9.

For såkalte «indeksfond» kan det gjøres unntak fra begrensningene i § 4–9 etter bestemmelsene i vpfl. § 4–8a. Bestemmelsen lyder som følger:

«§ 4–8a. Indeksfond

Et verdipapirfonds plasseringer i aksjer og obligasjoner utstedt av samme selskap kan uavhengig av de grenser som følger av §4–9, utgjøre inntil 20 prosent av fondets eiendeler når følgende betingelser er oppfylt:

1. det fremgår av fondets vedtekter at investeringene skal etterligne sammensetningen av en bestemt aksje- eller obligasjonsindeks,
2. indeksens sammensetning er tilstrekkelig diversifisert,
3. indeksen representerer et passende sammenligningsgrunnlag for det marked som indeksen refererer til, og
4. indeksen offentliggjøres på en tilfredsstillende måte.

Den fastsatte grense i første ledd kan forhøyes til 35 prosent for så vidt gjelder plasseringer i ett selskap når det er påkrevet av hensyn til spesielle markedsforhold.»

12.2 Kredittilsynets høringsnotat

Kredittilsynet legger til grunn at spesialfond – i perioder – vil kunne ha problemer med å holde seg innenfor bl.a. verdipapirfondloven § 4–8 annet ledd nr. 1 og 2.

Kredittilsynet foreslår på denne bakgrunn at verdipapirfondloven § 4–8 ikke skal gjelde for spesialfond. Det erkjennes at det kan medføre at man får fond med porteføljer med stor bedriftsspesifikk risiko. Kredittilsynet anser likevel at en profesjonell investor må antas å kunne vurdere konsekvensene av at porteføljen eventuelt ikke er veldiversifisert.

Kredittilsynet foreslår ikke å gjøre unntak fra verdipapirfondloven § 4–9 for spesialfond. Kredittilsynet mener at bestemmelsens formål utelukkende er å forhindre at verdipapirfond får for stor innflytelse i selskaper de investerer i, og at den således ikke har til formål å regulere risikoen i fondets investeringer, slik bl.a. § 4–8 gjør. På denne bakgrunn mener Kredittilsynet at formålet bak verdipapirfondloven § 4–9 ikke tilsier at det gjøres forskjell på ordinære verdipapirfond og spesialfond.

12.3 Høringsinstansenes merknader

De høringsinstansene som har uttalt seg om dette spørsmålet, er positive til Kredittilsynets forslag om å gjøre fullt unntak fra kravet til risikospredning i verdipapirfondloven § 4–8.

Enkelte av høringsinstansene går imidlertid også inn for at spesialfond bør unntas fra begrensningene i verdipapirfondloven § 4–9. Dette gjelder *Finansnæringens hovedorganisasjon, Norges Bank, Oslo børs, Verdipapirfondenes forening og Warren Wicklund kapitalforvaltning ASA*.

Finansnæringens hovedorganisasjon skriver følgende i denne sammenheng:

«FNH mener tiden nå må være moden for en generell gjennomgang av [verdipapirfondloven § 4–9], 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 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, for eksempel «special situations»-fond, som spesialiserte 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 i henhold til vpfl. § 4–9 siste ledd. Vpfl. § 4–9 annet ledd gir Kredittilsynet allerede i dag tilstrekkelige 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.»

Verdipapirfondenes forening skriver følgende i denne sammenheng:

«Etter vår oppfatning bør samtlige spesialfond gis anledning til å eie mer enn 10 prosent av et selskap. Som Kredittilsynet selv påpeker er den eksisterende bestemmelsen om dette, jf. vpfl § 4–9 første ledd, ikke begrunnet med hensynet til diversifisering, men er innført for å forhindre at verdipapirfond får for stor innflytelse i selskaper de investerer i. Kredittilsynet viser til at for nasjonale fond er det allerede i dag anledning for tilsynsmyndigheten å dispensere fra denne bestemmelsen, og tilsvarende adgang vil også gjelde for spesialfond. Kredittilsynet framhever imidlertid at «spørsmålet om at vpfl § 4–9 ikke skal gjelde for visse typer spesialfond er så prinsipiell at det bør løftes opp som en lovsak». Den eksisterende lovbestemmelsen stammer fra verdipapirfondloven som ble vedtatt i 1981, og denne er på mange måter et «produkt av sin tid». Det samme gjelder for den tilsvarende bestemmelsen i UCITS-direktivet fra 1985, og som under enhver omstendighet setter absolutte begrensninger for UCITS-fond. På 80-tallet var mye av oppmerksomheten rettet rundt farene med maktkonsentrasjon i næringslivet, ikke minst representert gjennom såkalte institusjonelle investorer. I løpet av 90-årene er det blitt en tiltagende oppmerksomhet omkring prinsipper for god eierstyring og selskapsledelse («corporate governance»). En av de åpenbare lærdommene har vært at «pulverisering» av eierskap (reduisert maktkonsentrasjon) lett resulterer i en forskyvning av makt fra aksjeeierfellesskapet til aksjeselskapets daglige ledelse. En slik redusert eierkontroll kan lett gi svært uønskede konsekvenser, der blant annet toppledelsen kan berike seg selv i uønsket grad og få incentiver til å foreta andre disposisjoner som ikke fremmer selskapets verdiskaping. En annen lærdom har vært at også minoritetsaksjonærer må være mer overvåkne og aktive eiere, hvilket også i tiltakende grad er blitt praksis fra forvaltningsselskapenes side på vegne av fondene de forvalter. Hvis hovedregelen fortsatt skal være at nasjonale fond og spesialfond utenom «venturefond» ikke skal kunne eie mer enn 10 prosent av selskapene de investerer i, må argumentet være at denne form for

eiene gir uønskede samfunnsøkonomiske effekter i forhold til andre type eiene som ikke er underlagt slike begrensninger. Vi kan ikke se noen forhold som skulle underbygge et slikt syn, og vi kan heller ikke se noen argumenter for at adgangen til å eie mer enn 10 prosent av et selskap skal være forbeholdt «venturefond». Vår prinsipielle holdning er derfor at fond som ikke er UCITS-fond (både nasjonale fond og spesialfond) generelt bør kunne tillates å eie mer enn 10 prosent av et selskap.»

Warren Wicklund Kapitalforvaltning ASA skriver følgende på dette punkt:

«Warren Wicklund er kritiske til at man velger å opprettholde forbudet mot at verdipapirfond [...] kan eie mer enn 10 % av et selskap også for spesialfond, men ikke for venturefond, jfr. forslag til ny § 4–9, annet ledd i VPFL. Dette vil etter vår oppfatning gjøre at norsk jurisdiksjon vil bli uaktuell for en del sentrale hedgefondstrategier. Samtidig mener vi at en type aktør som kjøper større andeler i selskaper for å omstrukturere eller lignende, vil kunne være en nyttig aktør for det norske verdipapirmarkedet og at det vil være uheldig at denne kapitalen skal bindes i investeringsselskaper eller utenlandske hedgefond fremfor norske.»

Enkelte høringsinstanser, som *Norsk Venturekapitalforening*, *NOS clearing ASA* og advokatfirmaet *Thommessen* har påpekt at begrensningene i § 4–9 under enhver omstendighet ikke bør gjøres gjeldende for såkalte «private equity» eller venturefond. I lys av departementets konklusjon under kapittel 7 (om at «private equity»-fond ikke skal omfattes av verdipapirfondloven), kommenteres ikke disse uttalelsene nærmere.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til Kredittilsynets forslag på dette punkt.

12.4 Departementets vurdering

Krav til risikospredning

Finansdepartementet slutter seg på til Kredittilsynets forslag om at spesialfond unntas fra reglene om risikospredning i verdipapirfondloven § 4–8, jf. lovforslaget § 1–1 nytt annet ledd nr. 3.

Plasseringsbegrensninger i forhold til utsteder

Formålet med begrensningene som følger av verdipapirfondloven § 4–9 er å forhindre at forvaltningsselskaper skal kunne utøve betydelig innflytelse over et utstederselskap. Bestemmelsen skal hindre at forvaltningsselskaper for verdipapirfond får for stor institusjonell makt i næringslivet. Bestemmelsen har imidlertid også i enkelte tilfeller en indirekte diversifiseringseffekt. Lignende bestemmelser finnes i finansieringsvirksomhetsloven § 2–16 og forsikringsloven § 6–2.

Etter departementets vurdering er det ikke påvist tungtveiende grunner for at spesialfond (som altså etter departementets forslag ikke inkluderer «private equity»-fond) har behov for et generelt unntak fra verdipapirfondloven § 4–9. Formålet med bestemmelsen gjør seg fullt ut gjeldende for slike fond, og departementet kan heller ikke se at den i vesentlig grad vil vanskeliggjøre virksomheten til spesialfond. I den grad bestemmelsen likevel skulle innebære en hindring for visse investeringsstrategier, viser departementet til at Kredittilsynet vil kunne samtykke i at det etableres fond som kan fravike bestemmelsen. Departementet slutter seg derfor til Kredittilsynets forslag om at spesialfond ikke gis unntak fra verdipapirfondloven § 4–9.

Når det gjelder høringsuttalelsen til FNH, vil departementet bemerke at plasseringsbegrensningen i bestemmelsen knytter seg til fondets nettoinnhav.

13 Låneopptak, utlån av finansielle instrumenter, sikkerhetsstillelse og short handel

13.1 Gjeldende rett

Det følger av verdipapirfondloven § 4–11 første ledd at forvaltningsselskapet ikke kan ta opp lån for regning av et verdipapirfond, pådra fondet kausjons- eller garantiforpliktelser eller pantsette verdipapirfondets eiendeler. Bestemmelsen lyder som følger:

«§ 4–11. Opptak av lån for regning av et verdipapirfond

Forvaltningsselskapet kan ikke oppta lån for regning av et verdipapirfond, pådra fondet kausjons- eller garantiforpliktelser eller pantsette verdipapirfondets eiendeler. Forvaltningsselskapet kan ikke selge finansielle instrumenter fondet ikke eier med mindre departementet i forskrift har gitt nærmere regler om dette.

Et forvaltningsselskap kan på vegne av et verdipapirfond likevel:

1. oppta kortsiktige lån for inntil 10 prosent av fondets eiendeler
2. pantsette fondets eiendeler som sikkerhet for oppfyllelse av opsjons- og futureskontrakter.»

Finansieringen skal i det vesentlige være innskuddsbasert, jf. verdipapirfondloven § 1–2 første ledd nr. 1. Det er som utgangspunkt ikke åpnet for økning av risikoen i verdipapirfondet gjennom låneopptak. Forvaltningsselskap kan likevel for fondets regning ta opp kortsiktige lån for inntil ti prosent av fondets verdi, jf. verdipapirfondloven § 4–11 annet ledd nr. 1. Det fremgår av forarbeidene at bestemmelsen bare gir hjemmel til å ta opp likviditetslån, slik at et fond ikke kan utvide sin plasseringsvirksomhet ved å ta opp lån, jf. Ot.prp. nr. 15 (1993–94) s. 40.

For det formål å stille sikkerhet for oppfyllelse av opsjons- og futureskontrakter, kan forvaltningsselskapet også pantsette fondets eiendeler, jf. verdipapirfondloven § 4–11 annet ledd nr. 2.

Verdipapirfondloven § 4–11 første ledd annet punktum oppstiller forbud mot å «selge finansielle instrumenter fondet ikke eier» med mindre det er

tillatt i henhold til forskrift fastsatt av departementet.

Forskrift 8. juli 2002 nr. 800 om verdipapirfonds handel med derivater ble endret 23. mars 2007. Endringen åpner for at verdipapirfond kan selge finansielle instrumenter fondet ikke eier i termin, som ledd i en bytteavtale og ved utstedelse av en kjøpsopsjon, og det stilles krav til dekning av slikt shortsalg. Forskriftsendringen er fastsatt på bakgrunn av et utkast fra Kredittilsynet, og følger opp EU-kommisjonens anbefaling 2004/383/EF for UCITS-fonds bruk av derivater.

Verdipapirfondloven § 4–12 første punktum gir departementet kompetanse til å gi forskrifter om verdipapirfonds adgang til å låne ut finansielle instrumenter. Bestemmelsen lyder som følger:

«§ 4–12. Utlån av finansielle instrumenter

Departementet kan gi forskrifter om verdipapirfonds adgang til å låne ut finansielle instrumenter. Utlån av finansielle instrumenter kan bare skje gjennom medvirkning av verdipapirforetak eller oppgjørssentral.»

Adgangen er nærmere regulert i forskrift 6. januar 2003 nr. 9 om verdipapirfonds utlån av finansielle instrumenter. Formålet med utlånet skal være å få høyere risikojustert avkastning, jf. forskriften § 2. Det er ikke adgang til å låne ut mer enn fem prosent av fondets eiendeler til samme mellommann mv., jf. forskriften § 3 siste ledd. Utlån av finansielle instrumenter kan utgjøre inntil 50 prosent av fondets eiendeler jf. forskriften § 4 første ledd første punktum.

Oppsigelsesfristen for utlån skal ikke overstige ordinær oppgjørssyklus i det aktuelle verdipapirregisteret. Inntil 10 prosent av fondets eiendeler kan likevel lånes ut med oppsigelsesfrist på inntil 30 dager. Forvaltningsselskapet kan bare låne ut finansielle instrumenter som er opptatt til offisiell notering på børs eller omsettes på annet regulert marked som fungerer regelmessig og er åpent for allmennheten. Alle inntekter fra utlånet skal tilfalle fondet. Etter låneperiodens utløp skal identiske finansielle instrumenter i samme mengde som de utlånte føres tilbake til fondet, jf. forskriften § 4.

13.2 Kredittilsynets høringsnotat

Kredittilsynet foreslår at spesialfond skal unntas fra bestemmelsene i verdipapirfondloven § 4–11 første ledd, når det gjelder låneopptak, pantsettelse og shortsalg. Kredittilsynet legger videre til grunn at spesialfond som selger finansielle instrumenter short, også skal kunne låne inn finansielle instrumenter.

Når det gjelder forbudet mot at fondet kan påta seg kausjons- eller garantiforpliktelser, jf. § 4–11 første setning andre alternativ, foreslår Kredittilsynet at dette også skal gjelde for spesialfond. Dette er begrunnet på følgende måte på s. 60 i høringsnotatet:

«Det følger av definisjonen i vpfl. § 1–2 nr. 1 at et verdipapirfond består av finansielle instrumenter, bankinnskudd og likviditetsreserver. Dessuten vises til definisjonen av verdipapirfondsforvaltning i vpfl. § 1–2 nr. 3. Dersom et forvaltningsselskap skulle stille garanti på vegne av et fond i forbindelse med emisjoner, ville selskapet gått utenfor definisjonen av verdipapirfondsforvaltning, noe det ikke er anledning til og noe Kredittilsynet heller ikke vil foreslå endring i.»

Kredittilsynet foreslår ingen særregulering i forhold til verdipapirfondloven § 4–12 om utlån av finansielle instrumenter. Kredittilsynet begrunner dette med at det ikke kjenner til om spesialfond kan ha særskilt behov for å foreta utlån eller om forskriften vil skape særlige problemer.

13.3 Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har kommet med innvendinger mot Kredittilsynets forslag om å unnta spesialfond fra bestemmelsene i verdipapirfondloven § 4–11 når det gjelder låneopptak, pantsettelse og shortsalg.

Norges Bank anser imidlertid at spesialfond bør unntas fra verdipapirfondloven § 4–11 i sin helhet, og skriver følgende i denne sammenheng:

«Norges Bank ser ingen grunn til at spesialfond ikke skal kunne pådra seg kausjons- eller garantiforpliktelser, og foreslår at [...]spesialfond dermed unntas fra hele § 4–11,»

Når det gjelder garantiforpliktelser har enkelte høringsinstanser merknader til Kredittilsynets framstilling av gjeldende rett. *Finansnæringens hovedorganisasjon* gir uttrykk for følgende:

«Kredittilsynet skriver på s. 60 i høringsnotatet at det er 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.»

Oslo Børs, Verdipapirfondenes Forening og Warren Wicklund Kapitalforvaltning ASA gir uttrykk for tilsvarende synspunkter.

Enkelte av høringsinstansene har merknader når det gjelder Kredittilsynets forslag i forhold til spesialfonds adgang til utlån av finansielle instrumenter. *Verdipapirfondenes forening* uttaler bl.a.:

«Kredittilsynet foreslår ingen endringer i forskrift om verdipapirfonds utlån av finansielle instrumenter, men antar at forskriftens krav til motpart kan skape problemer, og ber derfor høringsinstansene om å komme med synspunkter på dette. Vi kan umiddelbart bekrefte at forskriftens krav om at det ikke kan lånes ut mer enn 5 prosent av fondets eiendeler til samme mellommann (dersom dette ikke er en oppgjørssentral), er problematisk for forvaltningsselskapene. Dette gjelder også for ordinære verdipapirfond. Bestemmelsen er etter vår oppfatning unødig streng og er i praksis til hinder for at forvaltningsselskap i mange situasjoner vil vurdere det som forretningsmessig interessant å foreta utlån av finansielle instrumenter, jf. at dette er aktiviteter med meget små marginer hvor det er nødvendig med store volumer for at det skal være lønnsomt for partene. Vi viser i denne forbindelse til brev fra FNH til departementet datert 4. mars 2004 hvor det argumenteres for at det neppe er grunnlag for å trekke et skarpt skille ved sammenligning av kredittrisiko mellom oppgjørssentraler og verdipapirforetak særlig når sistnevnte inngår som en del av virksomheten til de største bankene. Etter vår oppfatning bør den eksisterende prosentgrensen fjernes eller i alle fall heves betraktelig. Endringen bør gjøres gjeldende både for spesialfond og ordinære verdipapirfond.»

Finansnæringens hovedorganisasjon og *Oslo Børs* gir uttrykk for tilsvarende synspunkter.

Innovasjon Norge, Norsk venturekapitalforening, Næringslivets hovedorganisasjon, advokatfirmaet Thommessen gir uttrykk for at begrensningene på adgangen til å stille garantier for emisjoner under enhver omstendighet ikke bør gjøres gjeldende for private equity og venturefond.

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til Kredittilsynets forslag på dette punkt.

13.4 Departementets vurdering

Kredittilsynets forslag om å unnta spesialfond fra forbudet mot å oppta lån, pantsette fondets eiendeler og å handle finansielle instrumenter short i verdipapirfondloven § 4–11 første ledd er ikke møtt med innvendinger i høringen. Etter departementets vurdering er det en forutsetning for at spesialfond skal kunne gjennomføre sine investeringsstrategier at de unntas fra disse begrensningene, jf. også omtale i kapittel 3. Departementet slutter seg på denne bakgrunn til Kredittilsynets vurdering, jf. forslaget § 1–1 nytt annet ledd nr. 4.

Det skal fremgå av vedtektene i hvilken grad forvaltningsselskapet kan lånefinansiere investeringer, pantsette fondets eiendeler og å inngå avtaler om shorthandel. Det vises for øvrig til at departementet i forskrift vil kunne fastsette nærmere krav til spesialfonds risiko og styring av risiko, se nærmere omtale i kapittel 9 og 16.

Norges Bank tar til orde for at spesialfond skal kunne stille garanti eller kausjon. Når venturefond ikke foreslås regulert innenfor rammen av verdipapirfondloven, ser ikke departementet at det er behov for å åpne for dette i forhold til spesialfond. I tråd med Kredittilsynets forslag, opprettholdes dermed dette forbudet også for spesialfond, jf. forslaget § 1-1 nytt annet ledd nr. 4.

I høringen reiste enkelte høringsinstanser et spørsmål om hvordan gjeldende rett skulle forstås i forhold til fulltegningsgarantier mv. jf. og pkt. 11.3 ovenfor. Verdipapirfondloven § 4–11 første punktum lød opprinnelig «pådra fondet kausjons- eller andre garantiforpliktelser», jf. Ot.prp. nr. 68 (1980–81) side 28 annen spalte og Innst. O. nr. 91 (1980–81) side 8. Ordlyden er senere endret, uten at det er tilsiktet noen realitetsendring. Det er naturlig å forstå den opprinnelige ordlyden slik at fondet ikke kan stille garanti for oppfyllelse av forpliktelser, verken egne eller andres. Et verdipapirfond kan således stille garantier i forbindelse med emisjoner (så lenge summen av tegningsbeløpet og investeringer i samme selskap er innenfor de alminnelige investeringsbegrensningene som gjelder for fondet).

Enkelte høringsinstanser har også tatt opp et spørsmål knyttet til forskrift om verdipapirfonds utlån av finansielle instrumenter. Departementet har bedt om innspill fra relevante næringsorganisasjoner på dette punktet, og vil vurdere endringer i lys av slike eventuelle innspill.

14 Depotmottakers rolle

14.1 Gjeldende rett

Verdipapirfond har plikt til å inngå avtale om depot med en depotmottaker, jf. verdipapirfondloven § 5–1, jf. § 5–2. Depotmottaker må være et foretak under offentlig tilsyn, jf. verdipapirfondloven § 1–2 første ledd nr. 4.

Depotmottakers plikter er regulert i blant annet verdipapirfondloven § 5–1 og § 5–3. Verdipapirfondloven § 5–1 lyder som følger:

«§ 5–1. Plikt til å ha depotmottaker

Alle finansielle instrumenter, likvider og andre aktiva som inngår i et verdipapirfond, skal oppbevares eller føres på konti i et verdipapirregister av én depotmottaker. Depotmottakeren mottar også innbetalinger og forestår utbetalinger for fondet etter anvisning av forvaltningsselskapet. Bestemmelsen er ikke til hinder for at forvaltningsselskapet mottar oppgjør for salg av andeler. Midler som innkommer ved slike oppgjør skal snarest mulig overføres til depotmottakeren.

Forvaltningsselskapet velger depotmottaker for fondet. Valget skal godkjennes av tilsynsmyndigheten. Tilsynsmyndigheten kan gi nærmere regler for godkjenning av ledelsen i et depotmottakerforetak og om plikt for foretaket til å melde fra til tilsynsmyndigheten om endringer i ledelsen.»

Verdipapirfondloven § 5–3 lyder som følger:

«§ 5–3. Instruks om salg, kjøp, nyttegning og utbetaling

Depotmottakeren skal følge forvaltningsselskapets instruksjoner om salg, kjøp og nyttegning av finansielle instrumenter og om utbetalinger fra fondet. Depotmottakeren må ikke etterkomme instruks fra forvaltningsselskapet som er i strid med lov eller fondets vedtekter.

Dersom depotmottakeren ikke finner å kunne etterkomme en instruksjon fra forvaltningsselskapet, skal depotmottakeren bringe spørsmålet inn for tilsynsmyndigheten som avgjør tvisten. Andelseiernes rett til å gjøre gjeldende ansvar overfor forvaltningsselskapet berøres ikke av bestemmelsen i forrige punktum.»

Depotmottakeren er underlagt forvaltningsselskapets instruksjoner om disposisjoner over fondets midler, men skal ikke etterkomme instruks som er i strid med lov eller fondets vedtekter, jf. § 5–3 første ledd annet punktum. Depotmottakeren er her tillagt en kontrollerende oppgave. Depotmottakeren skal imidlertid bare foreta en formell kontroll og er ikke ansvarlig i spørsmål om instruksene er hensiktsmessige eller økonomisk forsvarlig, jf. Ot.prp. nr. 68 (1980–81) s. 22.

Depotmottakeren er ansvarlig overfor fondet for tap som påføres det som følge av forsømmelser av dets plikter, jf. verdipapirfondloven § 8–1.

14.2 Kredittilsynets høringsnotat

Kredittilsynet drøfter spørsmålet om depotmottakers rolle på side 76–77 i høringsnotatet. Kredittilsynet skriver blant annet følgende:

«Kredittilsynet legger til grunn at de regler som følger av verdipapirfondloven kapittel 5 og Kredittilsynets praksis ikke skaper særlige problemer for spesialfond.

Kredittilsynet foreslår imidlertid en presisering for alle depotmottakere og enkelte tilleggskunnskaper for depotmottaker for spesialfond.

Selv om det allerede følger av dagens regelverk at depotmottaker har en plikt til å kontrollere at andelenes verdi beregnes i samsvar med loven eller vedtektene, framgår som nevnt i punkt 7.10.1.5 ikke denne kontrollplikten eksplisitt av verdipapirfondloven kapittel 5. Kredittilsynet mener at depotmottakers rolle knyttet til kontroll av verdiberegningen bør tydeliggjøres og bør framkomme klart av loven. Kredittilsynet foreslår at kontrollplikten skal bli tydeliggjort også for vanlige verdipapirfond. Fordi spesialfonds plasseringer kan være vanskelig å verdifastsette, er det særlig viktig at depotmottaker for spesialfond foretar en slik selvstendig etterkontroll. Det vises til foreslått nytt tredje ledd i vpfl. § 5–3 om at depotmottaker skal kontrollere at andelsverdiene er beregnet i samsvar med loven, verdipapirfondets vedtekter og forsvarlig praksis for fastsettelse av markedsverdi. Det foreslås at bestemmelsen

skal gjelde både for vanlige verdipapirfond og for spesialfond.

Kredittilsynet har foreslått at lovens alminnelige plasseringsbestemmelser i stor grad ikke skal gjelde for spesialfond, se punkt 7.3. Kredittilsynet har foreslått, se ny vpfl. § 3–3 nr. 4 i ny § 10–4 nr. 2, at spesialfonds vedtekter i stedet skal angi strategi, risikorammer og retningslinjer for hvordan fondets risiko skal styres. Det er også foreslått en forskriftshjemmel slik at departementet kan fastsette nærmere krav til spesialfonds risiko og styring av risiko. Det vises til ny § 10–5 nr. 2 om nytt annet ledd i vpfl. § 3–3. Selv om det er foreslått et slikt krav, mener Kredittilsynet at depotmottaker bør få en utvidet kontrollfunksjon knyttet til overholdelsen av fondets risiko. En slik kontrollinstans utenfor og uavhengig av forvaltningsselskapet vil styrke investorvernet. Depotmottaker skal gjennom sin ordinære kontroll følge fondet løpende og skal dermed ha full innsikt i plasseringene. En depotmottaker som også er «prime broker» og långiver til fondet, vil ha egne incentiver til å følge fondet som en del av den løpende kredittvurderingen.

Kredittilsynet foreslår at depotmottaker løpende skal kontrollere spesialfondets overholdelse av strategi, risikorammer og hvordan risikoen styres. Depotmottaker skal ha plikt til å påse at eventuelle brudd blir rettet opp og til å påse at forvaltningsselskapet rapporterer vesentlige brudd til andelseierne og umiddelbart rapporterer vesentlige brudd til Kredittilsynet. Det vises til forslag om nytt fjerde ledd i vpfl. § 5–3 og nytt tredje ledd i vpfl. § 6–3, se § 10–5 nr. 3 og nr. 5.

Vpfl. § 5–1 første ledd første punktum fastsetter at fondets aktiva skal oppbevares eller føres på konti i et verdipapirregister av en depotmottaker. Et fonds forpliktelser omtales ikke. I vpfl. § 5–3 omtales salg, kjøp, nytegning og utbetalinger. Fondets forpliktelser er ikke nevnt. I og med at det i ny § 5–3 foreslås at depotmottaker løpende skal kontrollere overholdelse av strategi, risikorammer og hvordan risikoen styres, foreslås inntatt en bestemmelse i vpfl. § 5–1 første ledd om at depotmottaker også skal informeres om samtlige forpliktelser som et spesialfond er debitor for, se § 10–4 nr. 6. Dette vil først og fremst være opptak av pengelån. Derivatplasseringer og shortsalg, også udekket shortsalg, vil være salg/ kjøp av finansielle instrumenter som depotmottaker skal instrueres om. Det vil også være depotmottaker som besørger at fondets eiendeler stilles som sikkerhet for fondets forpliktelser.

Siden det foreslås at depotmottaker skal ha plikt til å kontrollere overholdelse av strategi, risikorammer og hvordan risikoen styres, fore-

slås det at depotmottaker skal avgi uttalelse om muligheten for kontroll, for så vidt gjelder nødvendig kunnskap, erfaring og systemer, av det aktuelle spesialfond før vedkommende eventuelt godkjennes som depotmottaker for det aktuelle fond. Depotmottaker må for eksempel kunne avvike vedkommende spesialfonds handelsvolum, kunne håndtere spesialfondets bruk av derivater mv. Det vises til forslag til endret vpfl. § 5–1 annet ledd, se § 10–4 nr. 7.

Verdiberegningen av fondet er grunnlaget for beregning av forvaltningsgodtgjørelsen. I og med at depotmottaker skal kontrollere forvaltningsselskapets verdiberegning av andeler, mener Kredittilsynet at depotmottaker også bør kontrollere beregning av forvaltningsgodtgjørelse. Andelseierne vil neppe ha innsikt i verdiberegningen slik den er til enhver tid. Det vil dermed være vanskelig selv for profesjonelle andelseiere å kontrollere den forvaltningsgodtgjørelse som er belastet. Kredittilsynet foreslår et nytt femte ledd i vpfl. § 5–3, se ny § 10–5 nr. 4, om at depotmottaker skal kontrollere forvaltningsselskapets beregning av forvaltningsgodtgjørelse.

Kostnadene til depotmottaker må antas å øke som en følge av det ytterligere kontrollansvar som foreslås lagt på depotmottaker. Dette vil imidlertid være en reell kostnad ved spesialfond som velger å være regulert under verdipapirfondloven. Selv en kvalifisert investor vil ikke løpende kunne kontrollere overholdelse av fondets strategi, risikorammer og retningslinjer for hvordan risikoen styres. Tilsvarende gjelder for beregning av forvaltningsgodtgjørelse. Dette må derfor gjøres av andre. Depotmottaker må antas å være den mest kostnadseffektive løsningen fordi depotmottaker gjennom sin ordinære kontroll er den eneste utenom forvaltningsselskapet som allerede følger fondet løpende.»

14.3 Høringsinstansenes merknader

Enkelte av høringsinstansene slutter seg til Kredittilsynets forslag om at depotmottaker for spesialfond pålegges ytterligere plikter.

NOS Clearing ASA skriver følgende i denne sammenheng:

«Økt krav til depotmottaker for verdipapirfond på generell basis, oppfattes av NOS som å være en formålstjenlig vei å gå for å oppnå investorbeskyttelse enn å tilby spesialfond kun til profesjonelle investorer. De økte kravene til depotmottaker vil medføre en tilpasning til hva som en finner i andre land det er naturlig å sammenligne seg med. Disse kravene vil sannsynligvis

medføre at depotmottaker må utvide sin kompetanse og tjenestenivå i forhold til det som de tilbyr i dag, men dette er nødvendig for å sikre en tilstrekkelig kontroll av forvaltningsselskapets rutiner.

Kravet om at depotmottaker for spesialfond skal gi uttalelse om muligheten for kontroll, løpende kontrollere overholdelse av strategi og retningslinjer for hvordan risikoen styres og kontrollere beregningen av forvaltningsgodtgjørelse, er viktige elementer for å sikre investorbeskyttelse for investorer i spesialfond.

Gitt at en har valgt å øke kravene til depotmottaker på generell basis, og i tillegg pålagt depotmottakere for spesialfond ytterligere plikter, vil dette sammen med økt krav til selger om informasjon til kjøpere av spesialfondsandeler være tiltak som bør være tilstrekkelig for å ivareta behovet for investorbeskyttelse.»

Oslo Børs skriver følgende på dette punkt:

«Dersom det åpnes for at allmennheten skal kunne investere i spesialfond mener børsen som nevnt i punkt 1 c over, at det vil være riktig å innføre en strengere tredjepartskontroll ved at depotmottaker får en slik funksjon som foreslått av Kredittilsynet i høringsnotatet punkt 7.10 jf forslaget til ny regulering i §§ 5–1 tredje ledd og 5–3 tredje, fjerde og femte ledd.

[...]

Dersom vilkåret i § 1–6 annet ledd opprettholdes i henhold til Kredittilsynets forslag mener imidlertid børsen at den kretsen som tilates å delta ikke vil ha behov for slik ekstra beskyttelse som forslaget medfører. Børsen vil da foreslå at det ikke innføres særlige kontrollregler med spesialfond.»

Blant de høringsinstansene som har gitt merknader på dette punkt, går imidlertid flertallet mot Kredittilsynets forslag, og mener at det ikke er grunn til å oppstille ytterligere krav til depotmottakers kontroll enn det som allerede følger av gjeldende rett.

Finansnæringens Hovedorganisasjon skriver følgende i denne sammenheng:

«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 ressurshensyn.

Etter vår vurdering vil depotmottager 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 rammeregelverket 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 bakoverskuende, på hva som har vært gjort av forvaltningsselskapet, men like mye på forvaltningsselskapets rutiner for beregning mv.

[...]

FNH har i utgangspunktet forståelse for ønsket om at depotmottager 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 depotmottaker. Dette vil medføre betydelige kostnader både i form av investeringer i teknologi og utvikling av ny kompetanse hos depotmottaker, 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 depotmottaker 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 investors 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 tilfredsstille de profesjo-

nelle 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 forvaltnærving i Norge er det viktig å føre videre tradisjonen med en hensiktsmessig og effektiv organiseringen av kontrollaktivitetene knyttet til denne nye delen av fondsforvaltning.

[...]

Forslaget i § 5–3 nytt femte ledd om at depotmottaker 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 depotmottaker 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.»

Verdipapirfondenes forening skriver følgende på dette punkt:

«Kredittilsynet foreslår at depotmottaker for spesialfond skal pålegges et langt større kontrollansvar enn det som følger av dagens lovgivning, jf. forslag til § 5–1 nytt tredje ledd, samt § 5–3 nytt tredje, fjerde og femte ledd. Igjen vil vi minne om at spesialfond kun er foreslått gjort tilgjengelig for profesjonelle investorer. Det kan derfor framstå som noe paradoksalt at det foreslås strengere kontrollplikt for depotmottaker for spesialfond – hvor hensynet til forbrukerbeskyttelse presumptivt er lavere – enn i ordinære verdipapirfond, selv om enkelte operasjonelle risikoelementer kan være større for

enkelte (men neppe alle) slike fond enn eksisterende fond. Også på dette området mener vi at det bør kunne legges til grunn at profesjonelle andelseiere vil være i stand til å vurdere hvorvidt kontrollrutinene er tilfredsstillende, og om ev. økte kostnader gjennom større islett av tredjepartskontroll er regningssvarende. Dersom profesjonelle andelseiere vurderer det som ønskelig og regningssvarende at depotmottaker utøver en strengere kontroll enn det som følger fra lovens generelle krav, må det forventes at dette vil bli etablert som standard i markedet. Vi mener derfor at det ikke bør settes andre lovmessige krav til depotmottaker enn det som allerede følger av dagens lovgivning.»

Advokatfirmaet *Wikborg Rein* skriver følgende i sin høringsuttalelse:

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

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

Hvor byrdefulle kontrolloppgavene vil være for depotmottaker, og dermed også hvor kostbare depotmottakers tjenester vil være for fondsforvaltningsselskapet (og andelseierne), vil være avhengig bl.a. av hvor hyppige og omfattende kontroller tilsynsmyndighetene forutsetter at depotmottakere for fondsforvaltningsselskaper utfører.

Norske tilsynsmyndigheter har tidligere forutsatt et strengere kontrollregime for depotmottakere enn hva tilsynsmyndigheter i andre EØS-stater har praktisert. En ulik praktisering av kontrollforpliktelsene for depotmottakere i ulike EØS-stater skaper kostnadsforskjeller for norske verdipapirfond sammenlignet med

utenlandske verdipapirfond. Et regime som formelt og i praksis er strengere enn hva som er tilfellet i andre EØS-stater, kan derfor skape en konkurransevridning i disfavør av norske depotmottakere, og norske verdipapirfond, ettersom utenlandske fond som ikke vil være underlagt de samme restriksjoner vil kunne tilby rimeligere løsninger.

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

[...]

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

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

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

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

Norges Bank går på samme måte inn for at depotmottakers rolle ikke skal endres eller utvides i forhold til spesialfond.

Warren Wicklund kapitalforvaltning ASA tar i sin høringsuttalelse til orde for å vurdere å innføre krav til kontroll av verdiberegningen av en uavhen-

gig tredjepart. Selskapet skriver følgende i denne sammenheng:

«WarrenWicklund vil påpeke at den rollefordelingen det legges opp til i et norsk regime for spesialfond, er atypisk om enn ikke unik i en internasjonal sammenheng. Det foreslåtte norske regimet med forvaltningsselskap, depotmottaker og uavhengig tredjepart, vil være spesielt på den måten at det ikke skiller mellom forvalter og administrator, et krav de fleste internasjonale hedgefondinvestorer er vant til og må forventes å etterspørre også i Norge. Hvorvidt rolledelingen mellom forvalter, depotmottaker og en uavhengig tredjepart, vil være et godt alternativ for disse, er uklart for oss, men problemstillingen bør etter vår oppfatning vurderes nærmere. Vi mener imidlertid at det er meget viktig å sørge for at blant annet verdiberegninger og mandatoverholdelse overvåkes løpende av en uavhengig part og at færrest mulig aktiviteter skjer utelukkende hos forvalter. De fleste skandaler man kjenner i nyere tid fra hedgefond, har vært basert på at forvalter har hatt for god kontroll med verdiberegningen og at verdiene i fondene har vært feilaktige på for eksempel tegnings- og innløsningstidspunkter. Et norsk regime må sørge for at infrastrukturen for spesialfond blir tillitsvekkende også for internasjonale aktører.

Rollen som depotmottaker synes å være krevende og kan bli en kostbar tjeneste for spesialfond. Ettersom rollen vil være spesiell i internasjonal sammenheng, er det å håpe at det etableres nok aktører i det norske markedet til det oppstår konkurranse om tjenesten, selv om den neppe vil oppnå vesentlig internasjonal etterspørsel.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til Kredittilsynets forslag på dette punkt.

14.4 Departementets vurdering

Depotmottakers to hovedoppgaver er å sørge for betryggende oppbevaring av fondets aktiva (oppbevaringsfunksjonen) og kontrollere at forvaltningsselskapets disposisjoner på vegne av fondet mv. er i samsvar med lov, forskrift og fondets vedtekter (kontrollfunksjonen). Kredittilsynet har foreslått visse presiseringer av depotmottakers plikter for alle depotmottakere, og enkelte særlige plikter for depotmottaker for spesialfond.

Når det gjelder forslagene som går ut på presisering av alle depotmottakers plikt til å kontrollere instruks mottatt fra forvaltningsselskapet, slutter

departementet seg til Kredittilsynets forslag, jf. lovforslaget § 5–3 første ledd. Når det gjelder forslaget om presisering av alle depotmottakers plikt til å kontrollere forvaltningsselskapets beregning av andelsverdiene, har FNH lagt vekt på at depotmottaker selv bør avgjøre omfanget av kontrollen på grunnlag av en løpende risikovurdering. FNH har i den forbindelse påpekt at ordlyden Kredittilsynets forslag til bestemmelse bør presiseres. Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag om å presisere depotmottakers plikt til å kontrollere forvaltningsselskapets verdiberegning. Etter departementets vurdering vil FNHs forslag til utforming av kravet innebære en hensiktsmessig beskrivelse av innholdet iplikten, jf. lovforslaget § 5–3 nytt tredje ledd.

Flere av høringsinstansene har kritisert Kredittilsynets forslag til plikter som skal gjelde for depotmottakere for spesialfond. Dette gjelder særlig forslaget om at depotmottaker løpende skal kontrollere at forvaltningsselskapet overholder risikorammer mv. Kritikken er delvis begrunnet med at Kredittilsynets forslag går ut på å begrense markedsføring og salg av andeler i spesialfond til profesjonelle investorer.

Det åpnes for at spesialfond skal kunne benytte et videre tilfang av investeringsteknikker, og at de skal kunne investere i flere typer aktiva, jf. kapittel 11 til 13 ovenfor. Dette vil kunne innebære at depotfunksjonen vil kunne være mer krevende for visse spesialfond enn for visse allminnelige verdipapirfond. Etter departementets vurdering er det imidlertid ikke grunnlag for å si at behovet for betryggende kontroll fra depotmottakers side er mindre i forhold til tradisjonelle verdipapirfond enn det vil være for spesialfond. Det er videre på det rene at et krav om at depotmottaker løpende skal kontrollere fondets disposisjoner vil kunne være ressurskrevende og innebære økte kostnader.

Etter departementets vurdering har dagens regulering av depotmottakers plikter fungert på en hensiktsmessig måte. Etter departementets vurdering vil omfanget av depotmottakers kontroll med forvaltningsselskapets virksomhet utgjøre en sentral del av den informasjon om risiko som en investeringsrådgiver vil være pålagt å gi til potensielle kunder.

Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag om at depotmottaker for spesialfond skal kontrollere forvaltningsselskapets beregning av forvaltningsgodtgjørelse, jf. forslaget til ny § 5–4 første ledd. De krav som settes til depotmottaker må bl.a. måtte sees i lys av den løpende utviklingen på markedet for depottjenester. Etter departementets vurdering er det derfor behov for å kunne

regulere depotmottakers plikter overfor spesialfond nærmere i forskrift, jf. forslaget til ny § 5–4 annet ledd.

For øvrig vises til at depotmottaker – i samsvar med gjeldende rett – vil være ansvarlig for tap som påføres fondet ved forsømmelser, jf. verdipapirfondloven § 8–1. Departementet vil presisere at ekstern kontroll med verdipapirfond ikke bare utføres av depotmottaker og tilsynsmyndigheten.

Det vises i denne sammenheng til nærmere omtale om revisors rolle i kapittel 15 nedenfor.

På denne bakgrunn er det departementets vurdering at det ikke bør lovfestes en plikt for depotmottaker til å utføre løpende kontroll av forvaltningsselskapets virksomhet og om det overholder fastlagte risikorammer mv. Det vil uansett være anledning for et forvaltningsselskap å avtale med depotmottaker at depotmottaker skal utføre slik kontroll, i den grad dette er ønskelig.

15 Krav til verdiberegning, kontroll og rapportering

15.1 Gjeldende rett

Forvaltningsselskapet har plikt til å *«beregne og kunngjøre andelsverdien regelmessig minst en gang om uken og oftere dersom vedtektene bestemmer det»*, jf. verdipapirfondloven § 6–1 andre ledd.

Med «kunngjøring» menes offentliggjøring, jf. Ot.prp. nr. 68 (1980–81) s. 22. Det skal fremgå av vedtektene «når og hvorledes salgs- og innløsningskurser på andeler skal kunngjøres», jf. verdipapirfondloven § 3–3 nr. 11.

Verdipapirfondloven § 6–1 tredje ledd fastsetter at det er markedsverdien som skal legges til grunn ved beregningen av fondets verdipapirportefølje.

Forvaltningsselskapets rapporteringsplikt er videre regulert i verdipapirfondloven § 6–3 andre ledd. Bestemmelsen lyder som følger:

«§ 6–3. Informasjon om andelsbeholdning, avkastning mv.

[...]

Andelseierne skal periodevis få skriftlig informasjon om sin beholdning av andeler i fondet og verdien av denne, verdiutviklingen på én andel i perioden og inneværende år samt avkastningen for andelseier i perioden og inneværende år. Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om slik rapportering, herunder fastsette krav til hvor hyppig slik rapportering skal skje.»

I medhold av § 6–3 andre ledd andre punktum er det fastsatt nærmere krav til forvaltningsselskapers rapportering, jf. forskrift 13. august 2003 nr. 1045 om forvaltningsselskapers periodiske rapportering.

Forskriften § 2 første ledd stiller opp minstekrav til hvilken informasjon som skal gis, og lyder som følger:

«§ 2. Krav til informasjonen

Forvaltningsselskapet skal påse at den enkelte andelseier får skriftlig informasjon om:

1. andelseierens beholdning av andeler i fondet og verdien av denne ved utløpet av perioden,
2. avkastningen justert for tegningsgebyrer for den enkelte andelseier i perioden og

inneværende år oppgitt i prosent av netto andelsverdi,

3. de kostnadene én andel har blitt belastet med i perioden,
4. verdipapirfondets avkastning siste halvår, og hvert enkelt år siste ti år eller hvert enkelt hele år siden fondet ble opprettet vist i søylediagram,
5. verdipapirfondets annualiserte avkastning siste fem år og siste ti år, eller antall hele år siden fondet ble opprettet vist i søylediagram,
6. at historiske tall ikke er noen garanti for fremtidig avkastning,
7. at avkastningen kan variere betydelig innenfor et år, og at realisert tap eller gevinst ved å investere i fondsandeler derfor vil avhenge av de eksakte tidspunktene for kjøp og salg.»

Slik informasjon skal etter forskriften § 3 «overendes den enkelte andelseier for årets første og for årets andre halvår».

Forvaltningsselskapets plikt til å utarbeide årsregnskap, årsberetning og delårsrapporter er regulert i verdipapirfondloven § 7–1. Bestemmelsen lyder som følger:

«§ 7–1. Årsregnskap, årsberetning og delårsrapporter

Forvaltningsselskapet skal påse at det for hvert verdipapirfond som det forvalter utarbeides:

1. årsregnskap og årsberetning innen fire måneder fra regnskapsårets utgang,
2. rapport om verdipapirfondet minst hver sjette måned og senest innen én måned etter utløpet av rapportperiodene. Årets siste rapport kan avgis innen utgangen av februar måned. Tilsynsmyndighetene kan bestemme at rapport skal avgis minst én gang i kvartalet.

Rapporten skal minst inneholde:

1. en spesifikasjon av fondets verdipapirer med angivelse av verdipapirenes art, utstederens navn, antall aksjer, tegningsretter o.l., pålydende for obligasjoner o.l., verdi av hver enkelt post, de børser eller markeder verdipapirene omsettes på, samt angivelse av kostpris på kjøpte verdipapirer,

2. bankinnskudd,
3. gjeld som påhviler fondet,
4. antall utstedte andeler,
5. verdien av en andel med fradrag av innløsningskostnader,
6. det tidspunkt som oppgavene under punktene 1–5 knytter seg til,
7. opplysninger om de samlede forpliktelser som følger av verdipapirfondets transaksjoner foretatt i rapportperioden,
8. opplysninger om oppnådd avkastning i rapporteringsperioden, samt om oppnådd avkastning minst hvert av de siste 5 år,
9. opplysninger om forvaltningsgodtgjørelsen,
10. andre opplysninger om fondet som må antas å være av interesse for andelseierne og som er nødvendig for å bedømme verdipapirfondets utvikling og status.

Årsregnskapet, årsberetningen og rapportene skal sendes samtlige andelseiere og være allment tilgjengelig kostnadsfritt hos forvaltningsselskapet, depotmottaker og foretak som nevnt i § 6–8. Informasjonen skal tilbys andelseiere før kontraktsinngåelse.

Andelseier og forvaltningsselskap kan skriftlig avtale at andelseier ikke skal motta dokumenter som nevnt i første ledd nr. 1 og 2.

Departementet kan gi forskrifter om supplerende innhold og hyppigere rapportering for rapporter som nevnt i første ledd nr. 2.»

I medhold av lov 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap m.v. § 10–1 tredje ledd er det fastsatt forskrift 28. mai 1999 nr. 654 om årsregnskap m.m. for verdipapirfond. Det følger av forskriften § 3–1 at fondets verdipapirportefølje skal vurderes til virkelig verdi.

15.2 Kredittilsynets høringsnotat

Kredittilsynet foreslår at det for spesialfond skal gjelde andre krav til verdiberegning og kunngjøring enn for alminnelige verdipapirfond. Når det gjelder kravet til periodisk beregning av fondets eiendeler, foreslår Kredittilsynet følgende, jf. høringsnotatet side 70:

«Verdiberegningen av [...] spesialfonds eiendeler må foretas minimum hver måned, dog slik at verdiberegningen må foretas

1. så ofte det er nødvendig for å føre en forsvarlig kontroll med at fondets risiko overholdes og
2. hver gang forvaltningsgodtgjørelsen beregnes i tilknytning til endelig belastning og
3. for øvrig på de tidspunkter vedtektene fastsetter tegning og innløsning.»

Forslaget er begrunnet på følgende måte på side 98 i høringsnotatet:

«Kunngjøring, det vil si offentliggjøring av andelsverdi, må ikke nødvendigvis gjøres like ofte som fondet verdiberegnes. For at investor skal kunne ta en informert beslutning om tegning eller innløsning, må verdiberegningen kunngjøres i forbindelse med tidspunkter for tegning og innløsning. Kunngjøring bare på disse tidspunktene kan imidlertid være for sjelden til at investor skal kunne ta en tilstrekkelig informert beslutning. Investors valg av tidspunkt for tegning og innløsning må antas å henge sammen med fondets faktiske verdiutvikling (historisk) og investors forventning om framtidig verdiutvikling. En slik vurdering er avhengig av at fondets andelsverdi kunngjøres med jevne mellomrom.»

Når det gjelder spørsmålet om det bør fastsettes konkrete regler om verdiberegning, skriver Kredittilsynet følgende, jf. høringsnotatet side 70:

«Kredittilsynet [er] av den oppfatning at vpfl. §§ 4–1 og 4–2, sammenholdt med vpfl. § 8–2 om tilsyn og forskrift 20. juni 1997 nr. 1057 om klargjøring av kontrollansvar, dokumentasjon og bekreftelse av den interne kontroll, er tilstrekkelig både for vanlige fond verdipapirfondloven og for spesialfond.»

Kredittilsynet foreslår imidlertid at forvaltningsselskapets beregning av andelsverdien i spesialfond skal kontrolleres og godkjennes av en uavhengig tredjepart minst en gang i måneden og hver gang forvaltningsgodtgjørelse beregnes i tilknytning til endelig belastning og på de tidspunkter vedtektene fastsetter at tegning og innløsning kan skje. Forslaget er begrunnet på følgende måte på side 69 i høringsnotatet:

«Verdiberegningene i spesialfond med eiendeler der det ikke kan observeres en pålitelig markedspris, vil nødvendigvis måtte være subjektiv. Et alternativ kan være å stille krav til at alle verdiberegningene i spesialfond skal foretas eller godkjennes av en uavhengig tredjepart, eventuelt at denne tredjepart kun verdiberegner eller godkjenner på bestemte tidspunkter som hvert år, halvår, kvartal eller måned og at verdiberegningen utover dette foretas av forvaltningsselskapet. Investorvern kan tilsi en fastsettelse eller godkjennelse av markedsverdien av en uavhengig tredjepart. En slik tredjepart kan for eksempel være en bank, et verdipapirforetak, en børs eller en oppgjørssentral. Depotmottaker kan ikke være en slik uavhengig part fordi depotmottaker har et ansvar for å kontrollere at verdiberegningen er riktig. Uav-

hengig tredjepartsberegning vil imidlertid kunne føre til økte kostnader for andelseiere i spesialfond.»

Kredittilsynet foreslår ingen endringer i verdipapirfondloven § 7–1 om årsregnskap, årsberetning og delårsrapporter.

Kredittilsynet foreslår imidlertid at forskrift om forvaltningsselskapers periodiske rapportering ikke skal gjelde for spesialfond. Dette er begrunnet i høringsnotatet på side 101, hvor Kredittilsynet skriver følgende:

«Det følger av forskriften om periodisk rapportering § 1 at informasjonen skal gis samlet slik at andelseier på en enkel måte blir i stand til å sammenlikne sparing i verdipapirfond med andre sparealternativer. Kredittilsynet ser ikke behovet for samme grad av forenkling av den løpende informasjonen til profesjonelle investorer. Det følger av vpfl. § 6–3 annet ledd at andelseierne skal få periodisk rapportering. Bestemmelsen vil også gjelde for spesialfond. Det følger dessuten av vpfl. § 7–1 første ledd nr. 2 at forvaltningsselskapet skal sende en rapport om verdipapirfondet til andelseierne minimum hver sjettede måned. Det følger av vpfl. § 7–1 hva rapporten minst skal inneholde. Etter Kredittilsynets oppfatning er krav til periodisk rapportering etter vpfl. § 6–3 annet ledd og krav til rapport etter vpfl. § 7–1 tilstrekkelig. Periodisk rapportering til den profesjonelle investor etter forskriften vil dermed være overflødig.»

Kredittilsynet foreslår også endringer i forskrift om årsregnskap for verdipapirfond i forhold til shorthandel. Forslagene til forskriftsendring vil behandles særskilt, jf. omtale i kapittel 1.

Kredittilsynet har vurdert om det bør gjøres unntak fra kravet om offentliggjøring av verdipapirfonds plasseringer i delårsrapporter og årsregnskap for spesialfond. Kredittilsynet foreslår at det ikke bør innføres et slikt unntak. Dette er begrunnet i høringsnotatet på side 99, hvor Kredittilsynet skriver følgende:

«Det er vanskelig for investor å gjøre en kvalifisert antakelse om framtidig verdiutvikling uten å kjenne fondets plasseringer. Noen «hedgefond»-forvaltere ønsker nødig å vise fondets plasseringer. Begrunnelsen er at det gjør det mulig for andre aktører å spekulere mot fondet eller å etterligne plasseringene. Forvaltere av fond i fond-«hedgefond» poengterer gjerne dette momentet i markedsføringen. De hevder å kunne kontrollere «hedgefond» bedre enn de fleste andre investorer.

Det framgår av punkt 5.2.4 at svenske fond må offentliggjøre sine plasseringer i halvårsregnskap. Dessuten blir fondenes plasseringer

offentliggjort kvartalsvis på Finansinspektorens hjemmesider. Det er visse muligheter for unntak. I Norge er det ikke tilsvarende kvartalsvis offentliggjøring, jf. ovenfor. Hensynet til gjennomskiktighet tilsier en ikke for sjelden offentliggjøring av plasseringene.»

Kredittilsynet foreslår at verdipapirfondloven § 7–3 første ledd om opplysningskrav for fond med særskilt plasseringsstrategi og lukkede fond m.v. ikke skal gjelde for spesialfond. Dette er begrunnet med at spesialfond skal betegnes som sådan i vedtektene og at det heller ikke er aktuelt å angi avvik fra lovens plasseringsbestemmelser, fordi spesialfond ikke foreslås underlagt disse.

Kredittilsynet foreslår også at § 7–3 annet ledd om krav til bruk av betegnelsene «verdipapirfond med lukket inngang» og «verdipapirfond med lukket utgang» ikke skal gjelde for spesialfond. Dette skyldes at det foreslås at verdipapirfondloven §§ 6–7 og 6–9 åttende ledd ikke skal gjelde for spesialfond. I stedet foreslår Kredittilsynet at det tas inn et nytt fjerde ledd i § 7–3. Forslaget lyder som følger:

«Spesialfond som kan utstede andeler i en begrenset tidsperiode skal i fondets vedtekter og prospekt betegnes som spesialfond med lukket inngang. Spesialfond som kan innløse andeler i en begrenset tidsperiode skal i fondets vedtekter og prospekt betegnes som spesialfond med lukket utgang. Spesialfond som både kan utstede og innløse andeler i en begrenset tidsperiode skal i fondets vedtekter og prospekt betegnes som lukket spesialfond. Spesialfond som i samsvar med § 3–3 første ledd nr. 18 har vedtektsfastsatte begrensninger med hensyn til hvem som kan tegne andeler i fondet skal i fondets vedtekter og prospekt betegnes som spesialfond med begrenset krets av innskyttere.»

15.3 Høringsinstansenes merknader

En rekke av høringsinstansene er kritiske til Kredittilsynets forslag til krav om periodisk verdiberegning, uavhengig kontroll og rapportering.

Finansnæringens Hovedorganisasjon skriver følgende i sin høringsuttalelse på dette punkt:

«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 [å] henvende seg 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 noterte 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.

[...]

Kredittilsynet foreslår «under tvil» krav til godkjenning av forvaltningsselskapets beregninger av andelsverdier av en uavhengig tredjepart, jf. forslaget 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 [kan] utføre denne oppgaven.

FNH går i mot å innføre et slikt krav. Depotmottager, som er uavhengig av forvaltningsselskaper, vil iht. loven ha ansvar for å kontrollere beregningen av andelsverdiene. Det å innføre enn 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 depotmottagers 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 revisor for å påse at regnskapene og dermed verdivurderingene er forsvarlige. [...]

FNH vil i tillegg peke på at det er uklart hvilket ansvar og [hvilken] 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 et forhold som taler for å benytte eksisterende kontrollstrukturer.

[...]

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.»

Norges Bank er også kritisk til Kredittilsynets forslag, og skriver følgende i sin høringsuttalelse:

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

NOS Clearing ASA skriver følgende i denne sammenheng i sin høringsuttalelse:

«Det foreslås at verdiberegningen av andeler for spesialfond skal godkjennes av tredjepart minst månedlig. NOS kan ikke se behovet for ytterligere kontroll enn det som allerede ligger i at forvaltningsselskapet foretar beregningen, og at den skal kontrolleres av depotmottaker. Begge de forannevnte institusjoner er under tilsyn og underlagt internkontrollforskriften. En ytterligere kontroll av verdiberegningen vil være en fordyrende prosess, som etter NOS oppfatning ikke er nødvendig.»

Oslo Børs gir uttrykk for tilsvarende syn i sin høringsuttalelse, hvor børsen skriver følgende på dette punkt:

«Når det gjelder rapportering og offentliggjøring av andelsverdi m.v jf forslag til ny § 6–1 tredje til sjette ledd, mener børsen det vil være tilstrekkelig at spesialfond rapporterer en gang i året ifm regnskapsavleggelse, og for øvrig i situasjoner når det er behov.»

Verdipapirfondenes Forening skriver følgende på dette punkt:

«Som det vil framgå i avsnitt 5 under, mener vi at kravet til hvor ofte et spesialfond må foreta verdiberegning, bør gjøres betinget av de situasjoner hvor verdiberegningen er påkrevd, for eksempel i forbindelse med tegninger og innløsninger og i forbindelse med beregning av forvaltningsgodtgjørelse. Med tanke på regnskap og likningsformål vil vi anta at verdiberegningen som et minimum må foretas årlig. Dette kravet mener vi bør gjøres likt for samtlige typer spesialfond.

[...]

Som omtalt i avsnitt 3 over, mener vi at det vil være uheldig å fastsette eksplisitte krav til hvor hyppig det skal foretas verdiberegninger utover at dette som et minimum må gjøres en gang i året (av hensyn til regnskapet og likningen). Etter vår oppfatning vil det være mer hensiktsmessig at loven fastsetter at andelsverdien skal beregnes og kunngjøres i alle de situasjoner hvor dette er nødvendig, jf. § 6–1 tredje ledd punkt 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.

Kredittilsynet foreslår videre «under tvil» at en uavhengig tredjepart skal godkjenne verdiberegningen minimum hver sjette måned for «venturefond» og hver måned for øvrige spesialfond, jf. § 6–1 fjerde ledd. Med bakgrunn i at norskregistrerte spesialfond kun skal gjøres tilgjengelig for profesjonelle andelseiere, må det forventes at disse vil være svært opptatt av og

vil være i stand til å vurdere hvorvidt forvaltningsselskapets systemer og rutiner sikrer en forsvarlig og mest mulig korrekt verdiberegning. Etter vår oppfatning har verdiberegningen for ordinære verdipapirfond så langt fungert på en tilfredsstillende måte. I den grad profesjonelle andelseiere vil være opptatt av at verdiberegningen bør godkjennes av en uavhengig tredjepart, må det forventes at forvaltningsselskapene vil etablere slike rutiner. Som Kredittilsynet påpeker, vil et generelt krav om uavhengig tredjepartsberegning medføre økte kostnader for andelseiere i spesialfond. På denne bakgrunn vil vi tilrå at det ikke fastsetts lovkrav om uavhengig tredjepartsberegning av andelsverdien. Etter vår oppfatning vil markedet selv regulere dette på den beste måten.»

Advokatfirmaet *Wikborg Rein* er på samme måte kritisk til Kredittilsynets forslag om krav til ytterligere uavhengig kontroll av forvaltningsselskapets beregning av porteføljens verdi. Firmaet skriver følgende i denne sammenheng:

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

Norske finansanalytikeres forening, Næringslivets Hovedorganisasjon og WarrenWicklund kapitalforvaltning ASA støtter delvis Kredittilsynets forslag.

Norske finansanalytikeres forening skriver følgende på dette punkt:

«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 oppfat-

ning 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 kostnadskrevenne verdiberegninger.

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

NHO skriver følgende i denne sammenheng:

«Både for venturefond og hedgefond vil investeringen i stor grad være knyttet til verdipapirer med dårlig likviditet, slik at man ikke har sikre markedspriser. Dette må man ta hensyn til i forhold til kravene til finansiell rapportering.

NHO har ingen innvendinger til månedsvis kunngjøring av andelsverdi for hedgefond og halvårlig kunngjøring for venturefond, i tillegg til delårsrapporteringene til andelseierne og verdiberegninger i forbindelse med tegning og innløsning av andeler.

WarrenWicklund kapitalforvaltning ASA skriver følgende i denne sammenheng:

«Hvorvidt rolledelingen mellom forvalter, depotmottaker og en uavhengig tredjepart, vil være et godt alternativ [til rolledelingen mellom forvalter og en administrator], er uklart for oss, men problemstillingen bør etter vår oppfatning vurderes nærmere. Vi mener imidlertid at det er meget viktig å sørge for at bl.a. verdiberegninger og mandatoverholdelse overvåkes løpende av en uavhengig part og at færrest mulig aktiviteter skjer utelukkende hos forvalter. De fleste skandaler man kjenner i nyere tid fra hedgefond, har vært basert på at forvalter har hatt for god kontroll med verdiberegningen og at verdiene i fondene har vært feilaktige på for eksempel tegnings- og innløsningsstidspunkter. Et norsk regime må sørge for at infrastrukturen for spesialfond blir tillitsvekkende også for internasjonale aktører.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til Kredittilsynets forslag.

15.4 Departementets vurdering

Beregning og kontroll av andelsverdi

Departementet vil bemerke at beregning av andelsverdien har flere funksjoner. Den danner grunnlaget for tegningskurs, innløsningskurs, beregningen av forvaltningsgodtgjørelsen og kontrollen med at fondets risikoramme og investeringsmandat overholdes. Kredittilsynets forslag

må vurderes på bakgrunn av de ulike funksjoner verdiberegningen vil ha.

Så lenge fondet er åpent for tegning eller innløsning, må fondets verdi beregnes løpende for å sikre likebehandling av andelseierne, jf. verdipapirfondloven § 6-1 første ledd første punktum. Departementet foreslår at andelsverdien skal beregnes på de tidspunkter fondet er åpent for utstedelse og innløsning av andeler. Forslaget er i tråd med Kredittilsynets forslag, og støttes av høringsinstansene. Videre er det nødvendig å beregne andelsverdien ved fastsettelse av forvaltningsgodtgjørelsen, siden denne vil være avledet av andelsverdien. Beregning må derfor skje i slike situasjoner også, uavhengig av om fondet er åpent eller lukket for tegning/innløsning. Forslaget er i tråd med Kredittilsynets forslag, og støttes av høringsinstansene.

Det har vært mer omstridt om andelsverdien bør beregnes for å kunne føre en forsvarlig kontroll med at spesialfondets valgte risikoprofil overholdes. Etter departementets syn vil verdiberegning være et sentralt virkemiddel for å kunne føre en slik kontroll med fondets risiko. Departementet slutter seg derfor til Kredittilsynets forslag. Hvor ofte verdiberegning skal måtte skje for å sikre en forsvarlig kontroll av risiko, vil imidlertid avhenge av fondets forvaltningsstrategi mv. Det er derfor spørsmål om man i tillegg bør innføre et mer objektivt krav til beregningsfrekvens. Kredittilsynet har foreslått at beregning under enhver omstendighet skal skje hver måned. Etter departementets syn er det tilstrekkelig med et minimumskrav om beregning hver sjettemåned. Normalt vil beregning uansett skje hyppigere enn dette, jf. ovenfor om de andre situasjonene som vil utløse beregningskrav. Kredittilsynet vil i forbindelse med godkjenningen av vedtekter kunne kreve hyppigere rapportering (enn hver sjettemåned) i de tilfeller fondets risikostruktur skulle tilsi det. Det vises til lovforslaget § 6-1 nytt tredje ledd første punktum, jf. § 1-1 nytt annet ledd nr. 5.

Enkelte av høringsinstansene tar til orde for å fjerne kravet til offentlig kunngjøring av verdiberegning, og erstatte det med et krav til at verdiberegningen meddeles andelseierne direkte. Kravet til kunngjøring av andelsverdien må etter Finansdepartementets vurdering ses i sammenheng med behovet for å sikre andelseiernes mulighet til å øve innflytelse over forvaltningen, herunder særlig gjennom deres styrerepresentasjon i forvaltnings-selskapet. Departementet ser ikke at det gjør seg gjeldende grunner som tilsier at spesialfond bør underlegges et lempeligere krav til kunngjøring enn øvrige verdipapirfond så lenge fondet er åpent.

Når det gjelder nærmere krav til hvordan verdiberegningen skal foretas, foreslås ingen endringer i forhold til gjeldende rett. Det innebærer at markedsverdi i utgangspunktet skal legges til grunn, og at verddivurderingen skal skje i samsvar med det som fremgår av vedtektene. Det kan oppstå behov for nærmere regler om verdiberegningen. Det foreslås derfor at departementet i forskrift kan gi nærmere regler om verdiberegning av porteføljen i spesialfond, jf. forslaget § 6–1 nytt tredje ledd siste punktum.

Kredittilsynet har i tillegg foreslått å innføre krav om at verddivurdering skal utføres en uavhengig tredjepart. En rekke av høringsinstansene har kritisert Kredittilsynets forslag på dette punkt. Etter departementets vurdering vil det ofte være en hensiktsmessig løsning for forvaltningsselskaper å la en uavhengig tredjepart stå for verdiberegningen. Departementet ser imidlertid ikke behov for å lovfeste en slik ordning. Det vises til at forvaltningsselskapet har ansvaret for at beregningen er korrekt, og at depotmottaker har ansvar for å kontrollere og følge opp forvaltningsselskapets verdiberegning. Det vises også til det ansvar revisor vil ha, jf. nedenfor.

Årsregnskap, årsberetning og delårsrapporter

Departementet slutter seg til Kredittilsynets vurdering av at det ikke er behov for endringer i verdipapirfondloven § 7–1 om årsregnskap, årsberetning og delårsrapporter. Disse reglene vil derfor få tilsvarende anvendelse overfor spesialfond. Ingen høringsinstanser hadde merknader til dette.

Departementet vil understreke revisors rolle i forhold til forvaltningsselskapet og det enkelte verdipapirfond. Verdipapirfondsforvaltning kan bare drives av aksjeselskap eller allmennaksjeselskap etter tillatelse, jf. verdipapirfondloven § 2–1. Det innebærer at forvaltningsselskap for verdipapirfond er revisjonspliktig, jf. revisorloven § 2–1 første ledd, jf. regnskapsloven § 1–2 første ledd nr. 1 og 2. Verdipapirfondet er også pålagt revisjonsplikt, jf. revisorloven § 2–1 første ledd, jf. regnskapsloven § 1–2 første ledd nr. 6.

Revisjonen tar utgangspunkt i den revisjonspliktiges årsregnskap og årsberetning. Revisor har således plikt til å vurdere om årsregnskap og årsberetning er utarbeidet og fastsatt i samsvar med lov og forskrifter, jf. § 5–1, og påse at det er tilstrekkelig grunnlag for å vurdere om det foreligger

brudd på lover og forskrifter av vesentlig betydning for årsregnskapet, jf. § 5–2. Revisorloven stiller videre opp krav til at revisjonen skal dokumenteres og utføres i samsvar med kravet til god revisjonsskikk.

Revisor vil således inneha en viktig kontroll- og tilsynsfunksjon ved siden av Kredittilsynet og depotmottaker.

Periodisk rapportering

Kredittilsynet foreslår at lovreglene om verdipapirfonds periodiske rapportering skal få tilsvarende anvendelse for verdipapirfond, men foreslår at de mer detaljerte forskriftsreglene ikke skal gjelde. Ingen høringsinstanser har merknader på dette punktet. Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag.

Som nevnt i kapittel 9, vil departementet foreslå en regel som innebærer at fondets vedtekter skal angi fondets risikoramme. Det finnes i dag ulike måter å måle risiko på, og departementet vil i forskrift kunne fastsette nærmere regler om dette. I tillegg til en kvantifisert risikoramme, bør vedtektene også inneholde en angivelse av de sentrale risikofaktorer fondet vil stå ovenfor.

Etter departementets vurdering bør investor, Kredittilsynet og depotmottaker også motta en periodisk redegjørelse fra fondet om hvilken risiko fondet faktisk har påtatt seg i rapporteringsperioden. En slik rapportering må gis samme utforming som fondets beskrivelse av risiko i vedtektene, slik at investor (og Kredittilsynet og depotmottaker) kan kontrollere om fondet har holdt seg innenfor de angitte risikorammer. Det vises til lovforslaget § 7–3 a.

Departementet vil også understreke betydningen av at delårsrapportene bl.a. skal redegjøre for fondets innehav av finansielle instrumenter mv. Dette vil sikre allmennheten et visst innsyn i fondets aktiviteter. I tillegg vil de alminnelige regler om innsyn i aksjeeierboken og flaggeregler mv. få anvendelse. Delårsrapporter skal offentliggjøres hvert halvår, men etter verdipapirfondloven § 7–1 femte ledd kan departementet i forskrift fastsette hyppigere rapportering. Departementet vil kunne vurdere en slik hyppigere rapportering i lys av de erfaringer man høster med spesialfonds virksomhet. Det vises i den anledning til at svenske spesialfond må offentliggjøre sine posisjoner hver tredje måned.

16 Krav til risikostyring

16.1 Gjeldende rett

Verdipapirfondloven inneholder ingen uttrykkelige bestemmelser om risikostyring.

UCITS-direktivet stiller opp visse krav til risikostyring i UCITS-fond, jf. direktivet artikkel 21 nr. 1 etter endringsdirektiv 2001/108/EF. Bestemmelsen lyder som følger:

«Forvaltnings- eller investeringsselskapet skal anvende en risikostyringsmetode som gjør at det til enhver tid kan overvåke og måle risikoen knyttet til posisjonene og deres bidrag til porteføljens samlede risikoprofil; det skal anvende en metode som muliggjør en nøyaktig og uavhengig vurdering av OTC-derivatenes verdi. Det skal underrette vedkommende myndigheter regelmessig, i samsvar med de retningslinjer som disse fastsetter, om de typer derivater, underliggende risikoer, mengdebegrensninger og metoder som velges for å vurdere risikoene ved transaksjoner med derivater for hvert investeringsforetak det forvalter.»

Dette kravet er fulgt opp i derivatforskriften § 5 annet ledd. Bestemmelsen lyder som følger:

«§ 5. Krav til interne systemer og rutiner [...]

(2) Forvaltningsselskap skal ha risikostyringssystemer som til enhver tid sikrer overvåking og måling av risikoen ved derivatposisjonene og deres bidrag til risikoen i hele fondets portefølje.»

Kravet kommer bare til anvendelse i forhold til handel med derivater.

16.2 Kredittilsynets høringsnotat

Kredittilsynet foreslår at forvaltningsselskap for spesialfond skal pålegges krav til å ha interne rutiner for risikostyring. Det foreslås imidlertid ikke å fastsette bestemte krav til type risikostyringsmodell, men et krav til at modellen må være dekkende i forhold til det enkelte fondets strategi. Kredittilsynet presiserer på side 95 i høringsnotatet at fondets strategi «blant annet vil omfatte investeringsområde og strategi for å oppnå fondets målsetting».

Kredittilsynet skriver i denne sammenheng følgende, jf. høringsnotatet side 63:

««Hedgefond» er en meget sammensatt gruppe med forskjellige typer av risikoer. Noen har markedsstrategier med høy opplåning, der den største risikoen kan være likviditetsskvis. For andre kan den største risikoen være at historiske korrelasjoner mellom forskjellige finansielle instrumenter og markeder bryter sammen. Disse store forskjellene gjør at det etter Kredittilsynets vurdering ikke er hensiktsmessig å ha ens krav til modeller for styring av risiko.

Kredittilsynet er enige i den svenske vurderingen om at VaR-modeller er lite egnet til å fange opp markedssjokk og uforutsette hendelser som kan skape kriser i «hedgefond». Dog mener Kredittilsynet at slike typer av modeller ofte er til stor nytte i den daglige styringen og under normale omstendigheter.

Ekstreme hendelser opptrer hyppigere i «hedgefond» enn i vanlige verdipapirfond. For å fange opp disse må forvaltningsselskapene benytte en type av stresstester. For enkle strategier med få posisjoner kan enkle modeller for å anskueliggjøre worst-case være tilfredsstillende. For kompliserte strategier med mange posisjoner kan det være nødvendig å bruke mer kompliserte modeller.

Stresstester predikerer oftest worst-case for tap uten å ta høyde for likviditetsskvis. For selskaper med høy belåning kan det være nødvendig å ha separate tester som viser mulige resultateffekter av likviditetsskvis. Likviditetsskvis kan oppstå fordi markedet tørker ut og forsterkes av at andre aktører spekulerer mot fondets posisjoner.

Fordi spesialfondene er forskjellige, vil Kredittilsynet konkludere med at det ikke bør stilles spesifikke krav om bestemte modeller for styring av risiko. Hvilke modeller som er adekvate må vurderes ut fra det enkelte spesialfonds strategi.

Når forvaltningsselskapet har valgt modeller for styring av risiko, må rammene for styringsparametrene kvantifiseres. Dette er nødvendig for at depotmottaker løpende skal kunne kontrollere at rammene overholdes. Om depotmottakers utvidede rolle, se punkt 7.10.

Etter Kredittilsynets oppfatning, bør opplysninger om et spesialfonds styring av risiko inn-

tas i vedtektene. Kredittilsynet foreslår at gjeldende vpfl. § 3–3 nr. 4 erstattes av en ny § 3–3 nr. 4 om at et spesialfond skal ha vedtekter som angir strategi, risikorammer og retningslinjer for hvordan risikoen skal styres. Forslaget er med hensikt utformet meget generelt. Det foreslås dessuten en forskriftshjemmel som gir departementet mulighet til å fastsette nærmere krav til spesialfonds risiko og styring av risiko. Forslaget innebærer at Kredittilsynet må gjøre en konkret vurdering ved stadfestelse av vedtektene for hvert enkelt spesialfond.»

Kredittilsynet foreslår også at forvaltningsselskapet skal ha plikt til å rapportere på egnet måte til andelseierne om vesentlige brudd på strategi, risikorammer og styring av risikoen. Det foreslås at en slik regel tas inn som nytt tredje ledd i verdipapirfondloven § 6–3.

16.3 Høringsinstansenes merknader

Finansnæringens Hovedorganisasjon støtter delvis Kredittilsynets forslag, og skriver følgende i sin høringsuttalelse:

«FNH kan slutte seg til [kravet til at vedtektene skal gi opplysning om fondets risikostyring], i det vi forutsetter at det er de overordnede 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.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til Kredittilsynets forslag på dette punkt.

16.4 Departementets vurdering

Kredittilsynet foreslår at det skal innføres et generelt krav til at forvaltningsselskaper for spesialfond skal ha systemer for risikostyring. Det er etter gjeldende rett krav til slike systemer i den grad et verdipapirfond driver handel med derivater. Ingen av høringsinstansene har hatt innvendinger til denne delen av Kredittilsynets forslag. Finansdepartementet slutter seg på denne bakgrunn til Kredittilsynets forslag på dette punkt, jf. forslaget § 4–9 a første ledd.

Departementet er enig i Kredittilsynets vurdering om at det vil være vanskelig å angi spesifikke krav om bruk av bestemte modeller for styring av risiko, siden dette blant annet vil være avhengig av det enkelte fonds investeringsstrategi. Det vil imidlertid kunne vurderes å gi nærmere regler om dette i forskrift, jf. lovforslaget § 4–9 a annet ledd. I den sammenheng vil det bl.a. kunne vurderes nærmere om, og i såfall hvordan, det bør fastsettes relevante kvantifiserbare risikorammer og risikoparametere som kan benyttes for ulike typer spesialfond. Økt sammenlignbarhet mellom sammenlignbare typer spesialfond vil gjøre det lettere for investorer å sammenligne produktene, noe som igjen vil bidra positivt til konkurransen. Det vises også til nærmere omtale i kapittel 9 om vedtekter, hvor departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag om krav til at fondets vedtekter skal gi opplysning om styring av risiko for fondet, jf. forslaget § 3–3 nytt andre ledd. Det vises også til forslaget om rapportering om realisert risiko, jf. lovforslaget § 7–3 a og omtale i kapittel 15. Når det gjelder FNHs anførsel om forskriftsbestemmelsens rekkevidde, vises det til nærmere omtale i kapittel 15.

17 Forvaltningsgodtgjørelse

17.1 Gjeldende rett

Verdipapirfonds adgang til å operere med differensiert forvaltningsgodtgjørelse ble endret ved lov 15. juni 2001 nr. 48 ved en ny tredje setning i verdipapirfondloven § 6–1 første ledd. Bestemmelsens første ledd lyder etter endringen som følger:

«§ 6–1. Lik rett i fondet – andelsverdien

Hver andel i et verdipapirfond gir lik rett i fondet. Vedtektene kan likevel avgrense stemmeretten (jf. § 2–6 annet ledd). Det kan fastsettes i fondets vedtekter at forvaltningsselskapet skal ha godtgjørelse som ikke fordeles likt på hver andel. Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om godtgjørelse som nevnt i tredje punktum.»

I Ot.prp. nr. 98 (2000–2001) skriver departementet følgende om endringen, jf. side 29–30:

«Departementet viser til at Kredittilsynet mener at en ved å åpne for en differensiert forvaltningsgodtgjørelse basert på hvor mange andeler den enkelte andelseier sitter med, kan oppnå en mer kostnadsriktig prising. Departementet er enig i dette. [...]

Departementet er enig med Kredittilsynet i at differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen bør skje etter objektivt kontrollerbare kriterier. Kriteriene bør være knyttet direkte opp mot det aktuelle verdipapirfondet. Det bør f.eks. ikke kunne legges vekt på andelseiernes beholdning av andeler i øvrige fond forvaltet av forvaltningsselskapet eller andelseiernes mulige kundeforhold med selskaper i samme konsern. Det skal være saklig grunnlag for differensieringen. Kredittilsynet har foreslått at krav om objektivt kontrollerbare kriterier blir presisert i loven. Departementet anser at dette i stedet kan håndheves gjennom at Kredittilsynet skal godkjenne vedtektene i verdipapirfond.

[...] Departementet legger stor vekt på at forvaltningsselskapene gir relevant og god informasjon om alle kostnader. For øvrig vises det til at det fra flere hold er anført at kostnadene som belastes andelseierne er høye i en internasjonal sammenheng. Det må være et viktig mål for både andelseierne og den norske verdipapirfondbransjen at kostnadene ikke er høyere enn nødvendig. Relevant og god infor-

masjon om kostnadene kan etter departementets syn bidra til å holde kostnadene nede.»

Departementet har med hjemmel i bestemmelsens første ledd siste punktum fastsatt forskrift 21. desember 2007 nr. 1776 om differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen for verdipapirfondsandeler (forskriften erstatter tidligere forskrift 6. januar 2004 nr. 10). Adgangen til å differensiere forvaltningsgodtgjørelsen er videre regulert i forskriften § 1. Bestemmelsen lyder som følger:

«§ 1. Adgangen til å differensiere forvaltningsgodtgjørelsen

Forvaltningsselskap for verdipapirfond kan bare differensiere forvaltningsgodtgjørelsen etter reglene i denne forskrift.

Differensieringen skal baseres på verdien av den enkelte eiers andeler i fondet, og skal uttrykkes som en prosentvis rabatt på den forvaltningsgodtgjørelsen som daglig belastes fondet. Hver rabattsats skal gjelde innenfor sitt kvantumsintervall.

Annet ledd er ikke til hinder for at forvaltningsselskapet kan differensiere på annet grunnlag i enkelttilfeller, forutsatt at forvaltningsgodtgjørelsen minst dekker forvaltningsselskapets faktiske kostnader knyttet til den aktuelle andelshaver. Differensiering skal ikke skje på et usaklig grunnlag. Som usaklig grunnlag for differensiering regnes blant annet andelseiernes beholdning av andeler i øvrige fond forvaltet av forvaltningsselskapet, andelseiernes mulige kundeforhold med selskaper i samme konsern, eller varigheten av andelseierens kundeforhold eller andre selskaper i samme konsern.

Endelig er det stilt krav om at differensieringen skal skje gjennom refusjon av innbetalt forvaltningsgodtgjørelse, jf. forskriften § 3:

«For å unngå at andelene skal få en ulik verdikutvikling avhengig av eierskap, skal alle andler belastes samme ordinære forvaltningsgodtgjørelse. Eiere som i henhold til § 1 gis rett til rabatt, skal få sin samlede rabatt refundert fra forvaltningsselskapet.»

Forskriften § 2 pålegger forvaltningsselskapet plikt til å informere om slik differensiering. Bestemmelsen lyder som følger:

«§ 2. Krav til fondets vedtekter, prospekt, delårsrapporter og salgsmateriale

Bestemmelser om differensiert forvaltningsgodtgjørelse for fondet skal fremgå klart av fondets vedtekter, prospekt, delårsrapporter og salgsmateriale.»

17.2 Kredittilsynets høringsnotat

Kredittilsynet foreslår at spesialfond skal unntas fra enkelte av kravene i forskrift om differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen for verdipapirfondsandeler. Kredittilsynet skriver blant annet følgende om dette på side 91 i høringsnotatet:

«Under henvisning til at Kredittilsynet legger til grunn at forvaltningsselskap for spesialfond har behov for å differensiere godtgjørelsen utover det forskriften tillater og hensyntatt det siterte [fra Ot.prp. nr. 98 (2000–2001) pkt. 3.6.4], foreslår Kredittilsynet at forskriften om differensiering skal gjelde for spesialfond. Dette likevel slik at forvaltningsselskapet kan differensiere på individuelt grunnlag for samtlige andeler i spesialfondet, og altså ikke bare for andelseiere i det øverste kvantumsintervallet. Alle andelene i et spesialfond kan dermed behandles i henhold til reglene om individuelt fastsatt godtgjørelse.

Det følger av vpfl. § 3–3 nr. 9 at et fond skal ha vedtekter som angir om forvaltningsselskapet skal ha godtgjørelse fra andelseierne, og i så fall hvordan denne godtgjørelsen skal beregnes og fordeles mellom andelseierne. Men heller ikke for spesialfond vil det være et krav om at kriteriene uttømmende framgår av fondets vedtekter. Vedtektene må imidlertid så langt som mulig angi hvilke kriterier som legges til grunn for enkelttilfeller og grunnlag.

Det at forskriften gjelder for spesialfond innebærer at de ovennevnte krav, om at differensieringen på individuelt grunnlag ikke skal skje på et usaklig grunnlag, også vil gjelde for spesialfond. Differensieringen skal dermed skje etter objektive og kontrollerbare kriterier. Selv om det også for spesialfond skal være adgang til å ikke angi i vedtektene den prosent-sats som andelene belastes, vil også kravet om at en individuell godtgjørelse skal være synbar gjelde for et spesialfond. Det må dermed inntas i vedtektene at enhver, herunder eksisterende og potensiell andelseier samt Kredittilsynet, på forespørsel har krav på å få opplyst hvilke individuelle rabatter som er gitt. Forvaltningsselskapet må på egnet måte opplyse om denne adgangen til å på forespørsel få slik opplysning.»

17.3 Høringsinstansenes merknader

Få av høringsinstansene har gitt merknader til Kredittilsynets forslag på dette punkt. Enkelte anser imidlertid at forslaget er utilstrekkelig i forhold til de behov et spesialfond kan ha til å differensiere forvaltningsgodtgjørelsen.

Finansnæringens hovedorganisasjon skriver følgende i denne sammenheng:

«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 [til] 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.

[...]

Kredittilsynet foreslår 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 vedtek-

tene 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 bli tvunget til å operere med en flat rabattstruktur. Hensikten bak muligheten til å differensiere blir 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 fordeles mellom andelseierne.»

Verdipapirfondenes forening gir uttrykk for mye av det samme, og skriver følgende på dette punkt:

«Etter vår oppfatning er [Kredittilsynets forslag] ikke tilstrekkelige. Vi mener at det generelt bør legges til rette for at forvaltningsselskap overfor profesjonelle kunder må kunne foreta en rabattering på bakgrunn av individuelle forhandlinger, uten noen nærmere regulering fra myndighetenes side. Dette er profesjonelle kunder vant til å forholde seg til når det gjelder alle andre plasseringsprodukter som tilbys. Det bør således være fullt ut akseptabelt at forvaltningsselskapene – på lik linje med tilbydere av andre finansielle plasseringsprodukter – gis anledning til å kunne tilby profesjonelle andelseiere vilkår basert på individuelle, markedsmessige vurderinger. Prinsipielt sett mener vi at rabatteringen som det kan individuelt forhandles om, må kunne ses på som en del av forvaltningsselskapets overskuddsdisponering. Dette er også situasjonen i en rekke andre land, herunder Irland, Luxemburg og Sverige – dvs. alle de jurisdiksjonene som norsk fondsbransje møter sterkest konkurranse fra.

Vi viser til at en viktig del av bakgrunnen for at det ble innført adgang til differensiert forvaltningsgodtgjørelse i ordinære verdipapirfond, var et ønske om å legge til rette for en sanering av antallet fond gjennom sammenslå-

ing av ellers like fond (der eneste forskjellen er forvaltningsgodtgjørelsen og størrelsen på minste tegningsbeløp). Dette har imidlertid ikke skjedd. Flere forvaltningsselskaper har sågar siden forskriften ble fastsatt funnet det mer hensiktsmessig å opprette nye «skyggefond» framfor å benytte adgangen som ligger i forskriften om differensiert forvaltningsgodtgjørelse. Bakgrunnen for dette er nettopp at den eksisterende forskriften ikke gir tilstrekkelig handlefrihet i forhold til å tilby profesjonelle kunder markedsbaserte vilkår, jf. at Kredittilsynet setter som vilkår at samtlige potensielle kunder ved forespørsel har krav på å få vite hvilke individuelle rabatter som er gitt i fondet. En åpning for at forvaltningsselskapene gis anledning til å tilby profesjonelle andelseiere rabatter basert på markedsmessige vurderinger, vil måtte forventes å presse prisnivået i fondsmarkedet nedover. Dette vil også være til fordel for offentlige virksomheter som plasserer i fondsmarkedet, for eksempel kommuner og offentlig eide foretak. Slik vi har forstått det var det nettopp dette hensynet som lå til grunn for at finske myndigheter åpnet opp for at finske forvaltningsselskaper fritt skal kunne disponere sitt overskudd gjennom inngåelse av markedsbaserte rabattordninger til profesjonelle kunder.

På denne bakgrunn vil vi tilrå at lovverket generelt bør åpne opp for at forvaltningsselskapene skal kunne rabattere profesjonelle kunder basert på markedsmessige vurderinger. Dette bør være tilfellet for profesjonelle kunder både i ordinære fond og i spesialfond.»

Ingen av de øvrige høringsinstansene har merknader til Kredittilsynets forslag på dette punkt.

17.4 Departementets vurdering

For alminnelige verdipapirfond er adgangen til å differensiere forvaltningsgodtgjørelse regulert i forskrift 21. desember 2007 nr. 1776 om differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen for verdipapirfondsandeler. Forskriften setter klare begrensninger for verdipapirfonds adgang til å gi rabatter til enkeltinvestorer.

Et trekk som skiller spesialfond fra alminnelige verdipapirfond, er at godtgjørelse fra andelseier i liten grad er regulert, jf. ovenfor i kapittel 3. Etter departementets vurdering bør spesialfond med konsesjon etter verdipapirfond loven stå relativt fritt til å utforme den nærmere struktur for forvaltningsgodtgjørelse, herunder om det skal kunne gis rabatter mv. på individuelt grunnlag. Det vises

i den sammenheng til den sentrale rolle rådgiveren vil ha i distribusjonen av spesialfond, jf. ovenfor i kapittel 6. Etter verdipapirhandelloven med tilhørende forskrifter, vil rådgiveren måtte anse at investering i et spesialfond er *egnet* for den aktuelle investor, jf. vphl. § 10–11 fjerde ledd. Kostnadene knyttet til å investere i det aktuelle fondet vil inngå i en slik egnethetsvurdering. Etter departementets syn bør forskriften om differensiering av forvaltningsgodtgjørelse for verdipapirfondsandeler på ovennevnte grunnlag ikke gis anvendelse overfor spesialfond. Virkeområdet til forskrift om differensiert forvaltningsgodtgjørelse vil justeres i tråd med dette, slik at spesialfond ikke omfattes.

At spesialfond ikke underlegges de nærmere krav i forskriften, innebærer ikke at godtgjørelsen ikke er regulert. I den sammenheng vises til at eventuelle rabatter mv. på individuelt grunnlag

ikke kan stride mot prinsippet om likebehandling av andelseierne, jf. ovenfor om vpfl. § 6–1 første ledd første punktum. Den nærmere avgrensning av hvilke rabatter som vil være i overensstemmelse med dette prinsippet vil måtte finne sin løsning i praksis. Etter departementets syn vil imidlertid eventuelle rabatters sakelighet stå sentralt i en slik vurdering, jf. også tilsvarende i Ot.prp. nr. 98 (2000–2001). Ved behov kan det også fastsettes regler om spesialfonds rabatter i forskrift, jf. vpfl. § 6–1 første ledd siste punktum.

Det vises for øvrig til at avgiftsstrukturen skal beskrives i fondets vedtekter, jf. vpfl. § 3–3 første ledd nr. 9, og at vedtektene skal godkjennes av Kredittilsynet. Departementet ser i den sammenheng ikke behov for en slik særlig innsynsrett som foreslått av Kredittilsynet.

18 Markedsføring og salg av utenlandske fondsandeler i Norge

18.1 Gjeldende rett

Adgangen til å markedsføre og selge andeler i verdipapirfond og tilsvarende utenlandsk innretning i Norge, er nærmere regulert i verdipapirfondloven § 6–11 til § 6–15.

«Markedsføring» er i § 6–11 annet ledd første punktum definert som «å invitere eller oppfordre til å erverve rettigheter i et verdipapirfond». Det er bare «invitasjon eller oppfordring som er bestemt for eller særlig egnet til å ha virkninger her i riket» som anses som markedsføring i Norge, jf. verdipapirfondloven § 6–11 annet ledd siste punktum. Såkalte passive salg av utenlandske fondsandeler, dvs. salg som kommer i stand uten at det er foretatt markedsføring som nevnt, kan gjennomføres uten hinder av verdipapirfondloven. Loven er således ikke til hinder for at norske investorer kjøper andeler i utenlandske hedgefond som ikke er markedsført i Norge i lovens forstand.

Verdipapirfondloven kommer til anvendelse på utenlandske verdipapirfond som markedsføres i Norge, og utenlandske forvaltningsselskapers adgang til etablering og tjenesteyting i Norge, jf. § 1–1 annet punktum. Markedsføring av såkalte UCITS-fond er nærmere regulert i verdipapirfondloven § 6–14.

Markedsføring av utenlandske fond som ikke oppfyller vilkårene i UCITS-direktivet er regulert i verdipapirfondloven § 6–13. Bestemmelsen lyder som følger:

«§ 6–13. Markedsføring av utenlandske verdipapirfond

Utenlandsk verdipapirfond kan markedsføres i Norge etter tillatelse gitt av tilsynsmyndigheten. Slik tillatelse kan gis dersom:

1. forvalteren av verdipapirfondet har oversendt slike opplysninger til tilsynsmyndigheten som departementet fastsetter i forskrift eller som tilsynsmyndigheten krever,
2. det er etablert et tilfredsstillende samarbeid om tilsyn mellom tilsynsmyndighetene i hjemlandet og Norge,
3. verdipapirfondet og forvaltningen av det er underlagt betryggende tilsyn i hjemlandet,
4. verdipapirfondet og forvaltningen av det oppfyller de krav som gjelder for å drive

virksomheten i hjemlandet og at disse kravene gir investorer i Norge beskyttelse minst på linje med den beskyttelse de har ved investering i norsk verdipapirfond,

5. forvalteren av verdipapirfondet gjør det som er nødvendig for her i riket å kunne foreta utbetalinger til deltakerne, innløse andeler og gi den informasjon som foretaket skal utarbeide i henhold til reglene i hjemlandet, og at
6. salg i Norge av andeler i verdipapirfondet skjer gjennom forvaltningsselskap med tilatelse etter §§ 2–1, 2–12 eller 2–13, kredittinstitusjon med rett til å drive finansieringsvirksomhet i Norge, forsikringsselskap med rett til å drive forsikringsvirksomhet i Norge eller verdipapirforetak med rett til å yte investeringstjenester i Norge.

Tilsynsmyndigheten kan sette vilkår for tilatelse etter første ledd for å sikre beskyttelsen av investorer i Norge. Det kan bl.a. settes vilkår om plikt til å gi opplysninger til investorer og myndigheter og om hvordan salg av andeler i Norge skal skje.

Tilsynsmyndigheten kan kalle tilbake tillatelse etter første ledd dersom

1. kravene i § 6–13 første ledd nr. 4, 5 eller 6 ikke lenger er oppfylt,
2. vilkår som er satt i medhold av første ledd er brutt,
3. regler fastsatt i medhold av § 6–15 ikke er overholdt, eller
4. krav i § 7–4 om språk ikke er overholdt.»

Forskrift 8. juli 2002 nr. 799 om markedsføring av utenlandske verdipapirfond er fastsatt med hjemmel i verdipapirfondloven § 6–15.

I forhold til spesialfond er det særlig grunn til å nevne at forvalter for utenlandsk fond kan benytte samme betegnelse for fondet og forvalteren av det i sin markedsføring i Norge som de betegnelse som benyttes i hjemlandet. Dersom det foreligger forvekslingsfare, kan Kredittilsynet imidlertid kreve at betegnelsen tilføyes en forklarende tekst, jf. forskriften § 3–2. Videre krever forskriften § 3–3 første punktum at de opplysningene forvalter av fondet etter sitt hjemlands rett er forpliktet til å tilby andelstegnere og til å holde tilgjengelig, skal gis til andelstegnere her i riket. Forvalteren for fondet skal minst beregne og kunngjøre andelsver-

dien to ganger i måneden, eller oftere dersom vedtektene bestemmer det.

18.2 Kredittilsynets høringsnotat

Kredittilsynet foreslår at andeler i spesialfond etablert i utlandet bare kan markedsføres og selges i Norge på tilsvarende vilkår som norske spesialfond. Det må her nevnes at Kredittilsynet foreslo å innføre investorkategorier, slik at spesialfond bare kunne markedsføres og selges til nærmere definerte «profesjonelle investorer». Kredittilsynet skriver i denne sammenheng følgende på side 79 i høringsnotatet:

«Etter Kredittilsynets oppfatning, er det sentrale i vpfl. § 6–13 at kravene til verdipapirfondet og forvaltningen av fondet gir investorer i Norge beskyttelse minst på linje med den beskyttelse de har ved investering i norsk verdipapirfond.

Når det gjelder utenlandske non-UCITS-spesialfond, bør imidlertid disse tillates markedsført til profesjonelle investorer, definert *tilsvarende* som for de norske spesialfondene, men kun overfor profesjonelle investorer, på lik linje med de norske spesialfondene. Norske forvaltningsselskaper vil ikke kunne dekke profesjonelle investorers behov for spesialfond og det vil heller ikke være forretningsmessig interessant å etablere alle former for spesialfond i Norge. Selv om det uansett vil være adgang til passivt salg (first approach) av slike fond, jf. ovenfor, bør markedsføring av slike utenlandske spesialfond rettet mot profesjonelle investorer derfor være tillatt. Hvilket beskyttelsesnivå det utenlandske spesialfondet har i sitt regelverk, bør etter Kredittilsynets oppfatning ikke være avgjørende. Fondet kan være salgbart til profesjonelle, eventuelt med en definisjon som avviker fra men likevel dekker den norske, til ikke-profesjonell investor eller med andre begrensninger. Men i det norske regelverket må det være et krav at de utenlandske «hedgefond» som skal markedsføres i Norge kun skal kunne tegnes av profesjonelle investorer.»

18.3 Høringsinstansenes merknader

En rekke av høringsinstansene var negative til innføring av investorkategorier og at andeler i spesialfond bare skulle kunne markedsføres og selges overfor såkalte profesjonelle investorer. Ingen av høringsinstansene hadde derimot motforestillinger mot en likestilling av norske og utenlandske

spesialfond når det gjelder markedsføring og salg i Norge.

18.4 Departementets vurdering

Det følger av vpfl. § 6–13 at «utenlandske verdipapirfond» kan markedsføres i Norge etter tillatelse gitt av tilsynsmyndigheten på nærmere angitte vilkår. Innledningsvis finner departementet grunn til å presisere at begrepet «utenlandske verdipapirfond» innebærer en selvstendig begrensning av hva som kan tillates markedsført i Norge etter bestemmelsen. Henvisningen til verdipapirfond innebærer bl.a. at fondskonstruksjoner som omfattes av bestemmelsen i all hovedsak må ha de samme grunnleggende karakteristika som kjenner tegner et verdipapirfond etter norsk rett. Sentrale kjennetegn er bl.a. kravet om selvstendig formuesmasse og ansvarsbegrensning, jf. omtale i kapittel 7 ovenfor.

Etter gjeldende rett er det et vilkår for markedsføring av utenlandske fond (som ikke oppfyller EØS-bestemmelser som svarer til UCITS-direktivet) at hjemstatens krav gir investorene «beskyttelse minst på linje med den beskyttelse de har ved investering i norsk verdipapirfond» i verdipapirfondloven § 6–13 første ledd nr. 4 er oppfylt, jf. Ot.prp. nr. 98 (2000–2001) s. 61. Dette synes å tilsvare den svenske reguleringen, jf. lag (2004:46) om investeringsfonder § 9 første ledd, jf. fjerde ledd:

«Ett fondföretag som inte hör hemma inom EES eller som, om det hör hemma inom EES, inte omfattas av rådets direktiv 85/611/EEG får efter tillstånd av Finansinspektionen marknadsföra och sälja andelar i företaget här i landet, från filial eller utan att inrätta filial.

Tillstånd får ges bara om
[...]

4. det finns skäl att anta att den planerade verksamheten här i landet kommer att drivas på ett sätt som är förenligt med bestämmelserna i denna lag och andra författningar som reglerar företagets verksamhet.»

Kredittilsynet fremholder at et slikt krav er vanskelig å pålegge spesialfond, og foreslår av denne grunn ikke å opprettholde det i forhold til spesialfond. Kredittilsynets forslag vil imidlertid kreve at det foretas en vurdering av om fondet det søkes markedsføringstillatelse for, kan betegnes som spesialfond etter norsk rett. Etter departementets vurdering vil dette lede inn i en vurdering som kan bli like krevende som vurderingen etter § 6–13 første ledd nr. 4. Departementet finner derfor ikke

grunn til å unnta utenlandske spesialfond fra dette kravet. Til støtte for dette taler også hensynet til å sikre konkurransenøytralitet mellom norske og utenlandske aktører på det norske markedet.

Det må for øvrig foretas en gjennomgang av markedsføringsforskriften med sikte på å vurdere om det er behov for endringer i forhold til spesialfond. Kredittilsynets forslag om at det i all markedsføring av spesialfond skal fremgå at det er tale

om spesialfond, må ses i sammenheng med begrunnelsen for kravet om å benytte betegnelsen spesialfond, se punkt 8.4. Uten en klar plikt til å opplyse om at det er tale om spesialfond i markedsføringen, vil formålet om å gi et sterkt signal om at det er tale om noe annet enn alminnelige verdipapirfond, kunne bli svekket. Departementet foreslår derfor å innføre et slikt krav, jf. forslaget § 6–12 nytt annet punktum.

19 Tilsyn

19.1 Gjeldende rett

Kredittilsynet skal føre tilsyn med at verdipapirfondsforvaltning foregår i samsvar med verdipapirfondloven og vedtektene for de enkelte fond, jf. lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel mv. (kredittilsynsloven) § 1 nr. 16 og § 2 første ledd, smh. verdipapirfondloven § 8–2. Kredittilsynet fører løpende tilsyn med forvaltningsselskapene og deres virksomhet, samt med depotmottaker for verdipapirfond.

Forvaltningsselskap for verdipapirfond plikter når som helst å gi Kredittilsynet innsyn i sine protokoller, registrerte regnskapsopplysninger, regnskapsmateriale, bøker, dokumenter og beholdninger av enhver art. De plikter også å gi Kredittilsynet alle opplysninger som det måtte finne påkrevd. Det samme gjelder for depotmottakere, jf. verdipapirfondloven § 8–2 annet ledd første og annet punktum. Kredittilsynet kan også kalle sammen styret i forvaltningsselskap og depotmottaker og har rett til å være representert på andelseiernes valg møter, jf. verdipapirfondloven § 8–2 annet ledd siste punktum.

Ved risiko for at kapitalkravene for forvaltningsselskap ikke vil kunne oppfylles, eller dersom det inntreffer andre forhold som kan innebære stor risiko knyttet til driften av forvaltningsselskapet, skal foretaket straks gi Kredittilsynet melding om det, jf. verdipapirfondloven § 8–2 tredje ledd. Skifte av leder og styremedlemmer skal det også gis opplysning om, jf. bestemmelsens siste ledd.

Verdipapirfondloven § 8–2 suppleres av relevante bestemmelser i kredittilsynsloven. Det er her særlig grunn til å nevne at Kredittilsynet kan pålegge forvaltningsselskaper og depotmottakere å innrette sin internkontroll etter de bestemmelser tilsynet fastsetter og kreve at oppgaver og opplysninger sendes inn på den måten Kredittilsynet bestemmer, jf. § 4 nr. 2 og 3, og retten Kredittilsynet har til å gjøre de undersøkelser om tilsynssubjektenes stilling og virksomhet som tilsynet finner nødvendig, jf. § 3 annet ledd første punktum.

Kredittilsynet mottar informasjon om forvaltningsselskapene og fondene hvert kvartal, jf. rund-

skriv 11/2004 om ny kvartalsoppgave med veiledning for forvaltningsselskap for verdipapirfond. Kvartalsoppgaven innhentes med hjemmel i kredittilsynsloven § 4 nr. 3, jf. § 1 nr. 13 og 16. Kredittilsynet mottar informasjon om forvaltningsselskapet, om fondenes plasseringer og eventuelle innrapporterte overskridelser.

Kvartalsoppgaven om forvaltningsselskapet inneholder opplysninger om hvem som er ansatt, om det er nye aksjonærer, resultatregnskapet og egenkapital. Kredittilsynet mottar også informasjon om ansvarlig kapital slik at Kredittilsynet kan kontrollere at kravet til forvaltningsselskapets kapital er overholdt, jf. verdipapirfondloven § 2–3. Det skal framgå om tilsynsmyndigheten har gitt samtykke til at fondene samlet kan eie mer enn ti prosent av aksjekapitalen eller den stemmeberettigende kapitalen i ett selskap, jf. verdipapirfondloven § 4–9 annet ledd.

I oppgaven over fondene skal det blant annet tas inn opplysninger om fondstypen, eksempelvis om det er rentefond eller aksjefond, forvaltningskapitalen i fondet, transaksjonsvolumet, antall andelseiere, plasseringer i underfond og om det kan investeres i derivater og om plasseringene i fondet har skjedd i henhold til verdipapirfondloven og vedtekter. Dersom det foreligger brudd på plasseringsbestemmelsene, skal det gis opplysninger om hvilke(n) bestemmelse(r) som er overtrådt, bruddets omfang og varigheten av bruddet.

Kredittilsynet benytter kvartalsoppgavene blant annet til å kontrollere at plasseringsbestemmelsene overholdes. Informasjonen benyttes også for å vurdere om det skal foretas stedlig tilsyn i foretaket. Informasjon om forvaltningskapital og andelseiere i de ulike fondene benyttes også i den pressemelding om fondene og forvaltningsselskapene som Kredittilsynet offentliggjør kvartalsvis.

Tilsyn med utenlandsk forvaltningsselskap med hovedsete i annen EØS-stat som tilfredsstiller kravene i verdipapirfondloven § 2–12 (UCITS-foretak), er regulert i verdipapirfondloven kap. 9. Tilsyn med utenlandske depotmottakere og forvaltningsselskaper føres for øvrig med hjemmel i kredittilsynsloven, jf. dens § 1 tredje ledd, og avtaler om tilsynssamarbeid.

Kredittilsynet kan gi forvaltningsselskap for verdipapirfond pålegg om retting, jf. verdipapirfondloven § 2–8. Bestemmelsen lyder som følger:

«§ 2–8. Pålegg om retting

Tilsynsmyndigheten kan gi forvaltningsselskap for verdipapirfond pålegg om retting dersom selskapet ikke har overholdt sine plikter i henhold til bestemmelse gitt i eller i medhold av lov, eller har handlet i strid med konsesjonsvilkår. Det samme gjelder dersom institusjonens organer ikke har overholdt selskapets eller fondenes vedtekter, eller egne interne retningslinjer fastsatt etter bestemmelser gitt i eller i medhold av lov. Pålegg kan også gis for å hindre framtidig handlemåte som vil være i strid med første og annet punktum.

Tilsynsmyndigheten kan gi forvaltningsselskap for verdipapirfond pålegg om retting dersom selskapets ledelse eller styre ikke løpende oppfyller kravene til hederligandel og erfaring som fastsatt i eller i medhold av § 2–2 første ledd nr. 1 og fjerde ledd.

Første og annet ledd gjelder tilsvarende dersom Kredittilsynet underrettes av tilsynsmyndigheter i annen EØS-stat om at et norsk forvaltningsselskap for verdipapirfond har overtrådt regler som gjelder for foretakets virksomhet i vedkommende land. Kredittilsynet skal i tilfelle underrette vedkommende myndighet om hvilke pålegg som blir gitt.

Dersom en aksjeeier ikke har gitt melding til tilsynsmyndigheten etter § 2–4 første og annet ledd eller har ervervet aksjer i strid med disse bestemmelsene, kan tilsynsmyndigheten gi pålegg om at stemmerettighetene til aksjene ikke kan utøves.»

Kredittilsynets kompetanse til å kalle tilbake tillatelse til å drive verdipapirfondsforvaltning er regulert i verdipapirfondloven § 2–9. Bestemmelsen lyder som følger:

«§ 2–9. Tilbakekall og bortfall av tillatelse

Tillatelse etter § 2–1 første ledd faller bort dersom forvaltningsselskapet kommer under konkurs- eller offentlig akkordforhandling.

Tilsynsmyndigheten kan kalle tilbake tillatelse til å drive verdipapirfondsforvaltning dersom forvaltningsselskapet:

1. ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å drive verdipapirfondsforvaltning i mer enn seks måneder,
2. har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,
3. ikke lenger oppfyller de vilkår som ble stilt for tillatelsen,

4. foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov,
5. gjør seg skyldig i mislige forhold som gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser, eller
6. ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av § 2–8.

Når tillatelse etter § 2–1 bortfaller eller blir kalt tilbake, skal verdipapirfond som selskapet forvalter avvikles eller overføres til annet forvaltningsselskap etter regler fastsatt av departementet.

Dersom tillatelsen til et forvaltningsselskap for verdipapirfond som driver virksomhet i en annen EØS-stat bortfaller eller blir kalt tilbake, skal vedkommende myndigheter i vertsstaten underrettes.»

19.2 Kredittilsynets forslag

Kredittilsynet foreslår ingen endringer i verdipapirfondloven § 8–2. Dette er begrunnet med at Kredittilsynet ikke ser at det er behov for å utelukke spesialfond fra hele eller deler av denne bestemmelsen.

Når det gjelder forvaltningsselskapets plikt til løpende rapportering til Kredittilsynet, skriver Kredittilsynet følgende, jf. høringsnotatet side 101 og 102:

«Det er foreslått at spesialfondene ikke underlegges verdipapirfondlovens krav til risikopredning og plasseringsbestemmelser, jf. foreslått ny § 10–3 og § 10–4. Det er foreslått at spesialfondene isteden skal angi strategi, risikorammer og retningslinjer for hvordan risikoen styres, jf. ny vpfl. § 3–3 nr. 4 i § 10–4 nr. 2. Kredittilsynet ser det som viktig informasjon til Kredittilsynet at spesialfondene rapporterer om eventuelle brudd på risikorammer, omfanget og årsaken til bruddet, samt at foretaket skal vurdere om det er behov for å iverksette tiltak, herunder innføre rutiner for å hindre at bruddene gjentar seg.

Kredittilsynet har foreslått at vpfl. § 4–11 ikke skal gjelde for spesialfond for så vidt gjelder lån og salg av finansielle instrumenter fondet ikke eier, jf. punkt 7.3.3 og foreslått ny § 10–4 nr. 5. Det er dessuten foreslått at derivatforskriften § 2 første ledd ikke får anvendelse på spesialfond, se forslag til endring av derivatforskriften punkt 13.1. Også brudd på spesialfondets fastsatte rammer for lån, shortsalg og total eksponering knyttet til derivater bør rapporteres i kvartalsoppgaven til Kredittilsynet.

Også spesialfond skal dermed sende inn kvartalsoppgave til Kredittilsynet, slik Kredittilsynet ser det. Informasjonen som skal gis om forvaltningsselskapet etter gjeldende kvartalsoppgave bør antagelig gjelde i sin helhet for forvaltningsselskap for spesialfond. Informasjonen som skal gis etter gjeldende kvartalsoppgave for hvert av fondene må imidlertid tilpasses spesialfond. Nye informasjonskrav må tas ut slik at det blir en hensiktsmessig rapport til Kredittilsynet. Kredittilsynet vil vurdere hva det er hensiktsmessig at forvaltningsselskapene skal rapportere om spesialfond til Kredittilsynet etter at en lovendring eventuelt trer i kraft.

Det vises dessuten til at forvaltningsselskapet umiddelbart skal rapportere vesentlige brudd på overholdelse av strategi, risikorammer og styring av risiko, jf. vpfl. § 8–2 tredje ledd om at foretaket straks skal gi melding til tilsynsmyndigheten blant annet dersom det inntreffer andre forhold som kan innebære stor risiko knyttet til driften av foretaket.»

Kredittilsynet foreslår ingen endringer i verdipapirfondloven § 2–8 om pålegg om retting. Kredittilsynet legger til grunn at det kan gis pålegg om retting dersom det blant annet er klart at fondenes vedtekter, herunder rammene for fondets risiko eller interne retningslinjer ikke er overholdt, og ser ikke noe behov for å foreslå endringer. Dette fremgår på s. 108 i høringsnotatet.

Kredittilsynet har heller ikke funnet at det er behov for særlig regler for tilkakekall av tillatelse etter verdipapirfondloven § 2–9.

19.3 Høringsinstansenes merknader

Ingen av høringsinstansene har merknader til Kredittilsynets forslag på dette punkt.

19.4 Departementets vurdering

Etter departementets vurdering gir gjeldende rett i det alt vesentlige et tilstrekkelig rammeverk for å

føre tilsyn med forvaltningsselskap og depotmottaker for spesialfond. I forhold til spesialfond vil departementet også særlig understreke det tilsyns- og kontrollansvar som vil påhvile depotmottaker og revisor, jf. også nærmere omtale i kapittel 14 og 15.

Kredittilsynet har funnet grunn til å foreslå særskilt regulering på ett punkt. Det gjelder i forhold til kontroll med overholdelse av de vedtektsfestede rammene for investeringsområde, strategi, risiko og styring av risiko, jf. omtale i kapittel 16. Denne kontrollen erstatter sentrale krav til forvaltning av verdipapirfond. Etter Finansdepartementets vurdering er det viktig at det legges best mulig til rette for tilsyn med at de vedtektsfestede rammene overholdes. Departementet kan heller ikke se at forvaltningsselskapene har noen beskyttelsesverdig interesse i å kunne unnlate å innrapportere slike brudd. Departementet slutter seg derfor til Kredittilsynets forslag på dette punkt, jf. forslaget § 8–2 nytt femte ledd.

Departementet deler Kredittilsynets vurdering når det gjelder bestemmelsen i verdipapirfondloven § 2–8 om pålegg om retting. Det vises her også til at unnlattelse av å etterkomme pålegg fra Kredittilsynet, herunder pålegg om retting av brudd på vedtektenes rammer for investeringsområde, strategi, risiko og styring av risiko kan føre til at forvaltningsselskapets tillatelse blir kalt tilbake, jf. verdipapirfondloven § 2–9 annet ledd nr. 6.

Departementet har vurdert om det er grunn til å innføre adgang til å kalle tilbake tillatelse dersom det foreligger brudd på spesialfonds vedtekter vedrørende investeringsområde, strategi, risiko og styring av risiko, jf. forslaget § 3–3 nytt annet ledd. Etter departementets syn bør det i lovteksten presiseres at alvorlige eller systematiske brudd på fondenes vedtekter vil kunne danne grunnlag for tilbakkekall av forvaltningsselskapets tillatelse. Presiseringen bør gjelde i forhold til verdipapirfond generelt, men antas å ville ha særskilt betydning for spesialfond. Det vises i den sammenheng til betydningen av spesialfonds vedtekter som en ramme for fondets virksomhet. Det vises til forslaget til endring av § 2–9 annet ledd nr. 4.

20 Tekniske justeringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover

I Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) ble det fremmet forslag til ny verdipapirhandellov og ny lov om regulerte markeder. Forslaget ble i all hovedsak vedtatt i tråd med Finansdepartementets forslag, jf. Innst. O. nr. 70 (2006–2007). Lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder og lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel trer i dels i kraft 1. november 2007, og dels 1. januar 2008, jf. kronprinsregentens resolusjon 29. juni 2007.

Det foreslås at det foretas tekniske justeringer for å rette opp enkelte inkurier i den nylig vedtatte lovteksten. Dette gjelder verdipapirfondloven § 2–10 annet ledd og § 6–8, og verdipapirhandelloven § 9–15 syvende ledd, § 9–21 annet ledd nr. 2 og § 15–7 første ledd

Det vises til nærmere omtale under spesialmerknadene til de enkelte bestemmelsene.

21 Økonomiske og administrative konsekvenser

Forslaget bygger på at spesialfond skal reguleres etter verdipapirfondloven. Det antas at ønsket fra en rekke aktører om å få adgang til å organisere alternative investeringer under fondsreguleringen er et uttrykk for at denne løsningen gir gode betingelser for å utvikle disse markedene. Forslaget innebærer imidlertid ingen ytterligere begrensning av adgangen til å organisere kollektive investeringer på annen måte, for eksempel i form av selskap.

Forslaget legger til rette for konkurranse mellom utenlandske og norske aktører, og gir således mulighet for å videreutvikle norsk finansnæring, samtidig som hensynet til virksom konkurranse er søkt ivare tatt til beste for norske investorer.

For norske investorer innebærer forslaget at det legges til rett for et større utbud av kollektive investeringsalternativer med større variasjon i risikoprofil enn det det er adgang til etter gjeldende rett. For utstedere innebærer forslaget at nye institusjonelle investorer vil kunne tilføre dem kapital. Forslaget innebærer også at det vil kunne bli et økt tilfang av aktører som kan bidra til å øke likvidite-

ten og verdien av den prisinformasjonen markedet genererer.

Den skatterettslige stillingen for spesialfond og andelseiere i spesialfond blir den samme som for verdipapirfond.

Forslaget innebærer at Kredittilsynet får utvidet sitt tilsynsområde. Det er vanskelig å ha noen formening om hvor omfattende utvidelse man kan påregne. Kredittilsynets kontroll med de vedtektsfestede rammene for den finansielle risikoen i spesialfond, vil kunne stille økte krav til Kredittilsynets kompetanse og kapasitet. Det er også grunn til å påregne at en del tid og ressurser vil kunne gå med til å behandle søknader om markedsføringstillatelser for utenlandske fond tilsvarende spesialfond. For det offentlige vil det også gå med en del ressurser i forbindelse med fastsetting av nødvendige forskriftsendringer, retningslinjer og eventuelle standardvedtekter. Særlig den første tiden frem mot og etter ikrafttreddelsen, vil det også ventelig gå med en del tid til å gi informasjon og veiledning om regelverket.

22 Merknader til de enkelte bestemmelsene

Merknader til endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond

Til § 1–1 nytt annet ledd:

Bestemmelsen angir at spesialfond er unntatt fra lovens bestemmelser i § 4–5 tredje, fjerde og femte ledd om adgang til investering av fondets midler i verdipapirfondsandeler mv., § 4–6 om krav til likvid plassering av fondets midler, § 4–8 om krav til risikospredning, § 4–11 om fondets adgang til å oppta lån mv., § 6–1 annet ledd om krav til ukentlig beregning og kunngjøring av andelsverdien samt § 6–7 om andelshavernes rett til innløsning. Disse unntakene er behandlet i kapittel 10 til 17.

Spesialfond foreslås unntatt fra verdipapirfondloven § 4–11, jf. forslaget § 1–1 nytt annet ledd nr. 4. Unntaket omfatter ikke forbudet mot å pådra fondet kausjons- eller garantiforpliktelser i § 4–11 første ledd. Det vises til nærmere omtale i punkt 13.4.

Til § 1–1 nytt tredje ledd:

Spesialfond foreslås unntatt fra verdipapirfondloven § 4–5 tredje ledd som begrenser adgangen for verdipapirfond til å plassere fondets midler i verdipapirfondsandeler (fond i fond), jf. forslaget § 1–1 nytt annet ledd nr. 1. Den foreslåtte bestemmelsen presiserer at spesialfond likevel bare kan plassere fondets midler i fond hvor fondet og forvaltningen av det er underlagt betryggende tilsyn i hjemstaten, og det er etablert tilfredsstillende tilsynssamarbeid mellom Kredittilsynet og tilsynsmyndighetene i forvaltningsselskapets hjemstat. Dette innebærer at kravet til tilsynssamarbeide ikke omfatter selve fondets hjemstat (dersom fondet er etablert i en annen stat enn forvaltningsselskapet).

Til § 1–2 første ledd nr. 1 nytt annet og tredje punktum:

Det følger av gjeldende rett at andelseiere i et verdipapirfond bare hefter for sitt innskudd. Dette vil også gjelde spesialfond, som er en særskilt gruppe verdipapirfond. Etter departementets syn er det hensiktsmessig å presisere dette begrensede

ansvaret i loven, bl.a. i lys av at spesialfond etter lovforslaget vil få adgang til å påta seg låneforpliktelser og inngå derivatavtaler ut over det som følger av gjeldende regelverk. Etter omstendighetene vil denne fleksibiliteten for spesialfond i prinsippet kunne medføre at fondet pådrar seg forpliktelser som overstiger dets aktiva, noe som vil aktualisere den praktiske betydningen av andelseiernes begrensede ansvar.

Bestemmelsen er utformet etter mønster av allmennaksjeloven § 1–2 første og annet ledd. Det er imidlertid ikke inntatt en kvalifisering som i allmennaksjeloven § 1–2 annet ledd, hvorefter plikten til å gjøre ytterligere innskudd ikke kan skje «i større utstrekning enn det som følger av grunnlaget for aksjetegningen». I motsetning til hva som gjelder for allmennaksjeselskaper, er det etter departementets syn lite praktisk – og under enhver omstendighet lite ønskelig – å legge til rette for at andelseiere ved tegningen av andeler skal påta seg en forpliktelse til å tegne ytterligere andeler på et senere tidspunkt. Det foreslås å presisere at forbudet omfatter forpliktelser til å gjøre «ytterligere» innskudd ut over den initiale tegningen. Etter departementets syn vil ikke bestemmelsen være til hinder for at det inngås månedlige spareavtaler eller lignende, så lenge andelseiere har en løpende rett til å si opp avtalen. I så fall foreligger ingen «forpliktelse» til nytegning.

Det understrekes at bestemmelsen avskjærer at en andelseier pådras forpliktelser overfor fondets kreditorer i kraft av sin stilling som andelseier. Bestemmelsen utelukker ikke at en andelseier pådrar seg forpliktelser overfor fondets kreditorer på annet grunnlag, eksempelvis på særskilt avtale-rettslig grunnlag. I slike tilfeller må det imidlertid kreves at den pådratte forpliktelse inngås uavhengig av ervervet av andelen, og at forpliktelsen kommersielt sett «står på egne ben» i forhold til ervervet av andelen. Dersom det foreligger en faktisk eller juridisk kobling mellom ervervet av andelen og en eventuell garantiforpliktelse, vil det etter departementets syn innebære et brudd på den lovbestemte ansvarsbegrensningen.

Bestemmelsen er også omtalt i punkt 7.4.

Til § 1–2 første ledd nytt nr. 2:

Bestemmelsen definerer begrepet spesialfond. Definisjonen gir uttrykk for at det er tale om verdipapirfond, jf. § 1–2 første ledd nr. 1, som i stadfestede vedtekter er betegnet som spesialfond. Det framgår av § 3–4 første ledd annet punktum at vedtektene skal stadfestes av Kredittilsynet.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i punkt 7.4.

Til § 2–8 a sjettede ledd:

Bestemmelsen regulerer Kredittilsynets plikt til å gi melding til tilsynsmyndigheten i annen EØS-stat melding dersom et norsk forvaltningsselskap ønsker å utøve virksomhet i denne andre EØS-staten. Dersom Kredittilsynet ikke finner å kunne gi slik melding fordi det har grunn til å betvile at forvaltningsselskapets administrative organisering eller økonomiske stilling er god nok, skal slik melding ikke oversendes. Fristen for tilsynsmyndigheten til å gi en begrunnelse for avslaget til det aktuelle forvaltningsselskapet endres fra tre til to måneder.

Endringen vil oppfylle bestemmelsen i direktiv 85/611/EØF artikkel 6a punkt 3, slik det lyder etter endringsdirektiv 2001/107/EF artikkel 1 nr. 3.

Til § 2–9 annet ledd nr. 4:

Bestemmelsen angir ett av flere alternative vilkår for tilbakekall av tillatelse for et forvaltningsselskap for verdipapirfond. Det foreslås å unnta spesialfond fra flere av lovens bestemmelser. Når det gjelder spesialfond vil derfor fondets vedtekter på flere viktige områder erstatte verdipapirfondlovens alminnelige regulering av risiko. Etter departementets vurdering er det derfor behov for å presisere Kredittilsynets kompetanse til å kunne kalle tilbake et forvaltningsselskaps tillatelse ved alvorlige eller systematiske overtredelser av vedtektsfestede rammer.

Bestemmelsen er behandlet i punkt 9.4.

Til § 2–10 annet ledd:

Forslaget går ut på en teknisk justering av bestemmelsens ordlyd som følge av ikrafttreddelsen av ny verdipapirhandellov. Det vises til nærmere omtale i kapittel 20.

Til § 3–2:

Bestemmelsen foreslås endret slik at også benevnelsen spesialfond omfattes. Reglene for verdipapirfond og spesialfond gir ulikt beskyttelsesnivå for investoren. På denne bakgrunn er det viktig at spesialfond alltid fremstår som og omtales på

en måte som ikke gir grunn til å forveksle det med verdipapirfond.

Bestemmelsen er behandlet i punkt 8.4.

Til § 3–3 nytt annet og tredje ledd:

Bestemmelsen stiller krav om at spesialfonds vedtekter, i tillegg til de krav til vedtektsinnhold som følger av loven for øvrig, angir fondets investeringsområde, strategi, risikorammer og retningslinjer for kontroll og styring av risikoen.

Kredittilsynet skal, ved vurderingen av om vedtektene skal stadfestes, foreta en vurdering av om forelagte vedtekter er hensiktsmessig i forhold til kravene kontroll med og styring av risiko. I medhold av bestemmelsens annet ledd kan departementet fastsette nærmere krav hvorledes vedtektene skal utformes for å tilfredsstille disse kravene.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i punkt 9.4.

Til § 3–4 annet ledd nytt femte punktum:

Endringen innebærer en presisering av at fondet skal være åpent for innløsning ved vedtektsendringer, uansett om det foreligger vedtektsfestede begrensninger av innløsningsadgangen eller ikke. Formålet med denne regelen er å sikre andelseiernes mulighet til å tre ut av fondet dersom de ikke ser seg tjent med vedtektsendringene som er foreslått. Endringen er generell, og vil således også omfatte verdipapirfond med lukket utgang, jf. §§ 6–9 siste ledd og 7–3 annet ledd annet punktum.

Bestemmelsen er omtalt i punkt 9.4.

Til § 4–6 første ledd nr. 1:

Endringene består i endrede henvisninger som følge av gjennomføringen av verdipapirmarkedsdirektivet og ny lov om regulerte markeder.

Det vises til nærmere omtale i punkt 20.

Til ny § 4–9 a:

Bestemmelsen stiller krav om at forvaltningsselskap for spesialfond skal ha et system for risikostyring. Systemet skal gjøre det mulig å til enhver tid kunne kontrollere og bedømme risikoen knyttet til fondets posisjoner og hvordan disse posisjonene påvirker fondets risikoprofil. Det er således både de individuelle posisjonene og den totale risikoen som fortløpende skal kunne kontrolleres og vurderes.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i punkt 16.4.

Til § 5–3 første ledd annet punktum og nytt tredje ledd:

I forslaget til § 5–3 nytt første ledd annet punktum foreslås det presisert at instruksjer ikke må

være i strid med bestemmelser gitt i medhold av lov.

Bestemmelsens nye tredje ledd stiller krav om at depotmottakeren skal kontrollere at fondets andelsverdier blir beregnet i samsvar med lov, bestemmelser i medhold av lov, verdipapirfondets vedtekter og forsvarlig praksis for fastsettelse av markedsverdi.

Bestemmelsene er nærmere omtalt i punkt 14.4.

Til ny § 5–4:

Bestemmelsen angir enkelte særlige plikter for depotmottakere for spesialfond. I bestemmelsens *første* ledd pålegges depotmottakeren å kontrollere forvaltningsselskapets beregning av forvaltningsgodtgjørelse. Bestemmelsens *annet* ledd gir departementet adgang til å fastsette nærmere regler om depotmottakers oppgaver.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i punkt 14.4.

Til § 6–1 nytt tredje ledd:

Bestemmelsens første punktum og forslaget til § 1–1 nytt annet ledd nr. 5 innebærer at spesialfond underlegges noe mindre strenge krav til periodisk beregning og kunngjøring av andelsverdien enn andre verdipapirfond. I lys av at spesialfond gis adgang til å investere i mindre likvide aktiva, kan det vise seg å bli behov for å gi nærmere regler om beregning av andelsverdien i forskrift. Slik forskriftshjemmel er foreslått i bestemmelsens siste punktum.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i punkt 15.4.

Til § 6–8:

Det foreslås en ren teknisk justering av bestemmelsen som følge av ny verdipapirhandellov. Bestemmelsen angir hvilke foretak som kan forestå salg av nytutstedte andeler i verdipapirfond. Det vises bl.a. til foretak med tillatelse til å yte tjenester som nevnt i verdipapirhandeloven § 2–1 første ledd nr. 1. Riktig henvisning skal være til verdipapirhandeloven § 2–1 første ledd nr. 2.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i punkt 20.

Til ny § 6–9 a:

Bestemmelsen gir spesialfond adgang til å begrense andelseiernes rett til å løse inn sine andeler.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i punkt 10.4.

Til § 6–12 nytt annet punktum

Bestemmelsen presiserer at det ved markedsføring av må formidles klart overfor kunden at produktet er et spesialfond.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i punkt 18.4.

Til ny § 6–12 a:

Bestemmelsen innebærer begrensninger på markedsføring og salg av andeler i spesialfond. Dersom kjøperen ikke er en profesjonell investor som definert i verdipapirforskriften, kan salg bare skje etter forutgående råd fra en investeringsrådgiver med tillatelse etter verdipapirhandeloven, eller et forvaltningsselskap for verdipapirfond som har gitt melding til Kredittilsynet om at det utfører tilleggstjenesten investeringsrådgivning. Bestemmelsen bygger på en forutsetning om at rådgiver oppfyller de materielle krav til rådgivningsvirksomhet som følger av verdipapirhandeloven med tilhørende forskrift. Tilsvarende gjelder i hovedsak for forvaltningsselskaper for verdipapirfond, jf. verdipapirforskriften § 1–2, jf. verdipapirfondloven § 2–1 annet ledd.

Investeringsrådet kan enten gis av en uavhengig rådgiver, fra en rådgiver som distribuerer det aktuelle fondet eller fra forvaltningsselskapet selv. I tillegg åpner verdipapirhandeloven § 10–16 for bruk av tilknyttede agenter. Dersom forvaltningsselskapet selv skal drive rådgivning, må selskapet i tillegg ha konsesjon til å drive aktiv forvaltning, jf. verdipapirfondloven § 2–1 fjerde ledd. Når investeringsrådet er ytt, kan de foretak som nevnes i verdipapirfondloven § 6–8 forestå selve salget av fondsandelen. Det er altså ikke nødvendigvis slik at den som gir rådet skal være samme foretak som selger fondsandelen.

Bestemmelsen gjelder bare direkte «salg til investor», og omfatter ikke mer indirekte former for salg. For eksempel omfatter den ikke kjøp som foretas på vegne av investor som ledd i en avtale om aktiv forvaltning. Slike tilfeller er imidlertid regulert av verdipapirhandelovens alminnelige bestemmelser.

I *annet ledd* presiseres at plikten til å yte investeringsråd ikke gjelder profesjonelle investorer. Når det gjelder den nærmere avgrensning av hvem som skal regnes som «profesjonelle investorer» i denne sammenheng, foreslås at verdipapirforskriftens definisjoner legges til grunn. Dette innebærer for det første at investorer som oppfyller kriteriene i verdipapirforskriften § 10–2 vil anses å være profesjonelle. I tillegg legges til grunn at investorer som oppfyller de nødvendige kriterier i verdipapirforskriften 10–4 skal anses som profesjonelle i forhold til denne bestemmelsen.

I *tredje ledd* foreslås en forskriftshjemmel. Det vil bl.a. kunne være aktuelt med nærmere regler om hvor spesifikt det aktuelle investeringsrådet må være eller regler om hvor oppdatert investeringsrådet må være for å oppfylle lovens krav.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i punkt 6.3.

Til § 7–3 nytt fjerde ledd:

Bestemmelsen er utformet etter mønster av verdipapirfondloven § 7–3 annet ledd, og fanger opp det forhold at spesialfond ikke behøver samtykke fra tilsynsmyndigheten i medhold av § 6–7 annet punktum og § 6–9 siste ledd for å fastsette begrensninger i fondets vedtekter med hensyn til tegning og/eller innløsning.

Behovet for og kravet til å synliggjøre slike begrensninger i fondets vedtekter og prospekt, er det samme som for alminnelige verdipapirfond, jf. bestemmelsens første til tredje punktum. Det fremgår av bestemmelsens fjerde punktum at § 7–3 tredje ledd gjelder tilsvarende for spesialfond. Slike spesialfond skal derfor betegnes som spesialfond med begrenset krets av innskytere i fondets vedtekter og prospekt.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i punkt 10.4.

Til ny § 7–3a:

Bestemmelsen pålegger forvaltningsselskapet å utarbeide en rapport som beskriver forholdet mellom fondets vedtektsfestede risikorammer og den faktiske risikoen fondet har løpt i rapporteringsperioden. Rapporten må utformes på tilsvarende måte som de vedtektsfestede risikorammene. Bestemmelsen er nærmere omtalt i punkt 15.4.

Til § 8–2 nytt femte ledd:

Forslaget står i sammenheng med forslaget om særlige krav til spesialfonds vedtekter, se forslaget til § 3–3 nytt andre ledd. Bestemmelsen pålegger forvaltningsselskapet straks å melde fra om brudd på bestemmelser i vedtektene til spesialfond det forvalter, og en plikt til innen rimelig tid å gi en skriftlig redegjørelse for forholdet til Kredittilsynet. Det vil her særlig måtte vurderes om saksbehandlingstiden er rimelig sett hen til bl.a. forholdets alvorsgrad og kompleksitet. Dersom det går noe tid, og forholdene gir grunn til det, kan Kredittilsynet også kreve opplysninger og dokumentasjon. Bestemmelsen er nærmere omtalt i punkt 19.4.

Merknader til endringer i lov 29. juni 2007 om verdipapirhandel

Til § 9–15 syvende ledd:

I henhold til bestemmelsens syvende ledd kan Kredittilsynet i forskrift eller ved enkeltvedtak frita verdipapirforetak med tillatelse til å yte investeringstjenester som nevnt i lovens § 2–1 første ledd nr. 3 og 5 fra krav til ansvarlig kapital for operasjo-

nell risiko. Slik bestemmelsen lyder nå, er den ikke oppdatert i samsvar med nye definisjoner av investeringstjenester og omnummereringen som er gjort i forhold til tidligere lov i ny vphl. § 2–1. Det har ikke vært tilsiktet å gi Kredittilsynet hjemmel til å unnta foretak som driver tjenester som nevnt i vphl. § 2–1 første ledd nr. 3 (omsetning av finansielle instrumenter for egen regning) fra kapitalkrav for operasjonell risiko. I stedet skulle unntaket i § 9–15 syvende ledd gjelde foretak som yter tjenesten «aktiv forvaltning av investorers portefølje av finansielle instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt», jf. ny vphl. § 2–1 første ledd nr. 4. For å rette opp i den utilsiktede feilen, foreslås å endre vphl. § 9–15 syvende ledd, slik at det vises til lovens § 2–1 første ledd nr. 4 og 5 i stedet for § 2–1 første ledd nr. 3 og 5.

Til § 9–21 annet ledd nr. 2:

Bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 9–21 gir regler om konsolidering av engasjementer dersom ulike foretak inngår nærmere forhold til hverandre. Ved en inkurie ble ikke Kredittilsynets adgang til å gjøre unntak fra kravet til konsolidering ved felles ledelse som et annet finansieringsforetak videreført i ny verdipapirhandellov. Det foreslås derfor å ta inn en bestemmelse om at Kredittilsynet i forskrift eller ved enkeltvedtak kan gjøre unntak fra kravet om konsolidering på dette punkt.

Til § 15–7 første ledd:

Bestemmelsen gir Kredittilsynet kompetanse til å gi verdipapirforetak pålegg om retting dersom disse opptrer i strid med lov eller forskrifter. I siste punktum er det inntatt en bestemmelse om pålegg dersom foretakets ledelse ikke oppfyller de lovbestemte krav til kvalifikasjoner og erfaring. I gjeldende lov forutsettes bl.a. at lovreglene om slike kvalifikasjoner og erfaring fremgår av lovens § 9–10. Den korrekte henvisning er imidlertid lovens § 9–9. Det foreslås å endre bestemmelsen i tråd med dette.

Finansdepartementet

t i l r å r :

At Deres Majestet godkjenner og skriver under et framlagt forslag til proposisjon til Stortinget om lov om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv. (regler om spesialfond).

Vi HARALD, Norges Konge,

stadfester:

Stortinget blir bedt om å gjøre vedtak til lov om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv. (regler om spesialfond) i samsvar med et vedlagt forslag.

Forslag til lov om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv. (regler om spesialfond)

I

I lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond gjøres følgende endringer:

§ 1–1 nytt annet og tredje ledd skal lyde:

Spesialfond og forvaltning av spesialfond, jf. § 1–2 første ledd nr. 2, er unntatt fra følgende bestemmelser i loven her:

1. § 4–5 tredje, fjerde og femte ledd

2. § 4–6

3. § 4–8

4. § 4–11. *Forvaltningsselskapet kan likevel ikke pådra fondet kausjons- eller garantiforpliktelser*

5. § 6–1 annet ledd

6. § 6–7

Spesialfonds midler kan bare plasseres i verdipapirfondsandeler, jf. § 4–5 tredje ledd, dersom fondet og forvaltningen av det er underlagt betryggende tilsyn i hjemlandet og det er etablert et tilfredsstillende samarbeid om tilsyn mellom tilsynsmyndighetene i forvaltningsselskapets hjemland og Norge.

§ 1–2 første ledd nytt nr. 1 skal lyde:

1. *verdipapirfond: selvstendig formuesmasse oppstått ved kapitalinnskudd fra en ubestemt krets av personer mot utstedelse av andeler i fondet og som for det vesentlige består av finansielle instrumenter og/eller innskudd i henhold til § 4–5 sjette ledd. Andelseierne hefter ikke overfor kreditorene for fondets forpliktelser. Andelseierne plikter ikke å gjøre ytterligere innskudd i fondet eller i tilfelle i fondets konkursbo.*

§ 1–2 første ledd nytt nr. 2 skal lyde:

2. *spesialfond: verdipapirfond som er betegnet spesialfond i stadfestede vedtekter*

Nåværende første ledd nr. 2 til 6 blir nye første ledd nr. 3 til 7.

§ 2–8 a sjette ledd annet punktum skal lyde:

Tilsynsmyndighetens beslutning skal i tilfelle begrunnes overfor forvaltningsselskapet innen to måneder etter at tilsynsmyndigheten har mottatt alle opplysninger i saken.

§ 2–9 annet ledd nr. 4 skal lyde:

4. foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av *vedtekter for fond som det forvalter, eller av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov,*

§ 2–10 annet ledd skal lyde:

For tillits- og tjenestemenns handel for egen regning med finansielle instrumenter gjelder lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel *kapittel 8.*

§ 3–2 skal lyde:

§ 3–2. Rett til å bruke betegnelsene verdipapirfond og *spesialfond*

Betegnelsen verdipapirfond *eller spesialfond* skal fremgå av fondets navn. Bare verdipapirfond og *spesialfond* kan nytte *disse* betegnelsene i sitt navn eller ved omtale av sin virksomhet. Hvert fond skal ha et navn som klart skiller det fra andre fond.

§ 3–3 nytt annet og tredje ledd skal lyde:

Vedtektene for spesialfond skal i tillegg angi fondets investeringsområde, strategi, risikorammer og metode for styring av risiko for fondet. Departementet kan i forskrift fastsette nærmere krav til hvorledes vedtektene skal utformes for å tilfredsstille kravene i første punktum.

Departementet kan i forskrift kreve at ytterligere informasjon om risiko og styring av risiko skal fremgå av vedtektene for spesialfond.

§ 3–4 annet ledd nytt femte punktum skal lyde:

Fondet skal være åpent for innløsning, jf. § 6–9, i perioden fra endringene er kunngjort til de trer i kraft.

Gjeldende femte punktum blir sjette punktum.

§ 4–6 første ledd nr. 1 skal lyde:

1. er opptatt til offisiell notering eller omsettes på et regulert marked i en stat som er part i EØS-avtalen, herunder et norsk regulert marked, som definert i direktiv 2004/39/EF artikkel 4(1) nr. 14 og lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder (børsloven) § 3 første ledd

Ny § 4–9 a skal lyde som følger:

§ 4–9 a. Styring av risiko i spesialfond mv.

Forvaltningsselskap for spesialfond skal anvende en metode for styring av risiko som gjør at det til enhver tid kan overvåke og måle risikoen knyttet til fondets posisjoner og disses bidrag til porteføljens samlede risikoprofil. Metoden skal gjøre det mulig med nøyaktig og uavhengig vurdering av verdien av fondets eiendeler.

Departementet kan fastsette nærmere regler om krav til metode for risikostyring.

§ 5–3 første ledd annet punktum skal lyde:

Depotmottakeren må ikke etterkomme instruks fra forvaltningsselskapet som er i strid med lov, bestemmelser i medhold av lov eller fondets vedtekter.

§ 5–3 nytt tredje ledd skal lyde:

Depotmottakeren skal kontrollere at andelsverdiene blir beregnet i samsvar med lov, bestemmelser i medhold av lov, verdipapirfondets vedtekter og forsvarelig praksis for fastsettelse av markedsverdi.

Ny § 5–4 skal lyde:

§ 5–4. Særlige bestemmelser om depotmottaker for spesialfond

Depotmottakeren skal kontrollere forvaltningsselskapets beregning av forvaltningsgodtgjørelse.

Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om depotmottakers oppgaver etter denne bestemmelse.

§ 6–1 nytt tredje ledd skal lyde:

For spesialfond skal forvaltningsselskapet beregne og kunngjøre andelsverdien på de tidspunkter fondet er åpent for utstedelse eller innløsning av ande-

ler, hver gang forvaltningsgodtgjørelsen beregnes i tilknytning til endelig belastning, så ofte det er nødvendig for å føre en forsvarlig kontroll med at fondets risiko overholdes, og minst hver sjettemåned. Dersom fondets risikostruktur tilsier det, kan Kredittilsynet kreve at beregning og kunngjøring av andelsverdien skal skje hyppigere. Departementet kan i forskrift fastsette nærmere krav til beregning og kunngjøring av andelsverdi for spesialfond.

Gjeldende tredje ledd blir nytt fjerde ledd.

§ 6–8 skal lyde:

Salg av nyutstedte andeler kan bare forestås av forvaltningsselskaper, kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirforetak med tillatelse til å yte tjenester som nevnt i verdipapirhandelloven § 2–1 første ledd nr. 2.

Ny § 6–9 a skal lyde:

§ 6–9 a. Innløsning av andeler i spesialfond

Spesialfond, jf. § 1–2 første ledd nr. 2, kan i fondets vedtekter begrense innløsningsretten ut over det som følger av § 6–9. Fondet må være åpent for innløsning minst én gang hvert kalenderår.

§ 6–12 nytt annet punktum skal lyde:

Ved markedsføring av spesialfond skal det fremgå klart at det er tale om spesialfond.

Ny § 6–12 a skal lyde:

§ 6–12 a. Markedsføring og salg av spesialfond

Spesialfond, jf. § 1–2 første ledd nr. 2, og tilsvarende utenlandsk innretning (utenlandsk spesialfond) kan bare selges til personer som har mottatt forutgående investeringsråd om å foreta en slik investering av:

1. foretak med tillatelse til å drive investeringsrådgivning, jf. lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel § 9–1, jf. § 9–24 eller § 9–25, eller

2. forvaltningsselskap for verdipapirfond som har gitt melding til Kredittilsynet som nevnt i § 2–1 fjerde ledd nr. 1.

Første ledd gjelder ikke ved salg til investor som anses som profesjonell etter regler gitt i eller i medhold av § 10–14 i lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel.

Departementet kan i forskrift gi nærmere regler til utfylling og gjennomføring av denne bestemmelse.

§ 7–3 nytt fjerde ledd skal lyde:

Spesialfond som kan begrense utstedelse av andeler i perioder, skal i fondets vedtekter og prospekt betegnes som spesialfond med lukket inngang. Spesialfond som kan begrense innløsning av andeler i perioder, jf. § 6–9 a, skal i fondets vedtekter og prospekt

betegnes som spesialfond med lukket utgang. Spesialfond som kan begrense både utstedelse og innløsning av andeler i perioder skal i fondets vedtekter og prospekt betegnes som lukket spesialfond. Tredje ledd gjelder tilsvarende for spesialfond, og slike fond skal i fondets vedtekter og prospekt betegnes som spesialfond med begrenset krets av innskytere.

Ny § 7–3 a skal lyde:

§ 7–3 a Opplysningskrav for spesialfond

Forvaltningsselskap for spesialfond skal minst hver sjette måned utarbeide en rapport som beskriver forholdet mellom fondets risikoprofil, jf. § 3–3 annet ledd, og den risiko fondet faktisk har pådratt seg i rapporteringsperioden.

Rapporten skal sendes samtlige andelseiere, depotmottakeren og tilsynsmyndigheten.

Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om rapport som nevnt i første ledd.

§ 8–2 nytt femte ledd skal lyde:

Forvaltningsselskap for spesialfond skal umiddelbart gi melding om brudd på bestemmelser i fondets vedtekter som nevnt i § 3–3 annet ledd, og skal innen rimelig tid gi en skriftlig redegjørelse for forholdet til tilsynsmyndigheten.

II

I lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) gjøres følgende endringer:

§ 9–15 syvende ledd skal lyde:

Kredittilsynet kan i forskrift eller ved enkeltvedtak frita verdipapirforetak med tillatelse til å yte investeringstjenestene som nevnt i § 2–1 første ledd nr. 4 og 5, og forvaltningsselskap for verdipapirfond med tillatelse til å drive aktiv forvaltning, fra krav til ansvarlig kapital for operasjonell risiko.

§ 9–21 annet ledd nr. 2 nytt annet punktum skal lyde:

Kredittilsynet kan i forskrift eller ved enkeltvedtak gjøre unntak fra første punktum.

§ 15–7 første ledd siste punktum skal lyde:

Tilsvarende gjelder dersom den som faktisk leder oppgjørsvirksomheten i oppgjørssentral eller verdipapirforetaks ledelse eller styre ikke oppfyller kravene til hederligandel og erfaring som fastsatt i § 13–1 tredje ledd, § 9–8 annet ledd og § 9–9.

III

Ikraftttredelse og overgangsregler

Loven gjelder fra den tid Kongen bestemmer. De enkelte bestemmelser kan settes i kraft til ulik tid. Kongen kan fastsette overgangsregler.

Offentlige etater kan bestille flere eksemplarer fra:
Departementenes servicesenter
Post og distribusjon
E-post: publikasjonsbestilling@dss.dep.no
Telefaks: 22 24 27 86

Abonnement, løssalg og pris fåes ved henvendelse til:
Akademika AS
Avdeling for offentlige publikasjoner
Postboks 84 Blindern
0314 OSLO
E-post: offpubl@akademika.no
Telefon: 22 18 81 00
Telefaks: 22 18 81 01
Grønt nummer: 800 80 960

Publikasjonen finnes på internett:
www.regjeringen.no

Trykk: 07 Gruppen AS - 03/2008



241 379
Trykksak