

Kredittilsynet  
Postboks 100 Bryn  
0611 Oslo

Oslo, 13. juli 2006

## **Forvaltningsselskap for verdipapirfond, vedtektsregime**

### **1. INNLEDNING**

Vi viser til møte med Kredittilsynet 20. mars 2006, hvor gjeldende vedtektsregime ble diskutert. Verdepapirfondenes forening ble i møtet invitert til å fremsette innspill til hvordan et fremtidig vedtektsregime kan tenkes oppbygd.

Verdepapirfondenes forening har ved flere anledninger gitt uttrykk for at dagens regime er for lite fleksibelt. Dagens vedtekter er meget detaljerte. Sett i sammenheng med den restriktive adgangen til å foreta etterfølgende vedtektsendringer, blir fondenes mandater statiske og lite motstandsdyktige for endringer i markedene. Dette fører til betydelige nyetableringer, og også et betydelig antall nedleggelse av fond som på sikt viser seg ikke levedyktige. Dette medfører igjen administrative kostnader for forvaltningsselskapene, kostnader som naturlig nok vil reflekteres i det generelle nivået på forvaltningshonoraret, samt at kunder risikerer å måtte realisere posisjoner som de kunne ønsket å videreføre i et justert mandat.

Fondsproduktet skal være et velregulert produkt, der hensynet til forbrukerbeskyttelse skal veie tungt. Nyetablerte fond etableres imidlertid normalt med en intensjon om levedyktighet på flere tiår, men der verdipapirmarkedene og fagfeltet finansforvaltning hele tiden utvikler seg. Velmenende detaljregulering av fondsmandater i dag kan om 10 år vise seg uegnet eller lite konkurransedyktige, hvilket heller ikke vil være i andelseiernes interesse. En god intensjon om forbrukerbeskyttelse vil dermed kunne få uønskede konsekvenser på lengre sikt. Etter vår oppfatning medfører også deler av tilsynets detaljregulering av fondsvedtekter at ansvaret for enkelte deler av virksomheten i for stor grad overføres fra det enkelte forvaltningsselskap til Kredittilsynet. Vi viser i denne forbindelse også til vår høringsuttalelse til Kredittilsynets strategiplan 1. mars 2006, særlig side 4, der dette drøftes i større detalj.

Verdepapirfondenes forening er av den oppfatning at disse mindre heldige utslag av dagens regime kan ivaretas på minst to ulike måter; enten ved å redusere kravet til dispositive utsagn i vedtekter (og eventuelt prospekt) eller ved å innføre et annet regime for vedtektsendringer hvor kravet til dispositive utsagn kan være nokså omfattende, men hvor det vil være en reell adgang til å endre slike utsagn gitt at visse prosedyrer etterleveres. Sistnevnte løsning vil kreve lovendring. En slik prosess er tidkrevende, og vil dermed ikke kunne tre i stedet for en praksisendring knyttet til dagens regime.

Selv om man skulle mene at vedtektene bør være statiske med hensyn til investeringsmandat er det ikke slik at dette sikrer en lik forvaltning over tid. Den enkelte forvalter setter sitt klare preg på forvaltningen. Av denne årsak ser man, eksempelvis for utenlandske fond, at informasjonsmaterialet knyttet til fondene ofte inneholder beskrivelser av den enkelte forvalter. Kundene vil dermed, som følge av ulike forvaltersyn, oppleve ulik utnyttelse av et fond som eksisterer over tid. Det er ikke gitt at endringer som krever justeringer i vedtektsfestet mandat er mer dramatiske enn endringer som kan gjøres innenfor mandat (og uten varsel til kunde). Friheten til å gjøre justeringer innenfor vedtektsfestet mandat og muligheten til å foreta endringer i mandatet er imidlertid dramatisk forskjellig.

Vi vil i dette brevet konsentrere oss om den del av vedtektene som gjelder investeringsmandatene. Spørsmål knyttet til fusjon (herunder overgangen fra tidligere og nåværende standardvedtekter), nedleggelse av fond og differensiering av godtgjørelse vil ikke behandles i dette brevet. Foreningens synspunkter tør imidlertid være vel kjent på disse punktene, jf. blant annet vårt brev til finansdepartementet av 21. april og 19. oktober 2004.

## **2. RETTSLIG GRUNNLAG FOR VEDTEKTENES INNHOLD**

UCITS-direktivets artikkel 4 fastslår at et fond ikke kan godkjennes med mindre tilsynsmyndigheten har godkjent vedtektene. For øvrig inneholder ikke direktivet bestemmelser om hva vedtektene skal inneholde av informasjon. Direktivet har heller ingen regler for hvilke krav som skal være oppfylt og hvilke prosedyrer som skal følges ved eventuelle endringer.

Verdipapirfondloven oppstiller krav til vedtektenes innhold i § 3-3 nr. 4. Det heter her:

*«Et verdipapirfond skal ha vedtekter som angir [...] 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.»*

Lovteksten er dermed temmelig generell i sin utforming, og sier intet om hvilken detaljeringsgrad vedtektene skal inneholde. Til sammenlikning inneholder forsikringslovgivningen nokså sammenfallende bestemmelser for særskilte investeringsporteføljer, jf. eksempelvis innskuddspensjonslovens § 3-4 og kapitalforvaltningsforskriften § 16 som begge fastslår at en særskilt investeringsportefølje skal settes sammen «etter retningslinjer fastsatt av institusjonen». I tillegg fremgår det av kapitalforvaltningsforskriften § 18 at kunden skal gis informasjon som er tilstrekkelig til at forsikringstaker skal kunne foreta en velfundert vurdering, samt at det skal gis informasjon om risiko.

Praktiseringene av de to regelsettene er imidlertid svært ulike. Forsikringsselskaper har gjennomgående en langt mindre detaljert og forpliktende beskrivelse av retningslinjene for porteføljene enn hva standardvedtektene for verdipapirfond legger opp til. Konsekvensen er at forsikringsselskapene har større fleksibilitet til selv å bestemme graden av forhåndsbinding av mandatet, og til å justere forvaltningen av slike porteføljer enn hva som gjelder for verdipapirfond, uten at det rettslige grunnlaget skiller seg nevneverdig fra hverandre.

### 3. FORENINGENS SYN PÅ HOVEDPRINSIPPER FOR KRAV TIL VEDTEKTENE

Standardvedtekter utarbeidet av Kredittilsynet er ikke bindende for selskapene. En del selskaper oppfatter imidlertid sin reelle mulighet til å velge å fastsette vedtekter som avviker fra Kredittilsynets utarbeidede standard som begrensede – om ikke rettslig, så rent faktisk. Det tar i mange tilfeller rett og slett for lang tid å diskutere seg frem til løsninger som avviker fra standardene til at det anses kommersielt interessant. Løsningen vil i tiltakende grad kunne bli at slike strukturer legges til andre jurisdiksjoner, selv om fondets mandat kunne vært etablert innenfor norsk regelverk.

Foreningens inntrykk er at de diskusjoner selskapene har med Kredittilsynet i forbindelse med vedtekter spenner over et vidt felt – fra spørsmål om hvordan vedtektene er å forstå, rene semantiske kommentarer (rekkefølge på setninger etc.) til spørsmål av mer materiell art, som hensiktsmessigheten av ulike vedtektsformuleringer.

Foreningen er av den oppfatning at Kredittilsynet ikke bør overprøve det materielle innholdet i det vedtektsfestede mandatet. Kredittilsynets rolle er, slik foreningen ser det, å sikre at mandatet er klart kommunisert, og at det ligger innenfor lovens yttergrenser. Kredittilsynets oppgave blir dermed å kontrollere at selskapene har uttrykt seg klart med hensyn til den investeringsstrategi de skal være forpliktet til å følge, samt at det ikke er tvil om hvilke utsagn som er ment å være av dispositiv karakter og hvilke som ikke er ment å binde fondet.

Slik vi vurderer det, bør det fremgå klart av veiledningen til standardvedtektene hvilke dispositive utsagn som må avgis. Hvilke utsagn dette er følger av verdipapirfondloven § 3-3, og det avgjørende blir i så måte hvor detaljert fondet må gå til verks for å kunne sies å ha gitt «*retningslinjer*» for fondet. Hvorvidt fondet så i tillegg skal avgi utsagn som ikke er av dispositiv karakter bør være opp til det enkelte selskap å avgjøre.

Kjernen i problemstillingen er dermed hvor detaljerte vedtektene må være for så vidt gjelder utsagn som binder forvalter, altså en tolkning av § 3-3. Foreningen er av den oppfatning at bestemmelsen ikke gir grunnlag for å innfortolke et detaljnivå tilsvarende dagens praksis. Det kan her kort vises til at vedtektene tidligere har vært langt mindre utfyllende i sin beskrivelse av mandatene, uten at man på noe tidspunkt (så vidt vites) har konkludert med at de tidligere versjonene av standardvedtekter underoppfylte lovens minstekrav til vedtektenes innhold. Når dette er sagt mener vi at de vedtekter som ble utformet etter mønster av standardvedtektene fra 1994 med fordel kunne vært noe mer spesifikke for så vidt gjaldt hovedkarakteristika ved fondene, uten at foreningen med det mener at vedtektene ikke tilfredstilte lovens minstekrav.

### 4. KOMMENTARER TIL DAGENS STANDARDVEDTEKTER

Investeringsmandatet til fondene fremgår i dag av standardvedtektenes §§ 3, 4 og 5.

#### 4.1 Vedtektenes § 3

Slik foreningen ser det, bør fondet på forhånd forplikte seg til en bestemt klassifisering, i tråd med gjeldende standardvedtekter. Fond som ønsker fleksibilitet i forhold til type finansielle instrumenter kan velge alternativet «*kombinasjonsfond*». Som i dag foreslår vi at klassifiseringen tar utgangspunkt i foreningens klassifikasjonsstandard. Her defineres kombinasjonsfond som et fond som normalt har en aksjeeksponering under 80 prosent med resterende beholdning plassert i renteinstrumenter.

Enkelte av våre medlemmer har fått tilbakemelding fra Kredittilsynet om at kombinasjonsfond i vedtektene skal fastsette en maksimal- og minsteandel for henholdsvis renter og aksjer. Utover hva som følger av foreningens klassifiseringsstandard, kan vi ikke se at fondene bør forplikte seg til et snevrere bånd for fordelingen mellom aksje- og renteplasseringer. Dersom Kredittilsynet krever en slik ytterligere innsnevring innebærer dette i realiteten at Kredittilsynet materielt sett overprøver utformingen av fondets mandat, noe vi mener Kredittilsynet ikke skal gjøre.

Kredittrisiko er et sentralt og viktig karakteristika for rentefond. Vi mener derfor at opplysninger om kredittrisiko i fondet må inn i vedtektene som et forpliktende utsagn. Når det gjelder opplysninger om durasjon er foreningen av den oppfatning at inndeling i obligasjonsfond og pengemarkedsfond i tilstrekkelig grad ivaretar investors behov for bindende forhåndsinformasjon i vedtektene. Kunden vil i annet materiale få nødvendige tilleggsopplysninger om den faktiske gjennomsnittlige forventede durasjon for fondet, jf. foreningens klassifiseringsstandard. Disse opplysningene om durasjon vil ikke være bindende for fondet med mindre forvaltningsselskapet selv velger å forplikte seg. Et krav om forhåndsforpliktelse i vedtektene gir et incitament til vide rammer, for å sikre nødvendig fleksibilitet. Den reelle betydningen av å ha denne informasjonen i vedtektene er dermed begrenset.

Når det gjelder overskriftene «*overordnet målsetting*» og «*investeringsstrategi*» oppfatter vi vedtektene dit hen at forvaltningsselskapene har relativ stor valgfrihet i forhold til hva man velger å fylle ut, og hvordan dette gjøres. Samtidig har vi enkelte medlemmer som oppfatter disse punktene som så vidt restriktive at de vanskeliggjør en fornuftig utvikling av fondet. Tilsvarende gjelder resterende del av § 3.

## **5. VEDTEKTENE § 4**

Foreningen er ikke imot at det i vedtektene inntas en ytre ramme for hvilke finansielle instrumenter fondet kan gå i. Som nevnt ved flere tidligere anledninger, synes det imidlertid å være ulike oppfatninger i hva det dispositive elementet i dagens § 4 og i tidligere «*generasjoner*» av vedtekter egentlig er.

Foreningen ser det slik at all avkrysning av «*nei*» (eventuelt manglende avkrysning på typer instrumenter) er dispositive utsagn, dvs. at fondet aldri kan investere i finansielle instrumenter hvor det er krysset av for «*nei*».

Foreningen mener imidlertid at det må være opp til forvaltningsselskapet selv å definere hvorvidt «*ja*» (evt. kryss for type derivat) skal bety «*kan og skal*», «*kan og vil løpende vurdere*» eller bare «*kan*». Vi har forstått det slik at Kredittilsynet mener det er alternativ 2 som er den korrekte tolkningen for avkrysningen innledningsvis (type finansielle instrumenter). For derivater har vi mottatt signaler om at Kredittilsynet mener at alternativ 3 er den korrekte forståelse, dvs. at det er helt opp til forvaltningsselskapet å vurdere om de ønsker å bruke derivater, og at ingen bruk av derivater kan være administrativt begrunnet. Vi har imidlertid ikke sett dette synspunktet uttrykt skriftlig. Vi er også usikre på om tolkningen evt. gjelder både for risikoreduserende, nøytrale og risikoøkende strategier.

Etter vår oppfatning må det være helt legitimt å fastsette i vedtektene at det er opp til forvaltningsselskapets egen vurdering i hvilken grad mandatet vil bli utnyttet. Det må eksempelvis være fullt forsvarlig at forvaltningsselskapet av praktiske årsaker velger å

plassere likvide midler i kontanter i stedet for i pengemarkedsinstrumenter, eller at fondet investerer i aksjefond i stedet for aksjer. Dagens vedtektssett har imidlertid den svakhet at «*kan*» ikke er definert. Dette bør forvaltningsselskapene ha frihet til å gjøre, og dermed også selv kunne avgjøre i hvilken grad de skal forplikte seg til løpende å vurdere det enkelte instrument. Dagens vedtektsregime legger ikke opp til klargjøring av hva «*kan*» er ment å bety i det enkelte vedtektssett, hvilket er en svakhet.

Vi kan heller ikke nytten av å ha den grad av fininndeling av hvilke derivater som fondet kan investere i som det dagens vedtekter legger opp til. Vi ser at det fremgår av derivatforskriftens § 6 at det skal angis hvilke derivatinstrumenter som kan anvendes. Også her er det imidlertid rom for tolkning når det gjelder på hvilket detaljnivå man skal oppgi informasjon. Gitt at selskapene bør kunne velge ikke å forplikte seg til å benytte de aktuelle instrumentene, synes denne inndelingen å gi liten informasjonsverdi.

## 6. VEDTEKTENES § 5

Vedtektenes § 5, med den grad av presisjon som kreves, oppleves i dag som meget rigid og til dels vanskelig å forstå motivasjonen bak. Vi har selvsagt ingen innvendinger til at det i fondets vedtekter opplyses om fondet vil investere i finansielle instrumenter notert på børser, evt. regulert marked innenfor og utenfor EØS. Igjen mener vi imidlertid at det sentrale dispositive utsagn er «*nei*». Der det er krysset av for «*ja*» bør forvaltningsselskapet kunne innta reservasjon i vedtektene som gir anledning til å utelukke visse markeder man har krysset av «*ja*» for, og at forvaltningsselskapet selv står fritt til å definere hva som skal til for at man utelukker investeringer innenfor deler av det aktuelle mandat.

Dagens standardvedtekter krever angivelse både av navn på land innenfor EØS og navn på børser/regulert marked utenfor EØS. Selskapene forventes også å «*splitte*» informasjonen i regulerte markeder og børser utenfor EØS, selv om denne inndelingen bare har mening innenfor EØS-området. Som kjent er en børs innenfor EØS et marked som tar opp finansielle instrumenter basert på reglene i opptaksdirektivene, mens regulerte markeder er markeds plasser som ikke nødvendigvis følger opptaktskravene i direktivene, evt. tar opp andre finansielle instrumenter til notering. Hvorfor Kredittilsynet er av den oppfatning at man skal foreta en slik inndeling utenfor EØS er vanskelig å forstå. UCITS-direktivet og verdipapirfondloven krever heller ikke dette. Informasjonsverdien til kunden er etter vår oppfatning ignorerbar, i og med at inndelingen ikke har noe definert innhold.

Vi kan heller ikke se poenget med i det hele tatt å liste opp børser og markeder. Kredittilsynet krever også forhåndsdokumentasjon på selskapenes undersøkelser av om de aktuelle markedene er regulerte eller ikke, og det synes dermed som at noe av hensikten med oppstillingen er at Kredittilsynet vil sikre seg at forvaltningsselskapene faktisk har vurdert de markeder de ønsker å investere i.

Etter vår oppfatning er ikke vedtektene det rette forum for kontroll av om selskapene materielt overholder sine rettslige forpliktelser i den løpende forvaltning. Forvaltningsselskapet vil uansett være ansvarlig for å kontrollere at de markeds plasser man ønsker å benytte tilfredsstiller kravene til «*regulert marked*». Hvorvidt selskapene faktisk har gjennomført denne kontrollen bør være et spørsmål for stedlig eller dokumentbasert tilsyn, ikke en del av den forvaltningsmessige godkjenningen av vedtektene. Til dette kommer at nytten av en slik «*forhåndsundersøkelse*» er meget begrenset. Markeds plasser kan endre status, og

forvaltningsselskapet vil uansett måtte kontrollere markedsplassens status med jevne mellomrom. En forundersøkelse får dermed marginal betydning.

Når det gjelder informasjonsverdien til kunden vil denne avhenge av hva fondets mandat er. Dersom fondets mandat ønskes knyttet opp mot investering på konkrete markedsplasser bør disse angis, i motsatt fall bør det være tilstrekkelig å angi geografisk område. Det å liste opp børser og markeder, der det er det geografiske nedslagsfeltet som er det avgjørende i vedtektene, gir liten verdi, og betydelig administrativ (og unødvendig) oppfølging i forbindelse med fusjoner, oppkjøp, navneendringer etc. av børser og markeder.

Etter vår oppfatning bør forvaltningsselskapet selv kunne avgjøre hvordan det geografiske området skal angis. Utenfor EØS må dette kunne angis som for eksempel «*OECD*» eller «*verden*». Dette ville også stemme overens med hvordan forsikringsselskapene etter vår erfaring håndterer tilsvarende informasjon for særskilte investeringsporteføljer. Hvorvidt valg av stater eller markedsplasser er et sentralt element i forvaltningsmandatet eller ikke vil fremgå under vedtektenes § 3. Det må være opp til forvaltningsselskapet å velge hvordan dette eventuelt skal håndteres.

## **7. FORMKRAV**

Foreningen har oppfattet fra sine medlemmer at de får tilbakemeldinger på hvilke deler av standardvedtektene som skal stå «*uansett*» og hvilke deler som er alternative. I noen grad fremkommer det direkte av vedtektene, der Kredittilsynet har presisert at det er tale om alternative formuleringer. I andre sammenhenger fremgår det ikke, for eksempel under avkrysning av hovedkarakteristika, samt ulike former for fond med særskilt investeringsstrategi.

Foreningen er av den oppfatning at en slik praktisering tenderer til å håndtere standardvedtektene som en forskrift med spesifikke formkrav, og ikke som et tilbud selskapene kan velge å benytte seg av.

Det er eksempelvis neppe slik at en investor har behov for at vedtektene omhandler en rekke alternativer for fond med særskilt investeringsstrategi som ikke gjelder for fondet. Tilsvarende – om vedtektene lister opp alle typer fond – og krysser av for det aktuelle fondets karakter, eller «*sletter*» de øvrige alternativene har heller ingen betydning for forståelse.

Foreningen mener denne type føringer, hvor forståelsen er klar nok, men hvor Kredittilsynet ønsker seg et bestemt oppsett, savner nødvendig hjemmel. Krav til innhold følger av vpfl. § 3-3 (og derivatforskriften). Formkravet er skriftlighet. Andre formkrav foreligger ikke og bør ikke innfortolkes.

## **8. LANGSIKTIG LØSNING – NYTT LOVFESTET REGIME FOR VEDTEKTSENDRINGER**

Et mer langsiktig alternativ til de forslag som skisseres ovenfor er å endre de lovfestede prosedyrene og betingelsene for vedtektsendring. Kravene er i dag at et flertall styremedlemmer i forvaltningsselskapet valgt av andelseierne må ha stemt for endringen, samt at Kredittilsynet finner endringen å være i andelseiernes interesse. Kravet til samtykke blant flertallet av de andelseiervalgte styremedlemmene er tolket som en ren gyldighetsklausul. Det at et flertall av andelseiervalgte representanter har stemt for endringen

har imidlertid ingen selvstendig betydning for Kredittilsynets vurdering av om endringen er i andelseiers interesse.

For endringer i mandat kan det være vanskelig å vurdere hva som er i andelseiers interesse. Kredittilsynet har dermed lagt opp til en praksis hvorved slike endringer ikke aksepteres med mindre man har noe nær 100 % samtykke fra andelseierne. Foreningen har tidligere tilkjennegitt at denne praksisen synes unødvendig restriktiv.

Kravet til at Kredittilsynet skal foreta en selvstendig prøving av hva som synes å være i andelseiers interesse er et nasjonalt krav, uten forankring i UCITS-direktivet. Etter vår oppfatning innebærer dagens krav, og praktiseringen av dette kravet, at det i realiteten er meget vanskelig å få til endringer i vedtektsfestet mandat, i massemarkedsfond nærmest umulig. Dette gir selskapene et incitament til vide mandater, med et minimum av dispositive utsagn. I tillegg medfører dagens regime at «ansvaret» for mandater som ikke fungerer tilfredsstillende skyves fra forvaltningsselskapene til Kredittilsynet, siden selskapene ikke har noen reell mulighet til å få mandatene endret.

Til sammenlikning har man, i andre strukturer, mulighet til å endre vedtekter med rimelig varslingsfrist og mulighet til medbestemmelse (for eksempel selskapsmøte for ANS, sameiermøte for tingsrettslige sameier, generalforsamlinger for selskaper). Vi mener det er all grunn til å vurdere nærmere et slikt regime også for fond.

Foreningen anmoder om at Kredittilsynet vurderer andre mulige løsninger i forbindelse med mandatendringer, for eksempel avstemming på andelseiermøte, evt. to etterfølgende møter dersom oppmøtet er begrenset. Dette ville redusere «behovet» for å se inn i krystallkulen med en ubestemt tidshorison for å ta høyde for markedsmessige endringer i fremtiden. Slike regler kunne ledsages av varslingsfrister, mulighet for andelseiere til å innløse kostnadsfritt, evt. tegne seg i andre fond kostnadsfritt, gjerne med lengre frister enn hva som følger av dagens regler for vedtektsendringer.

Verdipapirfondenes forening kommer gjerne med innspill til et slikt alternativt regime til dagens system.

Med vennlig hilsen  
Verdipapirfondenes forening

Lasse Ruud  
Adm. direktør