

Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo

Oslo, 21. juni 1999

Deres ref:  
99/1294 FM JB

## **Høring – forslag til endringer i verdipapirfondloven**

### **1. INNLEDNING**

Det vises til departementets høringsbrev datert 29. mars 1999.

Verdipapirfondenes Forening vil i det følgende gi uttrykk for fondsbransjens merknader til det foreliggende forslaget til revisjoner i lov om verdipapirfond som Kredittilsynet har fremmet. Når det gjelder forslaget vedrørende adgangen til å etablere ideelle fond (punkt 16 i Kredittilsynets notat) viser vi til vårt høringssvar datert 10. mai 1999.

Innledningsvis vil vi gi uttrykk for at norsk fondsbransje er svært fornøyd med at det nå legges opp til å foreta en lovrevisjon av verdipapirfondloven. Siden forrige gang denne loven ble revidert, høsten 1993, har det norske fondsmarkedet gjennomgått en rivende utvikling:

- Ved utgangen av 1993 utgjorde forvaltningskapitalen i norskregistrerte verdipapirfond 36 mrd. kroner. Ved utgangen av mai i år var denne forvaltningskapitalen til sammenligning steget til vel 97,5 mrd. kroner. (For vel ett år siden var imidlertid forvaltningskapitalen 107 mrd. kroner, men ble redusert som følge av børskursutviklingen i fjor høst).
- I 1993 var det ingen synlig konkurranse fra utenlandske fondsforvaltningsselskaper i det norske markedet. Denne situasjonen har endret seg sterkt, særlig i løpet av de siste årene. I 1997 utgjorde netto salg av fondsandeler i norskregistrerte fond 20 mrd. kroner, mens det ble solgt andeler for anslagsvis 3,5 mrd. kroner fra utenlandsregistrerte fond. I 1998 var de tilsvarende tallene henholdsvis 2,5 og ca. 2,0 mrd. kroner. (Anslag på salg av utenlandsregistrerte fondsandeler i det norske markedet er framskaffet gjennom direkte kontakt med de toneangivende distributørene av disse.)
- De siste årene har norsk fondsbransje dessuten møtt økende konkurranse fra norske verdipapirforetak, delvis gjennom disse foretakenes markedsføring av egne forvaltningsprodukter, og delvis gjennom deres adgang til å markedsføre og selge utenlandske fondsprodukter.
- Det norske markedets interesse for nye fondsprodukter har også økt betraktelig siden forrige gang verdipapirfondloven ble revidert. Etterspørselen etter fond med

internasjonale investeringsmandater har økt sterkt, særlig de siste par årene. Blant de norskregistrerte aksjefondene utgjorde forvaltningskapitalen i fond med internasjonale investeringsmandater 18 mrd. kroner ved utgangen av mai 1999, mens forvaltningskapitalen i fond som hovedsakelig investerer på Oslo Børs utgjorde vel 40 mrd. kroner.

- Videre har vi i løpet av de siste par årene opplevet produktinnovasjoner, for eksempel garanterte fondsprodukter. I Europa for øvrig er produktutviklingen i fondsmarkedet inne i en rivende utvikling.

Etter norsk fondsbransjes oppfatning er den nåværende verdipapirfondloven på enkelte punkter etter hvert til hinder for den produktutvikling og effektivisering av fondsforvaltningsselskaperes virksomhet som bør finne sted for at norsk fondsbransje skal ha et hensiktsmessig grunnlag for å møte norske kunders endrede behov, samt den økte konkurransen både fra utenlandske fondsforvaltningsselskaper og norske verdipapirforetak.

Vi vil i den forbindelse påpeke at få kunder vil ha klart for seg hva som er forskjellen på et non-UCITS-fond og et UCITS-fond. Det faktum at det har utviklet seg et nærmest uregulert regime når det gjelder verdipapirforetakenes markedsføring og salg av non-UCITS, har etter vår oppfatning medført en omgåelse av den beskyttelse av andelseiere i verdipapirfond som er et viktig hensyn bak UCITS og den norske verdipapirfondloven. Denne utviklingen kan etter vårt skjønn best møtes ved å tillate verdipapirfondene en noe større fleksibilitet i deler av virksomheten enn hva tilfellet er etter gjeldende lovgivning.

På denne bakgrunn er Verdipapirfondenes Forening svært fornøyd med at det nå legges opp til å foreta en revisjon av gjeldende lovgivning på området.

## **2. VERDIPAPIRFONDENES FORENINGS INNSPILL TIL KREDITTILSYNET I FJOR HØST**

Verdipapirfondenes Forening ble på et tidlig tidspunkt gjort kjent med at Kredittilsynet ville gjennomgå lov om verdipapirfond med tanke på å foreslå endringer i denne loven overfor Finansdepartementet. På denne bakgrunn rettet foreningen 19. oktober 1998 en henvendelse til Kredittilsynet der vi ga til kjenne bransjens holdning til hvordan rammebetingelsene for næringen bør utvikle seg (kopi vedlagt). Foreningen tok i den forbindelse opp en rekke enkeltforslag som vi med tilfredshet registerer i stor grad er fulgt av Kredittilsynet i det foreliggende forslaget.

I vår henvendelse til Kredittilsynet ga vi blant annet uttrykk for følgende når det gjelder den generelle bakgrunnen for behovet for endringer i verdipapirfondloven:

*«Etter vår oppfatning er det særlig to forhold som bør stå sentralt i utviklingen av rammevilkårene for fondsbransjen:*

- *For det første møter norsk fondsbransje i dag sterk konkurranse fra andre aktører, både nasjonale (særlig fra verdipapirforetakene) og internasjonale (gjennom konkurranse fra utenlandske tilbydere både av UCITS og non-UCITS). Økt konkurranse er noe bransjen ser positivt på. Etter vår oppfatning er det imidlertid et problem at fondsbransjen er underlagt rammevilkår som på flere punkter er ulike i*

*forhold til våre konkurrenter nasjonalt og internasjonalt. Et sentralt siktemål i forbindelse med revisjon av verdipapirfondloven bør etter vårt skjønn derfor være å medvirke til at bransjen gis rammevilkår som gjør det mulig å møte konkurransen fra andre aktører på likere vilkår.*

- *For det andre er et av de mest akutte problemene med dagens lov at den hindrer nyskapninger på produksiden og forretningsmessig effektivisering i fondsforvaltnings- selskapene, i takt med endringene i norske kunders behov og markedets størrelse.*

*Som Kredittilsynet er kjent med, fremmet EU-kommisjonen 17. juli i år forslag til en rekke endringer i UCITS-direktivet. De endringene som foreslås der er i stor utstrekning allerede implementert i en rekke andre europeiske land. Det tar tid å utvikle og etablere avkastningshistorikk for nye fondsprodukter. Derfor vil markedsaktørene fra de land som har ligget i forkant av den utvikling som nå skjer på EU-nivå ha en betydelig fordel i forhold til norske fondsforvaltningsselskaper den dag det reviderte UCITS-direktivet implementeres og disse fondsproduktene fritt kan markedsføres i Norge. Dette forholdet var avgjørende for danske myndigheter ved revisjonen tidligere i år av den danske lov om investeringsforeninger. Det heter på side 17 i den danske regjeringens bemerkninger til lovforslaget:*

*”Der må forventes væsentlig utenlandsk konkurrence fra foreninger i andre EU-lande, når det gjeldende EU-direktiv bliver utvidet, ... Det er derfor avgørende at den danske branche får samme vilkår som dens udenlandske konkurrenter. Det tager tid for nye foreninger at etablere seg og skape tilbud av konkurrencedyktige produkter. For at give danske utbydere den nødvendige tid til at etablere seg, foreslås det, at den danske lov kommer før et fælles udspil fra EU. Danske specialforeninger bliver dermed bedre rustet til at tage konkurrencen fra udenlandske foreninger op.”*

*Vi mener at de samme hensyn i minst like stor grad bør gjelde for norsk fondsbransje, og vi håper at dette vil stå sentralt også for norske myndigheters arbeid med en ev. revisjon av verdipapirfondloven..»*

Vi er på denne bakgrunn glad for at Kredittilsynet legger til grunn tilsvarende utgangspunkt når det innledningsvis (på side 4) i notatet uttales:

*”I noen grad forskutteres her noen av de endringer som vil komme med framtidige endringer i UCITS-direktivet.”*

Etter vår oppfatning trenger verdipapirfondloven en oppdatering både i forhold til den utvikling som har funnet sted i det norske markedet og i forhold til den utvikling som har funnet sted i den nasjonale lovgivning i andre europeiske land. Generelt vurderer vi det slik at Kredittilsynet i høringsnotatet har fremmet en rekke lovendringsforslag som vil representere en ønsket utvikling av rammevilkårene for norsk fondsbransje. Våre konkrete merknader til de ulike forslagene som tilsynet har fremmet følger i avsnitt 4 nedenfor.

### 3. FORVALTNINGSSSELKAPENES ADGANG TIL Å DRIVE ANNEN VIRKSOMHET

#### 3.1 Innledning

I vår henvendelse til Kredittilsynet i fjor høst tok vi imidlertid opp ett sentralt punkt som vi ikke kan se er berørt i særlig grad av tilsynet i det foreliggende høringsnotatet, og som vi derfor vil ta opp på nytt. Dette gjelder forvaltningsselskapenes adgang til å kunne drive ”annen virksomhet”. Dagens rettsstilstand bidrar nemlig etter vår oppfatning til å etablere uhensiktsmessige og ineffektive strukturer fordi virksomhet som relaterer seg til fondsprodukter ikke kan legges til det foretak der det mest naturlig hører hjemme.

Problemstillingen vedrørende ”annen virksomhet” er sentral i forhold til fondsforvaltningsselskapenes konkurransemessige posisjon i forhold til verdipapirforetak. Om dette skriver Kredittilsynet innledningsvis (side 4) følgende:

*”Videre er det Kredittilsynets oppfatning at lovendringsforslagene bidrar til å styrke verdipapirfondsforvaltningen konkurransemessig i forhold til beslektede markeder. Her kan særlig nevnes verdipapirforetaks virksomhet, for eksempel aktiv forvaltning, og forsikringsselskapenes virksomhet. Ved at det stilles de samme krav til kapital, eiere, ledelse og organisering (vår understreking) som allerede gjelder for verdipapirforetakene, tilnærmes rammebetingelsene og dermed konkurransevilkårene.”*

Verdipapirfondenes Forening deler fullt ut det syn at det bør stilles samme krav til fondsforvaltningsselskaper og verdipapirforetak når det gjelder de punkter som Kredittilsynet her lister opp. Når det gjelder ett av disse punktene, nemlig punktet om samme krav til organisering, er imidlertid dette etter vår oppfatning ikke fulgt konsekvent opp i det foreliggende forslaget til lovrevisjoner.

Verdipapirfondloven § 2-2 bestemmer at et fondsforvaltningsselskap ikke kan drive annen virksomhet enn verdipapirfondsforvaltning. Samtidig fastslår paragrafen at fondsforvaltningsselskapene kan drive tilknyttet virksomhet under forutsetning av Kredittilsynets samtykke.

Etter vår oppfatning bør fondsforvaltningsselskapene, foruten forvaltning av egne fond, også kunne drive følgende aktiviteter:

- Adgang til salg av rådgivningstjenester innen forvaltning.
- Adgang til å forestå kunderådgivning også for andre finansielle instrumenter enn egenforvaltede fondsprodukter.
- Adgang til å etablere ”nominee”-funksjon, og utføre oppgjør tilknyttet markedsføring av fondsandeler fra andre fondsforvaltningsselskaper.
- Adgang til å påta seg back-office funksjoner for andre selskaper.

Hvis myndighetenes vurdering er at någjeldende verdipapirfondlov ikke hjemler at norske fondsforvaltningsselskaper kan drive ovennevnte aktiviteter, ønsker vi at loven endres, slik at ovennevnte aktiviteter kan finne sted.

Begrunnelsen for hvorfor vi mener at norske fondsforvaltningsselskaper bør kunne drive slike aktiviteter følger av avsnitt 3.2 – 3.4 nedenfor:

### **3.2 Salg av rådgivningstjenester innen forvaltning**

Kredittilsynet har åpnet for at fondsforvaltningsselskaper kan kjøre eksterne forvaltningsråd så lenge fondsforvaltningsselskapene selv besitter tilstrekkelig kompetanse til å foreta en selvstendig bedømmelse av de råd som gis.

Finansdepartementet og Kredittilsynet har imidlertid fortolket lovens bestemmelser svært restriktivt mht fondsforvaltningsselskapers adgang til å selge forvaltningsråd til andre. Den restriktive praksis er begrunnet utfra hensynet til andelseierenes interesser. Det hevdes å foreligge risiko for interessekonflikter mellom andelseierne og de utenforstående aktører som fondsforvaltningsselskapet eventuelt selger forvaltningsråd til, jfr. for eksempel departementets brev til K-Fondene AS datert 25. juli 1997 (ref: 96/5541 Ø3 JB/LF).

I den forbindelse vil vi vise til at verdipapirforetak, herunder foretak som driver aktiv forvaltning, i utgangspunktet har fri adgang til å selge forvaltningsråd, jfr. vphl § 8-1 nr 2 og 5. Verdipapirhandelovens regulering på dette punkt er etter vårt skjønn mer hensiktsmessig enn den som er gjort gjeldende for fondsforvaltningsselskaper.

Når lovgivende myndighet har gitt verdipapirforetak for aktiv forvaltning adgang til å selge forvaltningsråd til andre enn de kunder de selv forvalter midler for, har vi vanskelig for å se hvorfor fondsforvaltningsselskap ikke skal kunne få anledning til å gjøre det samme.

Fra myndighetenes side har det vært to hovedbegrunnelser for at fondsforvaltningsselskapers salg av forvaltningsråd kan være i strid med andelseierenes interesser (jf. departementets brev til K-Fondene nevnt over):

- Salget kan medføre en overføring av forvaltningskompetanse til utenforstående, som kan være i strid med andelseiernes interesser.
- Rådgivningsvirksomhet kan gi den som rådgis indirekte innsikt i fondenes investeringsbeslutninger på en måte som kan være uheldig.

Vi har følgende innvendinger mot disse begrunnelsene:

#### 3.2.1 Ad overføring av kompetanse på bekostning av andelseiernes interesser

Verdipapirforetakenes adgang til å selge forvaltningsråd gir mulighet for en fleksibel og forretningsmessig utnyttelse av den forvaltningskompetanse som bygges opp i verdipapirforetak enn hva tilfellet er i forvaltningsselskap for verdipapirfond. Dagens rettstilstand gir derfor incentiver til at konserner bestående av både fondsforvaltningsselskap og verdipapirforetak for aktiv forvaltning bygger opp ett sterkt forvaltningsmiljø i verdipapirforetaket, som så selger sine forvaltningsråd til fondsforvaltningsselskapet (foruten til andre kunder). Disse incentivene kan bli vesentlig

forsterket hvis verdipapirforetakene begynner å trappe opp sin forvaltningskompetanse for å konkurrere om forvaltningsoppdrag for Statens Petroleumsfond.

Med dagens regelverk står vi derfor i fare for å få en utvikling der det blir en minimumskapasitet av forvaltningskompetanse i fondsforvaltningsselskapet, kun tilpasset kravet om tilstrekkelig kompetanse til å vurdere forvaltningsrådene fondsforvaltningsselskapet får fra verdipapirforetaket.

Hvis vi får en slik utvikling, vil resultatet av et forbud mot salg av forvaltningsråd fra fondsforvaltningsselskapene kunne bli det motsatte av den intensjon myndighetene har med et slikt forbud.

### 3.2.2 Ad faren for at den som rådgis gis innsikt i fondenes investeringsbeslutninger

Vi kan ikke se at det er fare for at rådgivningsvirksomheten skal gi utenforstående innsikt i fondenes investeringsbeslutninger på en måte som er i strid med andelseiernes interesser:

- Siden salg av investeringsråd til fondsforvaltningsselskapene (for eksempel fra et norsk verdipapirforetak eller en utenlandsk forvalter) er tillatt, vil dette kunne gi rådgiveren minst like god indirekte innsikt i fondsforvaltningsselskapers investeringsbeslutninger som salg av slike råd fra fondsforvaltningsselskapene. Rådgiveren vil vanligvis ha grunn til å tro at de råd som gis vil bli fulgt, og vil kunne utnytte denne informasjonen i sin øvrige virksomhet.

Etter vår oppfatning er derfor ikke dagens regelverk egnet til å eliminere faren for eventuelle interessekonflikter, men gir derimot norske verdipapirforetak og utenlandske fondsforvaltere et forsprang i forhold til norske forvaltningsselskaper for verdipapirfond når det gjelder å bygge opp store kompetente forvaltningsmiljøer.

- Vi finner grunn til å peke på at en del informasjon om egne vurderinger av markedsutsiktene i Norge, og sammensetningen av egen norsk portefølje, er offentlig tilgjengelig bl.a. gjennom de rapporter som fondsforvaltningsselskapene jevnlig utarbeider til sine kunder.

Når det gjelder ikke-offentlig informasjon mener vi det må være tilstrekkelig at fondsforvaltningsselskapene underlegges de samme krav til etablering av rutiner (lovpålagte og interne) som for verdipapirforetakene, for å sikre andelseiernes interesser.

### 3.2.3 Utviklingen ellers i Europa

De hensyn norske myndigheter har funnet utslagsgivende for sitt standpunkt om å nekte fondsforvaltningsselskaper adgang til å selge rådgivningstjenester, synes ikke å være på linje med utviklingen internasjonalt. Vi minner i denne sammenheng om at EU-kommisjonen i sitt forslag til revisjon av UCITS-direktivet (COM (98)451), foreslår en uttrykkelig bestemmelse i UCITS artikkel 5 om at fondsforvaltningsselskaper skal kunne drive investeringsrådgivning som en "*non-core activity*".

Dette indikerer at også EU-kommisjonen mener at salg av forvaltningsråd bidrar til å styrke selskaperens forvaltningsmiljø, og at dette dermed vil være i andelseierens interesse. Vi viser dessuten til at for eksempel Storbritannia har fortolket salg av forvaltningsråd til å ligge innenfor gjeldende UCITS-direktiv. Etter vår oppfatning viser også dette at de innvendinger som både Kredittilsynet og Finansdepartementet tidligere har funnet utslagsgivende for om

norske fondsforvaltningsselskaper bør få adgang til å selge forvaltningsråd ikke bør være avgjørende.

### 3.2.4 Oppsummering vedr. salg av rådgivningstjenester innen forvaltning

Norske fondsforvaltningsselskaper ønsker adgang til å kunne selge rådgivningstjenester på lik linje med den adgang verdipapirforetak med konsesjon til å drive aktiv forvaltning har.

Salg av forvaltningsråd vil ikke gi tredjeperson uheldig innsikt i fondenes disposisjoner på bekostning av andelseierne, hvis det etableres rutiner for dette etter samme mønster som i verdipapirhandelloven.

En adgang til å kunne selge forvaltningsråd vil bidra til å beholde og videreutvikle dagens forvaltningskompetanse i selskapene, hvilket vil være til andelseiernes gunst – ikke til deres ugunst.

Vi mener at salg av forvaltningsråd må være forenlig både med någjeldende verdipapirfondlov og UCITS-direktiv, ettersom salg av forvaltningstjenester må betraktes som en naturlig del av fondsforvaltningsselskapenes virksomhet. Videre påpeker vi at en slik adgang er i tråd med den utvikling vi kommer til å se i hele EØS-området for øvrig i årene framover.

### **3.3 Fondsforvaltningsselskapenes adgang til å drive kunderådgivning, samt salg og markedsføring av verdipapirfondsandeler**

Vår forståelse av nåværende situasjon er følgende:

- Etter gjeldende rett har fondsforvaltningsselskaper i henhold til verdipapirfondlovens § 6-7 adgang til markedsføring og salg av egne fondsandeler, og har herunder rett til å forestå kunderådgivning og oppgjør knyttet til salg av egne andeler.
- Fondsforvaltningsselskapene har videre i henhold til forskrift om utenlandske investeringsforetaks adgang til å tilby verdipapirfondsandeler i Norge av 30. juni 1994 nr. 662, rett til å opptre som salgsrepresentanter for utenlandske UCITS-fond. Ansvar for markedsføringen av andeler ligger imidlertid så vidt vi forstår hos det utenlandske fondet selv. Norske fondsforvaltningsselskaper har ikke hatt anledning til å etablere såkalt ”nomineefunksjon” (dvs. at det er forvaltningsselskapet som er kunden i det utenlandske fondet, og fører andelseierregister for sine egne kunder) og forestå oppgjør på vegne av slike utenlandske UCITS-fond, fordi dette har vært ansett som annen virksomhet etter verdipapirfondlovens § 2-2 tredje ledd.
- Verdipapirforetak med konsesjon etter verdipapirhandelloven § 1-2 nr 1 har, på linje med fondsforvaltningsselskaper i henhold til verdipapirfondlovens § 6-7, rett til å forestå markedsføring og salg av nyutstedte verdipapirfondsandeler, og også rett til å forestå oppgjør i forbindelse med dette, samt opptre som nominee. Det har også vært antatt at verdipapirforetak som utelukkende har konsesjon til å markedsføre finansielle instrumenter, har generell adgang til å markedsføre verdipapirfondsandeler.
- Alle verdipapirforetak har videre rett til å yte generell investeringsrådgivning til sine kunder som en ikke-konsesjonsbelagt tilleggstjeneste, mens Kredittilsynet har lagt til

grunn at fondsforvaltningsselskapet kun kan drive kunderådgivning knyttet til egenforvaltede fond.

Hvis vår forståelse av den nåværende rettstilstanden er riktig, legger dette klare begrensninger på fondsforvaltningsselskapenes virksomhet i forhold til verdipapirforetakene – og det på områder der fondsforvaltningsselskapene nettopp burde besitte en særlig kompetanse. Denne ulikhet mellom fondsforvaltningsselskapene og verdipapirforetakene har vi vanskelig for se en god begrunnelse for. Den bidrar til å svekke fondsforvaltningsselskapenes mulighet for videre utvikling, og bidrar til oppbygging av strukturer innen finanskonsern som fremstår som upraktiske og lite kostnadseffektive, og således verken er til selskapenes eller kundenes fordel.

### 3.3.1 Behovet for utvidelse av adgangen til å drive kunderådgivning

Enhver potensiell investor i verdipapirfondsandeler står overfor en rekke alternativer til fondsprodukter når vedkommende skal foreta sitt investeringsvalg, eksempelvis bankinnskudd, direkte verdipapirinvesteringer, livprodukter eller aktiv forvaltningstjenester.

For å kunne yte profesjonell rådgivning til en slik potensiell investor er det i økende grad nødvendig å kunne trekke inn alle de investeringsmuligheter som fremstår som reelle alternativer for kunden.

Ved at fondsforvaltningsselskapene etter gjeldende rett strengt tatt ikke har adgang til å gi kunden råd om andre investeringsalternativer enn verdipapirfond, må selskapene så vidt vi forstår, hvis de skal følge dagens rettstilstand, henvise kunder som har behov for og etterspør slike råd til andre aktører, for eksempel innenfor samme konsern.

Denne reguleringen står i kontrast til hva som gjelder for øvrige tilbydere av spareprodukter, som etter det vi kjenner til har full adgang til å trekke alternative produkter inn i sin rådgivning. Denne ulikhet er etter vårt skjønn ubegrunnet. Det er vanskelig å se at hensynet til potensielle nye kunder eller til eksisterende andelseiere, tilsier at det ikke bør være adgang til å yte generell investeringsrådgivning til kunden også for fondsforvaltningsselskaper.

### 3.3.2 Behovet for utvidelse av adgangen til markedsføring og salg av verdipapirfondsandeler

Fondsforvaltningsselskapene opplever i dag en utvikling der kundene i stadig større grad etterspør mer spesialiserte fondsprodukter, eksempelvis i forhold til bransjer, geografiske regioner eller fond med ulike typer definerte risikoer (for eksempel garanterte strukturer).

Det vil variere i hvilken grad det enkelte fondsforvaltningsselskap, utfra egen kapasitet, forvaltningskompetanse innenfor det aktuelle område, kostnadseffektivitet osv. vil ønske å etablere slike produkter i egen regi. I en rekke tilfeller vil det kunne fremstå som mest hensiktsmessig å markedsføre og selge produkter fra samarbeidende norske eller utenlandske fondsforvaltningsselskaper.

Vi har vanskelig for å se grunner til at fondsforvaltningsselskaper ikke skal kunne ha adgang til å markedsføre og selge fondsprodukter fra slike samarbeidspartnere på lik linje med sine egne produkter, samt utføre ”nominee-funksjon” og foreta oppgjør i tilknytning til slikt salg.

Når det gjelder markedsføring av fondsandeler bør fondsforvaltningsselskapene ha minst like stor kompetanse og evne til å ivareta dette på en betryggende og forsvarlig måte som andre aktører på det norske markedet.

Også for fondsforvaltningsselskapene og deres samarbeidspartnere vil en slik samordning være fordelaktig. I særlig grad når det er tale om samarbeid med utenlandske forvaltere om salg av deres verdipapirfond, vil det ofte fremstå som mest ønskelig og effektivt at det norske fondsforvaltningsselskapet forestår oppgjørsfunksjoner og føring av andelseierregister i Norge. I denne sammenheng minner vi om at det norske fondsforvaltningsselskapet allerede vil ha et ferdig utbygget apparat i tilknytning til sin egen virksomhet til å kunne utføre slike funksjoner.

### 3.3.3 Oppsummering

Verdipapirfondenes Forening ønsker at fondsforvaltningsselskapene gis en generell rett til å kunne forestå investeringsrådgivning til sine kunder på linje med den verdipapirforetakene i dag har.

Verdipapirfondenes Forening ønsker videre en klargjøring av § 6-7 i verdipapirfondloven slik at fondsforvaltningsselskaper gis en generell rett til å markedsføre, selge og forestå oppgjør av alle typer verdipapirfondsandeler som er tillatt markedsført i Norge, herunder adgang til å opptre som "nominee" for utenlandske fondsselskaper som opererer på det norske marked.

Vi har vanskelig for å se at det er fare for forskjellsbehandling av andelseiere ved at fondsforvaltningsselskapet gis adgang til å forestå "nominee-funksjon" og/eller oppgjør også i forhold til andre fond enn sine egne. Vi kan heller ikke se at det er noen fare for at adgang til å drive slik virksomhet reduserer fondsforvaltningsselskapets oppmerksomhet overfor egne fond. Tvert imot mener vi at utvidet adgang til å drive denne type virksomhet gir forretningsmessig grunnlag for å beholde og øke kompetansen i fondsforvaltningsselskapene, noe som vil være til både selskaper og andelseiernes fordel.

Vi vil også vise til at Kredittilsynet nå har gitt forvaltningsselskap konsesjon til å etablere såkalte fond i fond. Vilkåret som er satt er at fondets midler i sin helhet må plasseres i ett UCITS-fond, som for alle praktiske formål vil være forvaltet av et utenlandsk forvaltningsselskap. På denne måten har norske myndigheter indirekte allerede akseptert at forvaltningsselskap kan markedsføre, selge, etablere nominee-funksjon og forestå oppgjør på vegne av utenlandske UCITS-fond. Dette faktum gjør det enda vanskeligere å forstå hvorfor norske myndigheter ev. skulle ønske å holde fast ved at norske fondsforvaltningsselskaper ikke skal kunne ha de samme rettigheter ved direkte salg av UCITS-fond som ikke er forvaltet av dem selv.

### **3.4 Back office funksjoner for andre selskaper**

Fondsforvaltningsselskaper har etter dagens praksis adgang til å kjøre tjenester tilknyttet såkalte "back-office" funksjoner (som foruten oppgjør også består av regnskap og rapportering). Dette muliggjør effektiv samordning av disse tjenestene mellom flere selskaper i samme konsern, og forhindrer overinvesteringer i IT m.v. som ellers lett vil kunne bli resultatet.

Det er etter vår oppfatning ingen grunner som tilsier at ikke også et fondsforvaltningsselskap skal kunne selge slike tjenester på lik linje med hva verdipapirforetakene kan gjøre.

### 3.5 Avsluttende merknader vedrørende adgangen til å drive annen virksomhet

Slik det fremgår over har norske verdipapirforetak i dag fri adgang til å markedsføre og selge alle former for verdipapirfondsandeler, ivareta "nomineefunksjoner", forestå kunderådgivning og utføre back office-tjenester for andre selskaper.

Fondsforvaltningsselskapers adgang til å yte tilsvarende tjenester er derimot sterkt begrenset, til tross for at det her er tale om samme type tjenester som utføres i fondsforvaltningsselskapenes egen virksomhet.

Sett i sammenheng med den ulikhet som eksisterer for adgangen til å selge forvaltningsråd til andre, kan dette etter foreningens oppfatning gi en uheldig utvikling i finanskonserner med både fondsforvaltningsselskap og verdipapirforetak, ved at vesentlige deler av virksomheten som naturlig er knyttet til fondsprodukter blir lagt til verdipapirforetaket i stedet for fondsforvaltningsselskapet. Vi har sett eksempler på en slik utvikling i forbindelse med markedsføringen av garanterte fondsprodukter, som har vært tilrettelagt som utenlandske UCITS. I forbindelse med etableringen av slike produkter har det vært ansett som ønskelig å etablere kunderegister, samt forestå oppgjør i Norge. På bakgrunn av at fondsforvaltningsselskapet i konsernet ikke har kunnet utføre dette etter gjeldende rett, har disse oppgavene måttet legges til verdipapirforetaket, selv om dette i utgangspunktet ikke har vært forretningsmessig ønskelig.

Det er videre eksempler på at fondsforvaltningsselskaper som ikke har et verdipapirforetak i konsernet etablerer slikt verdipapirforetak - ikke primært for å tilby tradisjonelle tjenester som verdipapirforetak - men for å etablere en hensiktsmessig plattform for å kunne tilby rådgivningstjenester knyttet til fondsprodukter, "nomineefunksjoner" osv.

Rettstilstanden bidrar til å etablere uhensiktsmessige og ineffektive strukturer fordi virksomhet som relaterer seg til fondsprodukter ikke kan legges til det foretak der det mest naturlig hører hjemme.

Dette representerer ikke nødvendigvis et uoverstigelig problem innen finanskonserner, så lenge de nødvendige funksjoner kan bli utført i andre juridiske enheter, som enten eksisterer på forhånd, eller kan opprettes for slike formål. Dagens rettstilstand fortøner seg imidlertid som fordyrende og uhensiktsmessig, ettersom fondsprodukter i utgangspunktet har en nærmere tilknytning til fondsforvaltningsselskapenes enn verdipapirforetakenes virksomhet.

Vi kan heller ikke se at det foreligger avgjørende rettslige argumenter mot at fondsforvaltningsselskapene gis generell adgang til å drive markedsføring og salg av verdipapirfondsandeler, fører andelseierregister og utfører oppgjør i tilknytning til dette, samt tilbyr generell kunderådgivning.

I forhold til UCITS-direktivets artikkel 6 om fondsforvaltningsselskapers adgang til å drive annen virksomhet, mener vi at markedsføring og salg av verdipapirfondsandeler, utførelse av "nomineefunksjon" og oppgjør i tilknytning til slikt salg, ikke kan være å anse som annen virksomhet enn verdipapirfondsforvaltning. Etter vår oppfatning kunne disse funksjonene utgjøre sentrale deler av fondsforvaltningsselskapets alminnelige virksomhet.

Så vidt vi forstår har norske myndigheter fortolket verdipapirfondloven § 2-2 tredje ledd slik at all virksomhet som ikke er knyttet til fondsforvaltningsselskapets egne fond er å anse som

annen virksomhet, selv om den virksomhet som utøves forsåvidt ligger innenfor kjerneområdet av hva som må anses som fondsforvaltningsvirksomhet. Begrensingen til fondsforvaltningsselskapets egne fond har imidlertid etter hva foreningen kan se ingen støtte i lovens forarbeider, og hviler således på et noe usikkert rettskildemessig grunnlag. Under enhver omstendighet mener vi at det ikke er holdepunkter for å fortolke UCITS-direktivets artikkel 6 dithen at bestemmelsen er ment å hindre enhver virksomhet som ikke er knyttet til investeringsforetakets egne fond.

Dersom departementet fortolker dagens verdipapirfondlov slik at den ikke hjemler at norske forvaltningsselskaper kan drive de aktivitetene som vi her har berørt, er det vår tilråding at loven endres slik at disse aktiviteter kan finne sted.

#### **4. MERKNADER TIL DE ENKELTE FORSLAGENE**

Vi vil nedenfor gi merknader til de konkrete forslagene til endringer i lov om verdipapirfond som Kredittilsynet har fremmet. Rekkefølgen på våre merknader følger tilsynets notat.

##### **4.1 Definisjon av verdipapirfond**

I dagens lov heter det at et verdipapirfonds portefølje i det vesentligste skal bestå av verdipapirer. I Kredittilsynets forslag til ny definisjon foreslås det at "verdipapirer" endres til "finansielle instrumenter". Begrepet gis et uttømmende innhold i den foreslåtte lovteksten, men er definert snevrere enn i verdipapirhandelloven.

Lovforslaget hjemler samtidig muligheten for utvidelser ved at det foreslås at departementet gjennom forskrift kan gi adgang for verdipapirfond til å plassere midler i andre finansielle instrumenter enn de som eksplisitt er nevnt i definisjonen, samt at loven helt eller delvis skal gjelde for forvaltningen av fond som tar sikte på å anskaffe andre formuesgjenstander enn finansielle instrumenter.

Vi har ingen innvendinger mot disse justeringene i verdipapirfondloven, men er i tvil om den nye definisjonen av finansielle instrumenter åpner for at fondene kan benytte valutasikringsinstrumenter. Vi vil imidlertid anta at en slik adgang vil være til stede gjennom den forskriftshjemmel som foreslås gitt departementet. Etter gjeldende lov er valutaterminer og valutaopsjoner ikke definert som verdipapirer, og faller dermed utenfor fondenes investeringsområde.

Det følger fra UCITS-direktivets artikkel 21 at verdipapirfonds handel med derivater skal ha til formål å effektivisere forvaltningen av fondenes portefølje av verdipapirer. Hvilken begrensning som ligger i bestemmelsen synes nokså uklart, men hovedpoenget må være å klargjøre at opsjoner og terminer ikke skal være et selvstendig investeringsobjekt for fondet, men utelukkende skal brukes som et hjelpemiddel i forvaltningen av fondets portefølje.

Valutaterminer er etter vårt skjønn et svært hensiktsmessig instrument for å avdekke valutakursrisiko både i aksjefond og rentefond, og kan på den måten bidra til å effektivisere forvaltningen. Etter vår oppfatning bør det derfor åpnes adgang for dette i regelverket.

Vi vil understreke at behovet for denne regelverksendringer utelukkende er knyttet opp mot ønsket om å kunne effektivisere porteføljeforvaltningen. Reglene bør derfor utformes slik at fondene ikke kan benytte slike instrumenter på en måte som gir høyere risiko for tap sammenlignet med det regelverk som gjelder for forvaltning kun av underliggende papirer.

Bruk av valutaterminer etter de behov vi har skissert over er åpenbart forenlig med någjeldende UCITS-direktiv, jf. UCITS-direktivets artikkel 21 nr. 2, som sier at medlemsstatene i EØS kan gi

*”.....investeringsforetak tillatelse til å benytte metoder og hjelpemidler som i forvaltningen av deres aktiva og passiva gir vern mot valutarisiko”.*

Vi mener at også bruk av FRA'er og REPO'er til å effektivisere porteføljeforvaltningen bør kunne godkjennes, ev. innenfor rammen av nasjonale fond. Rentefond vil ved bruk av slike instrumenter kunne gjøre det vesentlig rimeligere å endre durasjonen på fondene, framfor å selge en del av papirene i porteføljen og kjøpe nye papirer med endret durasjon.

På denne bakgrunn vil vi anmode departementet om at det i forbindelse med den forestående lovrevisjonen legges til rette for at verdipapirfond kan benytte ovennevnte derivater for å effektivisere sin forvaltning. En rimelig forutsetning er etter vår oppfatning at disse og andre derivater ikke kan benyttes på en måte som gir fondene høyere risiko for tap enn det forvaltningen av de underliggende papirer gir.

## **4.2 Nasjonale fond**

Kredittilsynet foreslår at det fastsettes en ny bestemmelse i verdipapirfondloven § 1-5 om adgangen til å etablere nasjonale fond. Dette forslaget vil åpne for at det kan etableres også andre typer av nasjonale fond enn hva det i dag er adgang til etter verdipapirfondloven:

- Det foreslås en adgang til å opprette verdipapirfond som kun er åpen for en bestemt krets (med den begrensing at den bestemte kretsen må være såpass stor at den i en viss forstand kan hevdes å representere en ”ubestemt krets”).
- Det foreslås en adgang til å opprette fond som kun er åpent for tegning av andeler i en tidsbegrenset periode (jf. for eksempel garanterte fond).

Etter vår oppfatning fremmer Kredittilsynet her et godt forslag som foreningen vil gi sin fulle støtte til.

## **4.3 Rammevilkår for forvaltningsselskapene**

Kredittilsynet fremmer en rekke forslag under denne overskriften. Dette gjelder forslag om å ta inn en uttrykkelig konsesjonshjemmel i loven, forslag om mer konkrete bestemmelser om organiseringen av forvaltningsselskapet, samt krav til visse minimumskrav som ledelsen og styret må oppfylle. Videre fremmes det forslag om at erverv av aksjer i forvaltningsselskapet kun skal godkjennes av Kredittilsynet i de tilfeller det er snakk om minst 10 prosent av aksjene, og ikke ved samtlige aksjeerverv som i dag. Det foreslås en plikt til å gi melding forut for økning av betydelige eierandeler når visse grenser passeres. I tillegg foreslås det å endre dagens kapitalkrav til et krav om ansvarlig kapital på minst 125 000 euro, der

myndighetene gis hjemmel til å gi nærmere regler for hva som skal anses som ansvarlig kapital. Dessuten foreslås det at Kredittilsynet skal gis hjemmel til å kunne stille nye vilkår, samt hjemmel til å gi pålegg om retting og tilbaketrekking av konsesjon.

Verdipapirfondenes Forening har ingen problemer med å slutte seg til disse forslagene, som vi mener til dels også vil være positive for bransjen.

#### **4.4 Krav til god forretningsskikk – håndtering av informasjon og interessekonflikter**

Kredittilsynet foreslår å videreføre regelen om at forvaltningsselskapene plikter å opptre i samsvar med god forretningsskikk, og at det uttrykkelig angis at denne regelen kommer til anvendelse direkte på selskapenes ansatte. Det foreslås at bestemmelsen utformes etter samme mønster som vphl § 9-2 med enkelte justeringer.

Verdipapirfondenes Forening har ingen innvendinger mot at dette tas inn i den nye loven.

#### **4.5 Forvaltningsselskapets plikt til å utstede skriftlig bekreftelse på at andelsretten i fondet er registrert**

Kredittilsynet foreslår at dagens krav om skriftlig bekreftelse på hvert kjøp av andeler, endres til et krav om at forvaltningsselskapet kan avtale med andelseier å avgi periodiske rapporter om de endringer i andelseiers beholdning av andeler som har funnet sted siden forrige gang slik rapport ble avgitt. Lovforslaget angir ikke hvor lang denne rapporteringsperioden kan være.

Dette forslaget er helt i tråd med foreningens ønsker og vi gir det derfor vår fulle støtte. Vi vil imidlertid tilrå at det presiseres at rapporteringsperioden ikke kan være lengre enn ett kalenderår.

#### **4.6 Forvaltningsselskapers plikt til å sende ut årsoppgjør og tertialrapporter**

Kredittilsynet foreslår at frekvensen på avgivelse og utsendelse av delårsrapporter endres fra hver fjerde måned til hver sjette måned. I tillegg foreslås at andelseiere skal kunne ha anledning til å reserve seg mot å motta de halvårlige rapportene.

Disse to forslagene er helt i tråd med de ønsker som Verdipapirfondenes Forening har gitt uttrykk for overfor Kredittilsynet, og vi gir følgelig vår tilslutning til disse. Vi er i tillegg svært tilfreds med at Kredittilsynet er av den oppfatning at også utsendelse av rapportene pr. e-post vil tilfredsstillende lovens krav.

Kredittilsynet finner imidlertid i sitt høringsbrev ikke å kunne etterkomme vårt ønske om at andelseiere også burde ha anledning til å reservere seg mot å motta årsregnskap og årsberetning. Vi har vanskelig for å forstå hvorfor en husholdning skal nektes å kunne reservere seg mot å måtte motta 12 identiske årsrapporter, jf. eksemplet som det er vist til. Våre medlemsselskapers erfaring er at utsendelse av identiske rapporter skaper irritasjon i familier der begge foreldrene har fondsandeler i tillegg til "barnespar" i fond for barna. Slike kunder stiller også spørsmål ved kostnadsbevisstheten i fondsbransjen. Vi viser dessuten til at årsberetning er tilgjengelig for alle som ønsker å motta denne informasjonen. Vi vil derfor tilrå at det også bør være mulig for andelseiere å kunne reservere seg mot å motta årsregnskap og årsberetning.

## 4.7 Informasjon til kunder om avkastning og risiko

Kredittilsynet foreslår at det i loven tas inn et krav om at årsoppgjøret skal inneholde opplysninger om oppnådd avkastning i rapporteringsperioden. Videre foreslås det at fondets risiko i årsrapporten skal illustreres grafisk gjennom halvårlige avkastningsobservasjoner siste 5 år, ev. fra fondets oppstart. I tillegg foreslås det inntatt en bestemmelse som krever at fondets prospekt skal inneholde en redegjørelse for fondets plasseringsstrategi og risikoprofil.

Verdipapirfondenes Forening har ikke noe imot at bestemmelser av denne type implementeres i regelverket, men vi har to konkrete innvendinger mot måten dette utformes på i det foreliggende forslaget:

- For det første setter vi spørsmålstegn ved kravet om at det skal legges til grunn halvårlige avkastningsobservasjoner i den grafiske illustrasjonen. Bruk av halvårlige avkastningstall bryter med det som er vanlig i fondsbransjen både i Norge og internasjonalt, og vil også være i strid med internasjonale anbefalinger om at avkastningstall for perioder lenger enn ett år bør annualiseres, jf. Global Investment Performance Standards (GIPS). Vi vil derfor tilrå at kravet om bruk av halvårlig avkastningstall erstattes med annualiserte avkastningstall.
- Vi er videre i tvil om det er fornuftig å regulere de krav til informasjon om avkastning og risiko som ev. skal inngå i årsoppgjøret direkte i verdipapirfondloven. Presentasjon av avkastnings- og risikoinformasjon er et fagfelt under stadig utvikling, og er av den grunn neppe egnet til å detaljreguleres direkte i lov, jf. at en da risikerer å måtte endre loven hyppig. Etter vår oppfatning synes det derfor mer hensiktsmessig at dette ev. reguleres i regnskapsforskriften som nylig er fastsatt for fondene, for eksempel i forskriftens §§ 2 og 5.

Som sagt har vi ingen innvendinger mot at det i regelverket i større grad settes krav til kvaliteten på kundeinformasjon vedrørende avkastning og risiko. God informasjon er viktig for at vi skal kunne ha et velfungerende marked for fondsprodukter. Å bidra til økt kvalitet på denne type informasjon er derfor noe som Verdipapirfondenes Forening ser på som en svært viktig oppgave. På denne bakgrunn har vi bl.a. fastsatt interne bransjestandarder for foreningens medlemmer, jf. vedlegg. Disse standardene, som trådte i kraft i begynnelsen av mai i år, omhandler bl.a. krav til den informasjon som inngår i den felles fondsdatabasen som daglig stilles til rådighet for media og andre. Standardene inneholder følgende sentrale elementer når det gjelder avkastnings- og risikoinformasjon:

- Fondenes historiske avkastning siste 1, 2, 3, 5, 7, 10, 15, og 20 år, avhengig av lengden på det enkelte fonds historikk, inngår i databasen (ikke bare siste 5 år). Både det geometriske gjennomsnittet og de enkelte årlige avkastningene gjøres tilgjengelig. Også avkastningshistorikken til de ulike referanseindeksene som benyttes beregnes på samme måte.
- Når det gjelder risikoinformasjon gis det for aksjefond informasjon både om fondets volatilitet (standardavviket til fondets månedlige avkastninger) og relativ volatilitet (standardavviket til de månedlige avkastningsdifferanser mellom fondets og referanseindeksens avkastning) siste 3 og siste 5 år. (For rentefond gis det informasjon om fondenes tillatte avvik fra referanseindeksens rentefølsomhet).
- Det gis utfyllende prisinformasjon (forvaltningshonorar og tegnings-/innløsningsgebyr).

- Fondene inndeles i grupper bestående av fond med relativt like investeringsmandat. Kundene vil dermed lettere kunne foreta sammenligninger mellom sammenlignbare fond.
- Gjennom fastsettelse av bransjestandarder blir selskapenes informasjon mer ensartet. Også dette vil gjøre sammenligner lettere.

Det vil være opp til den enkelte avis eller annet nyhetsmedium å avgjøre hvilken avgrensningen som ev. skal gjøres når det gjelder videredistribusjon av den omfattende informasjonsmengden som ligger i fondsdatabasen. Vårt inntrykk er imidlertid at media i økende grad vil fokusere på fondsinformasjon, og bransjen har lagt til rette for dette ved å stille til veie all relevant informasjon. De første mediene vil om få uker kunne starte viderefremføring av den informasjonen som nå er gjort tilgjengelig i den utvidede fondsdatabasen.

I forhold til Kredittilsynet forslag om at avkastnings- og risikoinformasjon skal oppdateres én gang i året, innebærer foreningens bransjestandarder at dette vil skje daglig. Mediene gir sammenlignbar informasjon om alle norskregistrerte verdipapirfond, mens det enkelte forvaltningsselskap kun vil kunne gi informasjon om de fond det selv forvalter. Bransjen har således allerede gått betydelig lengre enn det Kredittilsynet legger opp til når det gjelder krav som skal settes til informasjon fra fondene.

Etter vårt syn er det en god arbeidsdeling at lovverket trekker opp generelle og mer overordnede hensyn når det gjelder innholdet og kvaliteten på den informasjon som fondene skal gi sine kunder, mens det så langt som mulig bør kunne overlates til bransjen selv å følge opp dette. Dersom myndighetene vurderer det slik at bransjen ikke følger dette opp på en god måte, har vi selvsagt full forståelse for nødvendigheten av å fastsette nærmere bestemmelser om dette i forskrifter. Så vidt vi kan forstå er ikke Kredittilsynet av den oppfatning at forvaltningsselskapene gir mangelfull informasjon om avkastning og risiko til sine kunder, men at dette er mangelfullt omtalt i den nåværende verdipapirfondlov.

#### **4.8 Taushetsplikt**

Kredittilsynet påpeker at dagens taushetspliktsregler ikke er til hinder for at fondsforvaltningsselskaper kan utkontraktere oppgaver, selv om oppdraget medfører at det må gis tilgang til taushetsbelagte opplysninger. Kredittilsynet mener imidlertid at det i loven bør komme direkte til uttrykk at taushetsplikten også omfatter de som får tilgang til opplysningene. På denne bakgrunn foreslås det å supplere dagens bestemmelse for å klargjøre at taushetsplikten også omfatter enhver som utfører arbeid, oppdrag eller tillitsverv for forvaltningsselskapet, selv om vedkommende ikke er ansatt der.

Dette forslaget er helt i tråd med foreningens ønsker og støttes følgelig.

#### **4.9 Forvaltningsgodtgjørelse, salgs- og innløsningsprovisjon**

Kredittilsynet foreslår at forvaltningsselskapene bør gis en mulighet til å kunne vedtektsfeste differensiert forvaltningsgodtgjørelse, under forutsetning at dette skjer etter objektivt kontrollerbare kriterier.

Forslaget er i tråd med foreningens innspill til Kredittilsynet i fjor høst. Etter vår vurdering gir tilsynet i høringsnotatet en god begrunnelse for hvorfor dette vil være en fornuftig endring i verdipapirfondloven. Foreningen slutter seg fullt ut til Kredittilsynets forslag.

#### 4.10 Beslutninger for fondet

Kredittilsynet foreslår at ”*beslutninger for fondet av en art som for aksjeselskaper eller allmennaksjeselskaper ville kreve generalforsamlingsvedtak*”, alltid skal fattes av forvaltningsselskapets styre, og ha oppslutning fra et flertall av de andelseiervalgte styremedlemmene.

Verdipapirfondenes Forening antar at formålet med dette forslaget er å presisere at beslutninger av en viss viktighet ikke skal tas av administrasjonen i forvaltningsselskapet, men av forvaltningsselskapets styre. Dette vil i så fall være i overensstemmelse med den praksis som, så langt vi erfarer, allerede i dag følges i forvaltningsselskapene (med unntak av den foreslåtte vetoretten for andelseiervalgte styremedlemmer).

Vi har ingen innvendinger mot at det i loven presiseres at beslutninger av tilstrekkelig viktighet skal fattes av forvaltningsselskapets styre. Vi har heller ingen innvendinger mot at slike beslutninger i tillegg krever tilslutning fra et flertall av de andelseiervalgte styrerepresentantene. For å unngå at det oppstår uklarheter når det gjelder hvilke beslutninger som skal omfattes av denne bestemmelsen, vil imidlertid tilrå at det i loven gis en kausistisk oppregning av disse.

#### 4.11 Utøvelse av stemmerett for fondets aksjer

Kredittilsynet foretar en relativ utførlig drøfting av problemstillingen knyttet til de gjeldende stemmerettsbegrensningene som eksisterer for verdipapirfond. I vurderingen av om denne stemmerettsbegrensningen bør oppheves skriver tilsynet bl.a. følgende (side 35):

*”De samme betenkeligheter som for verdipapirfond vil kunne oppstå der andre institusjonelle investorer enn fond er aksjonærer, og det er etter Kredittilsynets vurdering ikke rimelig å særbehandle fondene ved å begrense fondenes stemmerett. Det faktum at andre typer av institusjonelle investorer (forsikringsselskap, pensjonskasser) ikke er underlagt tilsvarende stemmerettsbegrensninger som fondene, kan derfor tale for å oppheve bestemmelsen i § 4-7 tredje ledd. Etter Kredittilsynets vurdering er det ikke gitt at andre institusjonelle aksjonærer enn verdipapirfond er bedre egnet til å utøve aksjonærinnyflytelse.*

*Utenlandske eierinteresser i norske selskaper er økt siden begrensningen på fondenes stemmerett ble innført. Det synes i lys av en slik utvikling lite hensiktsmessig at vesentlige norske aksjeeiergrupperingen skal begrenses i sin innflytelse.*

*Samlet sett tilsier disse momentene at fond burde gis adgang til å utøve rettslige eierbeføyelser for alle aksjene de eier.”*

På bakgrunn av denne meget klare vurderingen, som vi for øvrig deler fullt ut, blir det for oss temmelig uforståelig hvorfor Kredittilsynet likevel tilrår at stemmerettsbegrensningen prinsipielt sett skal videreføres. Konkret foreslår nemlig tilsynet at dagens bestemmelse om at et forvaltningsselskap ikke kan avgi stemme for mer enn 5 prosent av den stemmeberettigede kapital skal erstattes med en ny bestemmelse som sier at forvaltningsselskapet ikke kan avgi stemme for mer enn 10 prosent av stemmene som er representert på generalforsamlingen. Det vil etter dette forslaget dermed kun være i en situasjon hvor samtlige aksjonærer møter opp på

generalforsamlingen at et forvaltningsselskap som eier 10 prosent av aksjene i ett aksjeselskap kan stemme for samtlige av de aksjer de etter loven har anledning til å eie. Siden 100 prosents oppmøte på generalforsamlinger forekommer relativt sjeldent, innebærer Kredittilsynets forslag derfor opprettholdelse av en fortsatt, etter vår oppfatning, uforståelig stemmerettsbegrensning for fondene. På denne bakgrunn stiller vi oss meget kritisk til det foreliggende forslaget fra Kredittilsynet.

Etter vår oppfatning bør stemmerettsbegrensningen bortfalle i sin helhet fordi den ikke er i andelseierenes interesse, og for øvrig er i strid med sentrale aksjerettslige prinsipper.

Den begrunnelse som er gitt for dagens stemmerettsbegrensning savner etter vår oppfatning faktisk grunnlag. En eierandel på 10 % vil i normaltilfellene nokså åpenbart ikke innebære muligheter for å utøve betydelig innflytelse på et selskaps politikk, jf. at de krav til flertall på generalforsamling som aksjeloven fastsetter, krever minst 33 % av stemmene for å forhindre viktige beslutninger som vedtektsendringer, kapitalendringer, fusjon osv.

Vi kan, i likhet med Kredittilsynet, ikke se at fondsforvaltningsselskaper skulle være mindre skikket til å utøve aksjonærbeføyelser i norske aksjeselskaper enn andre eiergrupperinger, jf. at tilsvarende stemmerettsbegrensninger ikke gjelder for andre typer av institusjonelle investorer (forsikringsselskaper, pensjonskasser). Det er etter vår oppfatning intet faktisk grunnlag for å behandle aksjer eiet av verdipapirfond på en annen måte enn aksjer eiet av andre institusjonelle investorer i relasjon til stemmerett.

Fondsforvaltningsselskapene har i dag minst like god kompetanse til å utøve fondenes aksjonærinntflytelse på en ansvarlig og forsvarlig måte som andre institusjonelle investorer.

Det er videre klart i strid med sentrale aksjerettslige grunnsetninger at en aksjonær nektes å stemme for de aksjer han eier i et aksjeselskap. Vi viser her til utgangspunktet i aksjelovens § 9-3 første ledd om at hver aksje gir en stemme. Denne bestemmelsen setter dessuten klare begrensninger i adgangen til å operere med stemmerettsløse aksjer, nettopp utfra det aksjerettslige prinsipp at innskudd av risikokapital (aksjekapital) i virksomheten og innflytelse på selskapets drift bør følges ad.

Fondsforvaltningsselskapet har som kjent plikt til å opptre i andelseierens interesser, jfr. verdipapirfondlovens § 4-1. Dette gjelder også i forbindelse med fondsforvaltningsselskapets stemmegivning for fondets aksjer. En fortsatt stemmerettsbegrensning kan derfor ikke sies å være i andelseierenes interesse, siden det åpenbart normalt vil være i fondenes og andelseierenes interesser at man gjennom fondsforvaltningsselskapet gis anledning til å stemme for alle de aksjer fondet eier.

Videre gjør vi oppmerksom på at en stemmerettsbegrensning ofte vil medføre en uheldig maktforskyving i aksjeselskaper ved at de øvrige aksjonærers aksjer får større stemmevekt enn det de ellers ville hatt. Bestemmelsen gjør det mulig for enkeltgrupperinger å oppnå bestemmende innflytelse i selskaper uten å kontrollere et flertall av selskapets aksjer. Bestemmelsen kan derfor i visse tilfelle medføre at det blir flertall på selskapets generalforsamling for en politikk som flertallet av selskapets aksjonærer i virkeligheten er i mot. Dette kan ikke være heldig.

På denne bakgrunn vil Verdipapirfondenes Forening tilrå at stemmerettsbegrensningen oppheves i sin helhet, og at gjeldende § 4-7 tredje ledd tas ut av loven.

#### 4.12 Innløsning av fondsandeler

Under dette avsnittet i høringsnotatet diskuterer Kredittilsynet konsekvenser av et eventuelt "run" mot fond (ekstraordinært stort volum av innløsninger). I den forbindelse fremmes diverse lovendringsforslag som kan bidra til at selskapene står bedre rustet til å kunne håndtere slike situasjoner. Konkret foreslås at det i loven presiseres at et innløsningskrav først er gyldig framsatt fra det tidspunktet det er innkommet til forvaltningsselskapet. Det foreslås videre at fondets vedtekter skal angi hvilken form innløsningskrav må framsettes i, samt hvem som kan motta innløsningskrav på vegne av forvaltningsselskapet. I tillegg foreslår tilsynet at fondets vedtekter skal angi når et innløsningskrav må ha kommet inn til forvaltningsselskapet for å få samme dags innløsningskurs.

Verdipapirfondenes Forening slutter seg til samtlige av disse forslagene.

Vi vil i tillegg argumentere for en annen lovendring som etter vår oppfatning ytterligere vil kunne bidra til at en ev. situasjon med ekstraordinært stort volum av innløsninger kan håndteres uten at noen andelseiere blir forfordelt. I verdipapirfondloven § 6-8 første ledd, annet pkt. er det åpnet for at forvaltningsselskapene kan inngå avtale med større andelseiere om utsatt oppgjør for en del av andelene som kreves innløst. I brev til ett av våre medlemsselskaper datert 20. november 1998 skriver imidlertid Kredittilsynet (ref: 98/5647 317.1 TLN) at det ikke vil være adgang for et forvaltningsselskap og en andelseier å avtale dette på forhånd, under henvisning til at retten til å få innløst andelene i kontanter er ufravikelig. Kredittilsynet vurderer bestemmelsene i § 6-8 første ledd derfor slik at det kun vil være etter at et innløsningskrav er framsatt, at andelseieren kan godta eller forkaste et tilbud om å få oppgjør i en pro-rata andel av verdipapirfondets netto eiendeler ved innløsning. Etter vår oppfatning vil det i ekstraordinære situasjoner åpenbart være en fordel i forhold til risikoen for at det skal oppstå forfordeling av andelseiere at dette er avtalt på forhånd.

Verdipapirfondenes Forening vil på denne bakgrunn be departementet vurdere å endre loven slik at forvaltningsselskaper og andelseiere på forhånd kan avtale at et innløsningskrav i helt ekstraordinære situasjoner kan gjøres opp i form av en forholdsmessig andel av fondets verdipapirportefølje.

Vi vil også opplyse om at foreningen arbeider med sikte på å etablere en bransjestandard for medlemsselskapenes rutiner i tilknytning til tegning og innløsning av fondsandeler. Et viktig siktemål med en slik bransjestandard vil være å forhindre at det utvikler seg uheldige konkurranseparametre på disse områdene.

Vi vil for øvrig gjøre oppmerksom på at Kredittilsynet i høringsnotatet ikke er konsistent når det gjelder faktabeskrivelsen: På side 38 hevdes det at "*det er få observerte tilfelle av «run» i Norge*" (mot verdipapirfond), mens det på side 45 hevdes at det "*hittil ikke (er) observert «run» på verdipapirfond i Norge*". Så langt vi kjenner til er det beskrivelsen på side 45 som er den dekkende.

#### 4.13 Suspensjon av innløsningsretten

Kredittilsynet skriver i innledningen til dette avsnittet følgende (side 42):

*”Det er likevel grunn til å tro at en situasjon med alvorlig forfordeling av andelseiere vil være mer egnet til å svekke tilliten til spareformen enn en kortvarig suspensjon vil være. Dette taler for å opprettholde suspensjon som et alternativ og kanskje styrke suspensjon som tilsynsmessig tiltak.”*

Denne analysen, som foreningen slutter seg til, følges opp gjennom forslagene om at det bør gis utvidet mulighet for Kredittilsynet til å kunne samtykke i at innløsningsretten suspenderes. Konkret foreslås det at suspensjon også skal kunne skje i *”unntakstilfelle når omstendighetene tilsier det og det er berettiget ut fra hensynet til andelseiernes interesser”*. Videre foreslås det at delvis suspensjon av innløsningskrav kan foretas, gjennom å splitte fondet i en *”kurant del”* og en *”problemdel”*.

Verdipapirfondenes Forening støtter disse forslagene.

Kredittilsynet foreslår i tillegg at Kredittilsynet også skal kunne pålegge et forvaltningsselskap å suspendere innløsningsretten. Vi har ingen sterke innvendinger mot at slik hjemmel gis i loven, men er sterkt i tvil om det er realistisk å tenke seg at en slik situasjon kan oppstå. Kredittilsynet anvender følgende argument til støtte for dette forslaget:

*” I en situasjon med sterkt innløsningspress er det risiko for at et forvaltningsselskap kan legge større vekt på de negative markedsmessige konsekvenser en suspensjon av innløsningsretten vil medføre enn på å forhindre forfordeling av andelseiere.”*

Etter vår oppfatning er det ikke holdepunkter for denne påstanden, som for øvrig heller ikke er konsistent med Kredittilsynets generelle analyse når det gjelder bakgrunnen for forslagene om utvidet mulighet til å kunne suspendere innløsningsretten, jf. sitatet fra innledningen over.

#### **4.14 Utlån av finansielle instrumenter**

Kredittilsynet mener at utlån av verdipapirer neppe kan være i strid med det som i henhold til § 1-2 i fondsloven forstås med verdipapirfondsforvaltning. Tilsynet viser i tillegg til at utlån av verdipapirer heller ikke kan anses å stride mot bestemmelsene i UCITS. På denne bakgrunn foreslår Kredittilsynet at det tas inn en forskriftshjemmel i loven som skal regulere verdipapirfonds utlån av finansielle instrumenter, der forutsetningen vil være at det stilles betryggende sikkerhet for lånet.

Forslaget er helt i tråd med de ønsker som Verdipapirfondenes Forening har fremmet overfor Kredittilsynet, og vi slutter oss følgelig til dette.

#### **4.15 Valg av andelseierrepresentanter til styret i forvaltningsselskapet**

Kredittilsynet viser til at forvaltningsselskapene i dag har anledning til å vedtektsfeste at det skal oppnevnes en uavhengig valgkomité som skal framsette forslag til valg av styremedlemmer. Tilsynet mener at en slik valgkomité vil bidra til å styrke andelseiernes interesser og fremmer på denne bakgrunn forslag om at dette skal være obligatorisk.

Verdipapirfondenes Forening har ingen innvendinger mot at det i lovverket forsøkes lagt til rette for at andelseiernes interesser kan styrkes. Vi er imidlertid sterkt i tvil om dette forslaget fra Kredittilsynet vil ha noen betydning i så måte. Etter vår oppfatning vil forslaget i første rekke ha som konsekvens en større byråkratisering rundt rutinene for valg av andelseiere til

styret. Forvaltningsselskapets mulighet til å ha kontroll med hvem som foreslås valgt inn i styret vil neppe bli særlig påvirket av en slik valgkomité.

På denne bakgrunn går Verdipapirfondenes Forening i mot forslaget om at opprettelse av valgkomité skal gjøres obligatorisk.

#### **4.16 Markedsføring og salg av utenlandske fondsandeler i Norge**

Kredittilsynet viser til at den rettsoppfatning som hittil har vært lagt til grunn i praksis medfører at det gjelder to ulike regimer for regulering av utenlandske investeringsforetaks markedsføring av fondsandeler i Norge:

- Ett gjennomregulert regime som gjelder for norske verdipapirfond, norske forvaltningsselskaper og utenlandske UCITS
- Ett regime for markedsføring av non-UCITS som er uregulert, og der det heller ikke er noen garanti for at fondet er underlagt betryggende tilsyn.

På denne bakgrunn foreslår Kredittilsynet visse innstramminger i reglene for salg av non-UCITS-fond i Norge. Konkret foreslås at forvaltningsselskap i EØS-land heretter må registrere sine fond hos Kredittilsynet før disse kan markedsføres og selges i Norge. Videre foreslås det at selskaper etablert utenfor EØS-området som ønsker å markedsføre non-UCITS-fond må ha tillatelse til dette fra Kredittilsynet. Det legges videre opp til at slik tillatelse ikke vil bli gitt med mindre det eksisterer et tilfredsstillende samarbeid om tilsyn mellom tilsynsmyndigheten i investeringsforetakets hjemland og Kredittilsynet.

Verdipapirfondenes Forening gir sin tilslutning til de forslagene som Kredittilsynet her fremmer. Etter vår oppfatning er det uheldig at det har utviklet seg et regime for markedsføring og salg av non-UCITS som innebærer en omgåelse av den beskyttelse andelseiere i verdipapirfond etter verdipapirfondloven har. De forslagene til innstramminger som Kredittilsynet nå fremmer er i så måte helt på sin plass, men gir etter vårt skjønn neppe grunnlag for å tro at situasjonen på dette området vil bli vesentlig annerledes.

Med hilsen  
Verdipapirfondenes Forening

Lasse Ruud  
Adm. direktør

Vedlegg:

Brev til Kredittilsynet datert 19. oktober 1998

Bransjestandarder for verdipapirfond: Informasjon og klassifisering