

Kredittilsynet  
Postboks 100 Bryn  
0611 Oslo

Oslo, 29. januar 2004

## **Reguleringsmessige skiller mellom profesjonell/ikke-profesjonell**

### 1 Innledning

Verdipapirfondenes Forening er kjent med at Finansdepartementet har bedt Kredittilsynet om å vurdere hvordan reguleringsmessige skiller mellom profesjonelle investorer og andre investorer kan innføres innenfor reguleringen av verdipapirfond. Vi har forstått det slik at Kredittilsynet tar sikte på å besvare denne henvendelsen fra departementet i løpet av vinteren.

Siden dette er en sak som potensielt vil kunne gi betydelige virkninger for norsk fondsbransje, ønsker Verdipapirfondenes Forening å gjøre Kredittilsynet kjent med prinsipielle synspunkter som bransjen har på viktige sider ved denne saken, slik at dette kan bringes med i det pågående arbeidet.

### 2 Generelle betraktninger

Foreningens utgangspunkt er at den ser meget positiv på det initiativ som departementet har tatt for å vurdere reguleringsmessige skiller mellom profesjonelle investorer og andre. Dagens regulering av verdipapirfond, som i stor grad er basert på hensynet til å beskytte investorene (forbrukerbeskyttelseshensyn), sonderer kun i meget begrenset grad mellom hvorvidt investorene er profesjonelle eller ikke. Så vidt vi har forstått er det nettopp denne erkjennelsen som har foranlediget departementets initiativ, jf. at departementet nylig stadfestet Kredittilsynets (innstrammende) fortolkning i noen enkeltsaker om at dagens regelverk er til hinder for at utenlandske "hedgefond" kan markedsføres i det norske markedet.

Foreningen vil understreke at den er sterk tilhenger av et reguleringsregime som gir en god beskyttelse for alle de andelseiere som ikke tilhører gruppen profesjonelle investorer. Det samme beskyttelseshensynet gjør seg imidlertid i langt mindre grad gjeldende når det gjelder de profesjonelle kundene, som selv må antas å kunne foreta informerte valg basert på relevant informasjon. På en rekke områder oppleves derfor dagens manglende sontring mellom profesjonelle og andre investorer som et svært rigid og lite hensiktsmessig regelverk når det gjelder fondsforvaltningsvirksomhet innrettet mot profesjonelle kunder. Dette gjelder særlig i forhold til hvilke produkttyper norske forvaltningsselskaper har anledning til å tilby sine profesjonelle kunder, men også mer generelt i forhold til muligheten til å kunne tilby dette kundesegmentet markedsmessige vilkår og betingelser på linje med hva tilbydere av konkurrerende produkter har adgang til.

Som en konsekvens av gjeldende regelverk, har flere norske aktører valgt å etablere fondsforvaltningsvirksomhet i jurisdiksjoner som for eksempel Irland – også i tilfeller der selve forvaltningen av produktet skjer i Norge. Dette gjøres ikke for å tilby produkter mot det

irske markedet, men for å tilby profesjonelle, norske og internasjonale kunder fondsprodukter som det ikke er anledning til å produsere innenlands. Etter vår oppfatning bør derfor et av siktemålene med å innføre reguleringsmessige skiller mellom profesjonelle og andre, være at det kan bidra til nøytralitet i forhold aktørenes beslutning om hvilken juridisk fondsforvaltingsvirksomheten skal etableres i. Manglende nøytralitet virker som en hemsko for videreutvikling av norsk finansnæring, hvilket vi antar ikke er noe tilsiktet mål for norske myndigheter.

En reguleringsmessig endring som tar utgangspunkt i at profesjonelle investorer selv vil kunne foreta informerte valg, basert på relevant informasjon fra forvaltningsselskapene, er således etter bransjens oppfatning en helt riktig retning å gå når det gjelder regelverksutviklingen.

### 3 Kort om situasjonen i andre land

Så langt vi har oversikt er det til dels store variasjoner innenfor EU når det gjelder reguleringen av non-UCITS, herunder hvorvidt det skilles mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle kunder. Vi antar at det i arbeidet med endringer i den norske reguleringen kan være nyttig å se hen til hvordan tilsvarende er regulert i andre land. I denne forbindelse ønsker vi kort å nevne følgende:

- I henhold til irsk regulering er det adgang til å opprette såkalte PIF (Professional Investors Fund) som er underlagt friere investeringsrammer enn vanlige fond forutsatt minste tegningsbeløp på 125 000 euro. Til gjengjeld må PIF oppfylle langt strengere informasjonskrav enn ”vanlige” fond. I tillegg gir irsk regelverk adgang til å etablere såkalte QIF (Qualifying Investors Fund) som i prinsippet ikke er underlagt noen investeringsrestriksjoner utover krav om risikospredning. Det er krav om minste tegningsbeløp i slike fond på 250 000 euro. (Vi har forstått det slik at QIF kun kan markedsføres mot ”kvalifiserte investorer” – definert som privatpersoner med en netto finansiell formue på minst 1,25 mill. euro, eller institusjoner med en investeringsportefølje på minst 25 mill. euro eller som er eid av personer som selv oppfyller kravet til ”kvalifisert investor”).
- Det finske fondsregelverket åpner for etablering av såkalte ”Spesialfond” (non-UCITS) som i prinsippet kan ses på som ”regulerte hedgefond”. Reguleringen av disse fondene er i hovedsak begrenset til krav om risikospredning og at fondet i hovedsak skal investere i finansielle instrumenter. Fondsvedtektene vil bli godkjent så fremt dette ikke truer stabiliteten eller funksjonaliteten i finansielle markeder. Motstykket er at spesialfondene må oppfylle langt strengere informasjonskrav enn ordinære fond. Finske myndigheter setter ingen begrensninger på hvem som kan være andelseiere i disse spesialfondene, som dermed også er åpne for massemarkedet. Slik vi har forstått det er det heller ikke adgang for finske forvaltningsselskaper å begrense dette, utover å fastsette nivået på minste tegningsbeløp.
- Også i henhold til det svenske fondsregelverket kan det etableres ”nationella fonder” (non-UCITS) som kan få adgang til å benytte mange av de investeringsteknikker som ellers kjennetegnes av ”hedgefond”. Heller ikke i Sverige er det satt noen begrensninger på hvem som kan være andelseiere i disse fondene. Vi har imidlertid forstått det slik at svenske myndigheter lettere vil godkjenne ”vide” investeringsrammer dersom det fra

forvaltningsselskapets side er satt et relativt høyt minste tegningsbeløp, enn hvis fondet er innrettet mot massemarkedet.

- Slik vi har forstått det finner man også i enkelte andre europeiske land reguleringer av non-UCITS som ligner på den man finner i Sverige og Finland. Dette gjelder blant annet Danmark ("Innovationsforeninger"), Tyskland og Østerrike ("Spezialfonds"), samt italienske "Fondi speculativi".

#### 4 Definisjon av profesjonelle

I utgangspunktet kan det tenkes ulike måter å skille mellom profesjonelle og andre investorer. Det viktigste er etter vårt skjønn ikke hvordan dette gjøres, men at resultatet innebærer en rimelig balansert inndeling. Skillet bør dessuten være mest mulig objektivt og entydig definert.

I den grad Kredittilsynet innenfor dagens reguleringsregime har skilt mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer i verdipapirfond, så har dette vært gjort i forhold til størrelsen på minste tegningsbeløp, jf. Kredittilsynet rundskriv om asymmetrisk forvaltningsgodtgjørelse, hvor det er angitt minste tegningsbeløp på 5 mill. kroner for å få godkjent slike vedtekter. Også i Kredittilsynets høringsutkast om derivatforskriften ble samme tegningsbeløp foreslått som grense for å få godkjent vedtekter for fond med "risikøkende derivatstrategier". Vi formoder at bakgrunnen for å knytte disse betingelsene opp mot minste tegningsbeløp, nettopp er basert på en vurdering om at kunder som kan tegne for minst 5 millioner kroner har et mindre beskyttelsesbehov enn andre.

Fordelen med å fastsette et skille basert på minste tegningsbeløp, ligger i at det er enkelt og praktikabelt å forholde seg til. Prinsipielt er vi ikke motstandere av å benytte tegningsbeløpets størrelse som et mulig grunnlag for å skille mellom profesjonelle og andre. Dersom dette velges som et kriterium mener vi at størrelsen på beløpet i så fall bør settes lavere enn 5 millioner kroner. I den forbindelse viser vi til de minimumsbeløp som er fastsatt i det irske fondsregelverket, jf. omtale over. En av begrunnelsene for at minste tegningsbeløp bør settes lavere enn 5 mill. kroner, er at mange aktuelle fondsprodukter kan ha en risikoprofil som tilsier at investor bare bør plassere en mindre andel av sine midler i fondet. Settes grensen til 5 mill. kroner vil investorer således i en del tilfeller måtte ha svært stor finansiell formue for å finne det hensiktsmessig å investere i produktet.

Etter vår oppfatning bør imidlertid ikke definisjonen av profesjonelle kunder utelukkende gjøres i forhold til størrelsen på tegningsbeløpet. Vi mener at det også bør ses hen til definisjonen av profesjonelle kunder slik dette er formulert i forslaget til revidert investeringstjenestedirektiv (ISD2). Selv om dette direktivet ikke regulerer verdipapirfond, må det kunne antas at den gruppen som i dette direktivets forstand er å anse som profesjonelle også vil være det i tilknytning til verdipapirfondsforvaltning. Etter direktivforslaget vil samtlige foretak/institusjoner under tilsyn og selskaper over en viss størrelse være profesjonelle. I tillegg vil enkeltkunder (institusjoner eller privatpersoner) etter anmodning kunne bli definert som profesjonelle dersom visse kriterier er tilfredsstilt (aktivitet i markedet, eierposisjon i finansielle instrumenter, jobber eller har jobbet med finansielle instrumenter).

Vi vil anta at forslaget i ISD2 framover sannsynligvis vil komme til å representere en felleseuropeisk "standard" for definisjon av profesjonelle investorer – også utover dette direktivets virkeområde. I så fall fortøner det seg som fornuftig at skillet mellom profesjonelle

og ikke-profesjonelle andelseiere i norskregistrerte verdipapirfond baserer seg på dette regelverket, supplert med at skillet fortsatt kan knyttes til størrelsen på minste tegningsbeløp (som altså bør settes betydelig lavere enn 5 mill. kroner).

### 5 Hvor bør reguleringsskiller innføres?

Et reguleringsmessig skille mellom profesjonelle og andre investorer bør etter vår oppfatning særlig innføres innenfor følgende områder i dagens regulering:

- Investeringsrammer - informasjonskrav  
Generelt bør det etter vår oppfatning legges få – om noen – investeringsrestriksjoner på norskregistrerte fond som skal innrettes mot profesjonelle kunder. Dette gjelder både i forhold til hvilke instrumenter slike fond kan benytte (finansielle instrumenter, kredittderivater, fast eiendom, osv), samt i forhold til de øvrige investeringsbegrensningene som følger av UCITS (plasseringsgrenser, shortsalg, utlån, gearing mv.). Etter vårt skjønn er den finske modellen et godt eksempel på hvordan dette kan reguleres: Fondsvedtektene bør godkjennes så lenge kravet om risikospredning er tilfredsstillende ivaretatt og fondet ikke truer stabiliteten eller funksjonaliteten til finansielle markeder. Motstykket til dette er selvsagt at det må stilles som krav at det skal gis meget omfattende og detaljert informasjonen om fondet, slik at investorene settes i stand til å fatte informerte og kvalifiserte valg. Vi vil anta at det ikke vil være nødvendig å detaljregulere den informasjonen som skal gis til profesjonelle investorer, jf. at fullstendig informasjon vil være en forutsetning for interessen for å vurdere et investeringsalternativ fra denne kundegruppens side. Det bør således være tilstrekkelig at regelverket gir generelle krav til innholdet i den informasjon som skal gis.
- Markedsføring av utenlandske fond  
Etter vår oppfatning bør det være tillatt å markedsføre et hvert utenlandsk fondsprodukt til profesjonelle kunder. Gjeldende regulering som baserer seg på at kun fond som gir en «beskyttelse minst på linje med den beskyttelse de har ved investeringer i norsk verdipapirfond», jf. vpfl § 6-13, bør således etter vår oppfatning (så snart som mulig) oppheves for markedsføring rettet mot profesjonelle norske investorer. Det bør videre være en sammenheng mellom markedsføringsadgangen for utenlandske non-UCITS og de fondstyper som norske forvaltningsselskaper gis adgang til å tilby profesjonelle kunder. Prinsippet bør være at samtlige utenlandsregistrerte fond som kan markedsføres mot profesjonelle norske kunder, også bør kunne produseres innenlands og vice versa.
- Honorar  
Etter vår oppfatning bør regelverket generelt legge til rette for at fondsprodukter som innrettes mot profesjonelle kunder kan tilbys innenfor en ramme der forvaltningshonoraret kan være individuelt forhandlingsbart, 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.

Videre bør det også legges til rette for at honorarstrukturer med fortjenestedeling, herunder asymmetrisk forvaltningsgodtgjørelsesstruktur, kan benyttes i de fondsprodukter som tilbys profesjonelle kunder.

Vi vil endelig påpeke at etableringen av et objektivt skille mellom profesjonelle og andre andelseiere, etter vårt syn også bør kunne legges til grunn for differensiering av forvaltningsgodtgjørelse i ”ordinære fond”, jf. § 1, siste ledd i forskrift om differensiering av forvaltningsgodtgjørelse som åpner for individuell differensiering forutsatt at dette ikke skjer på et ”usaklig grunnlag”. Andelseiere som tilfredsstillt kravene for å bli definert som profesjonelle, bør – så fremst fondsvedtektene åpner opp for dette – kunne tilbys differensiert forvaltningsgodtgjørelse fastsatt på individuelt grunnlag uten noen nærmere regulering.

## 6 Avslutning

Selv om Verdipapirfondenes Forening ser meget positiv på at det vurderes innført reguleringsmessige skiller mellom profesjonelle investorer og andre, vil vi samtidig presisere at dette ikke betyr at norsk fondsbransje mener at massemarkedet kun bør tilbys ”tradisjonelle” verdipapirfond. Tvert imot mener vi at det også innenfor massemarkedet i større grad bør åpnes opp for at det kan etableres nasjonale fond utover hva dagens regelverk tillater. Vi tenker da i første rekke på fond med utvidet adgang til bruk av derivater og shorteksponering, dvs. fond som ofte går under betegnelsen ”hedgefond”. Mange slike fond vil ha vesentlige lavere kurssvingninger (lavere absolutt volatilitet) enn ”tradisjonelle” fond, og vi har vanskelig for å se forbrukerbeskyttende argumenter for forbudet mot å markedsføre slike fond, enten de er utenlandsregistrerte eller norskregistrerte.

Etter vår oppfatning bør norske myndigheter kunne godkjenne tilsvarende fondsprodukter innrettet mot massemarkedet som det svenske og finske myndigheter gjør, og etter samme innfallsvinkel for regulering som de har lagt til grunn. Vi vil derfor anmode Kredittilsynet om også å vurdere denne problemstillingen parallelt med oppdraget som er gitt av Finansdepartementet.

Med vennlig hilsen  
Verdipapirfondenes Forening

Lasse Ruud  
Adm. direktør

Kopi: Finansdepartementet