

Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo

Oslo, 13. april 2005

Deres ref:  
03/2992

## Høring – Forslag til regulering av ”spesialfond”

### 1 Innledning

Det vises til departementets høringsbrev datert 17. januar 2005.

Verdipapirfondenes Forening ser meget positivt på at det nå skal legges til rette for at norske forvaltningsselskaper skal kunne etablere fond med andre egenskaper enn tradisjonelle verdipapirfond, og at det samtidig åpnes opp for at tilsvarende utenlandsregistrerte fond skal kunne markedsføres innenlands. I tråd med mandatet som departementet ga Kredittilsynet, innebærer forslaget at såkalte spesialfond bare skal kunne tilbys andelseiere som er profesjonelle.

Generelt er det vår oppfatning at Kredittilsynet har utarbeidet et omfattende og godt gjennomarbeidet høringsdokument. I grove trekk slutter vi oss til opplegget slik det foreligger, men vi har likevel en god del merknader til flere av de foreslåtte bestemmelsene.

Innledningsvis finner vi grunn for å understreke at spesialfond, herunder såkalte «hedgefond», ikke nødvendigvis har høyere risiko enn tradisjonelle verdipapirfond – slik en kan få inntrykk av at Kredittilsynet synes å mene. Ofte vil det snarere være tvert imot. Det kan dermed fremstå som noe paradoksalt at massemarkeds kunder har full anledning til å tegne andeler i for eksempel smale sektorfond med svært høy risiko, men fortsatt skal være avskåret fra å kunne tegne andeler i spesialfond med langt lavere risiko (volatilitet). Vi mener derfor det prinsipielt sett er betenkelig at det norske massemarkedet – i motsetning til situasjonen i de øvrige nordiske landene – kategorisk skal avskjæres fra muligheten til å kunne tegne andeler i spesialfond. Vi registrerer at Kredittilsynet på side 11 i høringsnotatet åpner opp for at det foreslåtte regulerings skillet mellom profesjonelle og andre kunder gradvis kan avvikles, forutsatt at skillet mellom spesialfond og andre verdipapirfond setter seg «*som en realitetsforståelse i markedet*». Med bakgrunn i at norsk fondsbransje mener at det haster å få endret lovgivningen slik at det i hvert fall skal være mulig å tilby spesialfond mot den profesjonelle delen av markedet, slutter vi oss derfor til at det i første omgang innføres et reguleringsmessig skille mellom profesjonelle og andre.

Kredittilsynets forslag til hvem som skal kunne anses som profesjonelle er i stor grad basert på definisjonen som er gitt i bilag II til det såkalte MiFID-direktivet. Etter vår oppfatning er dette et fornuftig utgangspunkt. Vi har likevel enkelte merknader til de konkrete forslagene,

særlig gjelder dette i forhold til de foreslåtte kravene for at privatpersoner skal kunne anses som profesjonelle, jf. avsnitt 2 nedenfor.

## 2 Definisjon av profesjonelle

Generelt støtter vi Kredittilsynets forslag om å basere definisjonen av profesjonelle kunder på kategoriseringen som er gjort i MiFID. I tråd med ordlyden i bilag II i dette direktivet foreslår Kredittilsynet at visse definerte grupper skal anses som profesjonelle, jf. forslag til ny § 1-6 første ledd punkt 1-4. Vi har ingen merknader til at disse kundegruppene defineres som profesjonelle, men vil likevel påpeke følgende:

- Kredittilsynets forslag innebærer at et verdipapirforetak eller forvaltningsselskap som forvalter kunders midler i kraft av konsesjon til aktiv forvaltning vil være profesjonell. I avsnitt 6.3.1 i høringsnotatet uttales det at det er «*den aktive forvalters ansvar å avklare sin kundes profesjonalitet ved inngåelse av forvaltningsavtale*». Dette antar vi er å forstå som et krav om at aktiv forvalter kun kan plassere i norskregistrerte spesialfond dersom dens kunde er definert som profesjonell. Vi viser til at aktiv forvaltning allerede i dag har full anledning til å plassere i utenlandske spesialfond – uavhengig av om dens kunde er definert som profesjonell eller ikke. Det foreslåtte tilleggskravet om at kunden i aktiv forvaltning må være profesjonell, innebærer dermed at det for aktiv forvaltningskunder som faller utenfor ikke er anledning til å plassere i norskregistrerte spesialfond, men fritt fram for plasseringer i utenlandsregistrerte. En slik forskjellsbehandling finner vi meget urimelig. Etter vår oppfatning bør det derfor ikke være noe krav om at plassering i norskregistrerte spesialfond fra aktiv forvaltning krever at aktiv forvaltningskunden er profesjonell.

Etter Kredittilsynets forslag skal visse investorgrupper kunne be om å bli behandlet som profesjonell og på den måten gi «*avkall på beskyttelsen i henhold til god foretningsskikk de eller ville hatt*», jf. § 1-6 annet ledd. Etter vår oppfatning er dette en uheldig og misvisende formulering, jf. at også spesialfond etter forslaget skal underlegges vpfl § 4-2 om god forretningsskikk.

Kredittilsynet foreslår at forvaltere av spesialfond skal kunne bli behandlet som profesjonelle, jf. § 1-6 annet ledd punkt 1. Dette forslaget har vi ingen merknader til. Kredittilsynet foreslår videre at privatpersoner som oppfyller visse krav til formue, erfaring og innsikt samt minstekrav til første gangs tegningsbeløp, kan bli behandlet som profesjonelle, jf. § 1-6 annet ledd punkt 2. Til dette forslaget har vi følgende merknader:

- For det første vil vi tilrå at ordet «*privatpersoner*» erstattes med «*personer*». Vi kan ikke se logikken i at en privatperson som tilfredsstiller formueskravet mv. skal kunne bli betraktet som profesjonell, men falle utenom dersom vedkommendes investeringsvirksomhet er organisert i et eget aksjeselskap. Etter vår oppfatning bør således også juridiske personer som oppfyller formkravene kunne bli behandlet som profesjonell. Dette er også i tråd med oppbyggingen som er gjort i bilag II i MiFID.
- Vi er kritiske til forslaget om at personer både må tilfredsstille formueskrav og krav til minste tegningsbeløp for å kunne bli ansett som profesjonell. Tilleggskravet om minste tegningsbeløp begrunnes med at dette ytterligere vil sikre at en privatperson er profesjonell investor. Denne begrunnelsen stiller vi oss undrende til. Vi kan ikke se at dette tilleggskravet bidrar til å sikre profesjonaliteten til andelseieren. Derimot har det den negative effekt at det reduserer diversifiseringsmulighetene for en del profesjonelle

investorer. Kredittilsynet påpeker selv at det ikke anbefales at investor plasserer hele sin finansformue i alternative plasseringer, men en andel på anslagsvis maks fem til ti prosent. For en investor som akkurat tilfredsstillter Kredittilsynets forslag til formueskrav (5 million kroner), innebærer forslaget om minste tegningsbeløp på 500 000 kroner et krav om at minst ti prosent av den finansielle formuen må plasseres i ett spesialfond. For personer med formuer rett over minstekravet bidrar dermed tilleggskravet om minste tegningsbeløp kun til å redusere den enkeltes diversifiseringsmuligheter. Dette mener vi prinsipielt sett er svært uheldig. På denne bakgrunn vil vi tilrå at tilleggskravet om minste tegningsbeløp tas ut. Vi mener at det må være tilstrekkelig med et objektivt og lett kontrollerbart krav til størrelsen på den finansielle formuen på tegningstidspunktet.

- Kredittilsynets forslag til formueskrav på 5 million kroner for å kunne bli ansett som profesjonell er nesten én million kroner høyere enn det som følger fra MiFID (500 000 euro). Selv om vi generelt sett støtter Kredittilsynets forslag om å basere seg på kategoriseringen i MiFID, vil vi minne om at disse profesjonalitetskravene ikke er utarbeidet med tanke på tegning av andeler i spesialfond. Vi minner også om at våre nordiske naboland ikke stiller krav om at andelseiere i spesialfond må være profesjonelle. Også dette trekker i retning av at formueskravet for personer ikke bør settes for høyt. Etter vår oppfatning bør det derfor vurderes å sette kravet til brutto finansiell formue betydelig lavere enn Kredittilsynets forslag. Det kan også være et alternativ å basere formueskravet på et nettobegrep, jf. at kravet til brutto finansiell formue kan oppnås gjennom opplåning.
- I tillegg til formueskrav og krav til minste tegningsbeløp, foreslår Kredittilsynet at forvaltningsselskapet skal vurdere hvorvidt den enkelte er i stand til å *«treffe sine egne investeringsbeslutninger og forstå risikoen forbundet med plasseringen i spesialfond, vurdert ut fra personens erfaringer og innsikt»*. Dette kravet er vi svært skeptiske til. Forslaget er basert på MiFID og er myntet på verdipapirforetak som driver investeringsrådgivningstjenester. Et forvaltningsselskap for verdipapirfond (som ikke samtidig driver aktiv forvaltning) har etter lovverket ikke anledning til å drive annen virksomhet enn verdipapirfondsforvaltning. Forvaltningsselskapene er således rene «produksjonsbedrifter» hvor informasjonsgivningen overfor kundene er standardisert og strengt regulert. Kravet i MiFID om en subjektiv vurdering av kundenes kunnskaper og kompetanse, passer derfor ikke i forhold til den virksomhet som et forvaltningsselskap faktisk bedriver. Dersom forvaltningsselskapet subjektivt skal vurdere den enkelte andelseiers kunnskaper og kompetanse før tegningen kan skje, vil det kreve betydelige ressurser i form av utvikling og praktisering av forsvarlige rutiner for å kunne foreta denne vurderingen. Innføring av et slikt krav medfører en potensiell risiko for at forvaltningsselskapet på et senere tidspunkt blir holdt ansvarlig for ev. tap fra andelseiere som hevder at de likevel ikke forstod egenskapene til spesialfondet de tegnet i. Disse forholdene vil lett medføre at forvaltningsselskapet må vegre seg mot å akseptere tegninger fra personer som ellers tilfredsstillter de objektive kravene for å kunne bli ansett som profesjonelle. Vi frykter derfor at et krav om at forvaltningsselskapet subjektivt skal vurdere den enkeltes kompetanse, i praksis vil medføre at privatpersoner vil bli avskåret fra å kunne tegne andeler i spesialfond. Etter vår oppfatning må det kunne anses som tilstrekkelig at personer som tilfredsstillter et objektivt fastsatt minstekrav til finansiell formue, (jf. vår tilrådning over) automatisk gis muligheter til å tegne andeler i spesialfond. Vi mener at lovgivningens generelle informasjonskrav, krav til god forretningsskikk, herunder god rådgivningsskikk og formuende personers større muligheter til å kjøpe rådgivningstjenester fra uavhengig tredjepart, må kunne anses som tilstrekkelig for å sikre

at den enkelte andelseier også i spesialfond settes i stand til å treffe egne investeringsbeslutninger.

- Kredittilsynet foreslår videre at for at personer skal kunne anses som profesjonelle, må bestemte prosedyrekrav følges, jf. § 1-6 tredje, fjerde og femte ledd. Så vidt vi kan se er de foreslåtte prosedyrekravene kopiert direkte fra bilag II i MiFID. Etter vår oppfatning faller det imidlertid ikke heldig ut med en slavisk kopiering av disse bestemmelsene. Blant annet foreslås det i tredje ledd punkt 2 at forvaltningsselskapet skriftlig skal orientere om «*de investorgarantirettigheter investor risikerer å miste*». Dette kravet gir ingen mening, jf. at det ikke eksisterer noen «*investorgarantirettigheter*» i ordinære verdipapirfond. Vi er enig i at lovverket bør fastsette krav til prosedyre i forbindelse med at personer bes om å bli behandlet som profesjonell. Slike prosedyrekrav bør imidlertid tilpasses den virksomhet som forvaltningsselskapene faktisk bedriver. I henhold til de forslag som vi har fremmet over, bør det etter vår oppfatning være tilstrekkelig med en prosedyre som krever dokumentasjon av formuen (siste års likning) og en erklæring fra investor om at han eller hun er inneforstått med de egenskaper det aktuelle spesialfondet har. En slik erklæring bør kunne inntas i tegningsblanketten til det enkelte spesialfond.
- Også det siste leddet i § 1-6 ser ut til å være kopiert direkte fra MiFID. Bestemmelsen pålegger investor å underrette forvaltningsselskapet dersom det skjer endringer som påvirker klassifiseringen, og forvaltningsselskapet pålegges å «*ta de nødvendige forholdsregler*» dersom selskapet blir gjort kjent med dette. Hvilke «*forholdsregler*» det siktes til er ikke nærmere definert. Vi mener at det må være tilstrekkelig at profesjonalitetskravet gjelder på tegningstidspunktet. Etter vår oppfatning bør det ikke legges opp til at en investor som for eksempel har en formuesutvikling (etter tegningen av andeler i et spesialfond) som gjør at han ved neste års likning kommer under minstekravet til formue, må «*tvangsinnløse*» sine andeler i spesialfondet. På denne bakgrunn vil vi tilrå at siste ledd i § 1-6 utgår.

Kredittilsynets forslag om at kun profesjonelle investorer skal ha anledning til å investere i norskregistrerte spesialfond, innebærer en forskjellsbehandling i forhold til tilsvarende utenlandsregistrerte spesialfond ved at ikke-profesjonelle kunder kan tegne andeler i sistnevnte gjennom såkalt «passivt salg», jf. omtalen på side 77-78 i høringsnotatet. Det framstår derfor som noe urimelig at en ikke-profesjonell kunde som på egen hånd har bestemt seg for at han ønsker å tegne andeler i et spesialfond («first approach») vil være avskåret fra å gjøre dette i et norskregistrert fond, og dermed «tvinges» til å foreta denne investeringen i et utlandsregistrert spesialfond. Etter vår oppfatning tilsier dette at det bør vurderes å underlegge norske og utenlandsregistrerte spesialfond samme reguleringsregime (markedsføringsadgang kun mot profesjonelle aktører), slik at også norskregistrerte spesialfond kan «selges passivt» til ikke-profesjonelle kunder.

### 3 Definisjoner

Kredittilsynets forslag innebærer at «*spesialfond*» innføres som en samlebetegnelse for fond «*som kan innbære høy risiko*». I høringsnotatet uttales det at gruppen vil omfatte både såkalte «*hedgefond*», «*private equityfond*» og «*venturefond*». Med unntak av «*venturefond*» foreslås det ingen legaldefinisjoner av begrepene. «*Venturefond*» er i forslaget til § 1-2 ny nr. 8 foreslått definert på følgende måte:

*«Spesialfond som har som eneste formål å plassere midler i foretak som er i en tidlig fase av sin utvikling, med formål å være med å utvikle foretaket over en periode for deretter å selge seg ut.»*

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»:

- 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»). Én av de åpenbare lærdommene har vært at «pulverisering» av eierskap (reduert 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 eiere gir uønskede samfunnsøkonomiske effekter i forhold til andre type eiere 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.
- 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.

Gitt at våre merknader blir tatt til følge vil vi anta at det ikke vil være nødvendig å innta noen legaldefinisjon av «venturefond». Definisjonen vil for øvrig også kunne skape en del forvirring ettersom det allerede finnes den del kollektive plasseringsinnretninger i det norske markedet med dette navnet – men da som juridiske innretninger organisert utenfor verdipapirfondloven.

#### 4 Plasseringsregler

Generelt legger Kredittilsynet opp til omfattende unntaksregler for spesialfond i forhold til verdipapirfondlovens alminnelige plasseringsregler. Etter vår oppfatning gir dette i prinsippet den nødvendige fleksibilitet som må til for at spesialfond skal kunne etableres. Vi har imidlertid fire konkrete merknader:

- 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 ikrafttredelsen 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 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. 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/05-064b) 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 verdipapirfondsførelse, 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 presumptiv 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.

### 5 Verdiberegning

Kredittilsynet drøfter i avsnitt 7.7 i høringsnotatet problemstillinger knyttet til verdiberegning og kunngjøring av andelsverdier for spesialfond. I drøftingen påpekes det at verdiberegning er nødvendig av flere årsaker: Den gir grunnlag for hvilken kurs tegning og innløsning skal skje til, den gir grunnlag for beregning av forvaltningsgodtgjørelse, den gir grunnlag for fastsettelse av formuesverdi ved likningen og den gir grunnlag for kontroll når det gjelder overholdelse av risiko og investeringsmandat. Drøftingen ender opp med at Kredittilsynet konkret foreslår at andelsverdien som et minimum skal beregnes og kunngjøres hver sjette måned for «venturefond» og hver måned for øvrige spesialfond, jf. forslag til § 6-1 nytt tredje ledd. 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 kostnadskrevenne) 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.

## 6 Depotmottaker

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.

## 7 Differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen

Kredittilsynet foreslår at forskriften om differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen endres slik at spesialfond skal kunne differensiere på individuelt grunnlag for samtlige andeler i spesialfondet – i motsetning til ordinære verdipapirfond der dette kun kan gjøres for andelseiere i det øverste kvantumsintervallet. Tilsynet legger imidlertid til grunn at differensieringen ikke skal skje på «et usaklig grunnlag». Videre forelås det i vpfl § 3-3 første ledd nr. 9 inntas en bestemmelse om at *«enhver, herunder eksisterende og potensielle andelseiere samt Kredittilsynet, på forespørsel har krav på å få opplyst hvilke individuelle rabatter som er gitt i spesialfond»*.

Etter vår oppfatning er disse forslagene 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 sammenslåing 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.

### 8 Utlån av finansielle instrumenter

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 gjeldene både for spesialfond og ordinære verdipapirfond.

### 9 Vedtektsendringer

Kredittilsynet drøfter i avsnitt 10.1.2.2 problemstillingen knyttet til godkjenning av endringer i vedtektene til spesialfond. Det påpekes at det som et alternativ til den eksisterende praksis om at vedtektsendringer skal godkjennes av Kredittilsynet, kunne innføres et krav om at det må foreligge aksept fra en viss andel av andelseierne før en vedtektsendring kan gjennomføres. Kredittilsynet avviser imidlertid dette alternativet – blant annet under henvisning til at det sannsynligvis vil være relativt få andelseiere i et spesialfond og at det således vil være praktisk mulig å innhente samtykke fra samtlige i forbindelse med en vedtektsendring.

Etter vår oppfatning bør det åpnes opp for at spesialfond skal kunne foreta vedtektsendringer forutsatt aksept fra et tilstrekkelig flertall av andelseierne (for eksempel  $\frac{2}{3}$  eller  $\frac{3}{4}$ ). Våre medlemselskaper har erfaring med at det ikke har lyktes å få 100 prosent aksept selv på forslag til vedtektsendringer som burde være i samtlige andelseiernes interesse. Vi kan ikke se rimeligheten i at manglende aksept fra selv én enkelt andelseiere 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.

#### 10 Avsluttende merknader

Avslutningsvis vil vi gjenta at vi ser meget positivt på at det nå skal legges til rette for at norske forvaltningsselskaper skal kunne etablere fond med andre egenskaper enn tradisjonelle verdipapirfond. I grove trekk slutter vi oss til opplegget som Kredittilsynet har utredet, men vi har altså en del merknader til enkelte av forslagene. For norsk fondsbransje haster det med å få implementert nye regler og vi håper derfor at departementet vil gi nødvendig prioritet til det videre arbeidet, slik at et lovforslag kan legges fram for Stortinget så raskt som mulig.

Med hilsen  
Verdipapirfondenes Forening

Lasse Ruud  
Adm. direktør