

Fellesforvaltning kan være konsesjonspliktig etter verdipapirlovgivningen

Stiftelser som forvalter finansielle instrumenter på vegne av andre stiftelser kan risikere å drive konsesjonspliktig virksomhet i strid med verdipapirhandelloven eller verdipapirfondloven. I slike tilfeller kan i stedet den enkelte stiftelse plassere sine midler i verdipapirfond, hvor en hovedstiftelse gis fullmakt til å representere de enkelte stiftelsene overfor forvalteren.

GENERELLE RAMMER FOR KAPITALFORVALTNINGEN I STIFTELSE

Det følger av stiftelsesloven § 18 at stiftelsens kapital skal "forvaltes på en forsvarlig måte, slik at det til enhver tid tas tilstrekkelig hensyn til sikkerheten og mulighetene for å oppnå en tilfredsstillende avkastning for å ivareta stiftelsens formål". Videre følger det av stiftelsesloven § 30 at det er styrets ansvar å sørge for at "formuesforvaltningen er under betryggende kontroll".

Forsvarlighetskravet vil avhenge av den enkelte stiftelses formål, og det er derfor ikke mulig å angi en generell forsvarlighetsstandard for samtlige typer stiftelser. Styret har et vidt spillerom ved utøvelsen av det skjønn bestemmelsen gir anvisning på.

Det er reist spørsmål om det i mangel av konkrete holdepunkter i stiftelsesloven kan være hensiktsmessig å se hen til reguleringen av kapitalforvaltningen for forsikringsselskaper. Vi er enige i at enkelte av de *generelle krav* til forsikringsselskapers kapitalforvaltning vil kunne kaste lys over det generelle forsvarlighetskravet i stiftelsesloven § 18, blant annet krav til en kapitalforvaltningsstrategi og overvåking av kapitalforvaltningen. Disse normene må imidlertid anvendes med en god porsjon skjønn, hvor den enkelte stiftelses særtrekk og formål må tillegges stor vekt. Forsikringsselskaper er også underlagt *konkrete plasseringsbegrensninger*, blant annet gjennom forbud mot investeringer i lånefinansiert virksomhet og restriksjoner på erverv av ulike former verdipapirfond utstedt av samme forvaltningsselskap. Etter vår vurdering gir disse konkrete plasseringsbegrensningene for forsikringsselskaper liten veiledning for stiftelsers kapitalforvaltning. Til det er forskjellen mellom forsikringsselskaper og stiftelser for store.

KRAV OM KONSESJON ETTER VERDIPAPIRHANDELLOVEN ELLER VERDIPAPIRFONDLOVEN

Oversikt

Stiftelsesloven er ikke til hinder for at stiftelser setter bort den operative kapitalforvaltningen til andre. Slik ekstern kapitalforvaltning kan tenkes gjennomført på forskjellige måter. Én mulighet er at den enkelte stiftelse kjøper andeler i verdipapirfond og/eller inngår en avtale om aktiv forvaltning med et forvaltningsselskap for verdipapirfond eller et verdipapirforetak. En annen mulighet er at stiftelsen lar en

Innholdet i dette nyhetsbrevet er kun en informasjonstjeneste fra Thommessen. Informasjonen er ikke ment å være en erstatning for juridisk rådgivning. Mottakere av dette nyhetsbrevet bør ikke basere seg utelukkende på denne informasjonen, men alltid søke profesjonell juridisk bistand. Thommessen tar intet ansvar for informasjon i nyhetsbrevet som skulle vise seg å være mangelfull eller uriktig. © 2010 Advokatfirmaet Thommessen AS

annen stiftelse forvalte sine midler i tråd med stiftelseslovens regler om fellesforvaltning. Fellesforvaltning kan imidlertid utløse konsesjonsplikt som (i) aktiv forvaltning etter verdipapirhandelloven eller som (ii) verdipapirfondforvaltning etter verdipapirfondloven.

Aktiv forvaltning

"Aktiv forvaltning" etter verdipapirhandelloven innebærer "*forvaltning av investorers portefølje av finansielle instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt*". Slik virksomhet kan bare drives av verdipapirforetak med konsesjon fra Finanstilsynet (tidligere Kredittilsynet) og forvaltningsselskap for verdipapirfond med tilsvarende konsesjon. Stiftelser vil ikke kunne få slik konsesjon, siden både verdipapirforetak og forvaltningsselskaper for verdipapirfond må være organisert som enten aksjeselskap eller allmennaksjeselskap.

Fellesforvaltning som skjer etter fullmakt av en eller flere stiftelser kan være konsesjonspliktig aktiv forvaltning, dersom forvaltningen skjer ved investeringer i en eller flere typer "finansielle instrumenter", eksempelvis aksjer, obligasjoner og verdipapirfondsandeler. Dette spørsmålet er ikke relevant ved fellesforvaltning av andre typer aktiva som for eksempel eiendom og KS-andeler. Det har ingen betydning om forvaltningen av midlene skjer på individuell eller kollektiv basis, eller om de enkelte transaksjoner foretas i forvaltningsstiftelsens navn eller de enkelte stiftelsenes eget navn. For at det skal være snakk om "aktiv forvaltning" må imidlertid det *reelle eierskapet* til eiendelene ligge hos den enkelte stiftelse og ikke hos forvaltningsstiftelsen. Dersom det er forvaltningsstiftelsen som eier eiendelene, kan imidlertid ordningen anses som konsesjonspliktig verdipapirfondforvaltning, se nedenfor.

Konsesjonsplikt for aktiv forvaltning innebærer at en forvaltningsstiftelse etter verdipapirhandelloven ikke vil kunne drive en forvaltningsform som er lovlig etter stiftelsesloven. Det kan reises spørsmål om verdipapirhandellovens konsesjonsplikt bør tolkes innskrenkende på dette punkt. Etter vår vurdering er det ikke grunnlag for dette. Det er inntatt en rekke klare unntak fra konsesjonsplikt i verdipapirhandelloven, som normalt ikke vil omfatte fellesforvaltning, og dette trekker i retning av at det ikke er rom for unntak "utenfor" verdipapirhandelloven. Videre ville et unntak for forvaltningsstiftelsers aktive forvaltning være i strid med EU/EØS-reglene som ligger til grunn for verdipapirhandellovens konsesjonsregler.

Verdipapirfondforvaltning

Forvaltning av verdipapirfond er konsesjonspliktig etter verdipapirfondloven. Et verdipapirfond er en "*selvstendig formuesmasse oppstått ved kapitalinnskudd fra en ubestemt krets av personer mot utstedelse av andeler i fondet og som for det vesentlige består av finansielle instrumenter og/eller innskudd*", jf verdipapirfondloven § 1-2 første ledd. Det er en rekke faktiske likhetstrekk mellom aktiv forvaltning og verdipapirfondforvaltning, men en sentral rettslig forskjell er at et verdipapirfond er en "selvstendig formuesmasse". Dette innebærer blant annet at det er fondet som sådan som eier eiendelene i fondet, og ikke de enkelte innskyterne av midler. Verdipapirfondforvaltning og aktiv forvaltning er derfor gjensidig utelukkende tjenester, siden fondsforvaltning forutsetter kollektivt eierskap av eiendelene mens aktiv forvaltning forutsetter individuelt eierskap.

Fellesforvaltning kan således innebære konsesjonspliktig verdipapirfondforvaltning, dersom forvaltningsstiftelsen eier de underliggende eiendelene. I tillegg er det et vilkår for konsesjonsplikt at de enkelte stiftelser anses å være en "ubestemt krets av personer". I praksis skal det lite til for at en personkrets anses å være "ubestemt".

ALTERNATIVE FORVALTNINGSMODELLER

Et alternativ til fellesforvaltning kan være at flere stiftelser går sammen om kjøp av fondsandeler. Dette kan typisk være aktuelt for grupper av stiftelser som har relativt sammenfallende formål og/eller identiske styrer, og hvor det er etablert en "hovedstiftelse" som håndterer den praktiske administrasjon av de øvrige stiftelsene. En slik modell vil ikke kreve tillatelse som fellesforvaltning etter stiftelsesloven, siden stiftelsenes midler er plassert i verdipapirfond.

Rent teknisk kan dette gjennomføres ved at et forvaltningsselskap for verdipapirfond oppretter ulike verdipapirfond som er spesialtilpasset de aktuelle stiftelser. Dette kan medføre lavere forvaltningskostnader og en "skreddersydd" risikoprofil i de aktuelle fondene, sammenlignet med individuelle fondsinvesteringer/aktiv forvaltning for den enkelte stiftelse. Det er neppe praktisk at den enkelte stiftelse selv treffer de konkrete investeringsbeslutninger om hvilke fond det skal investeres i. Hovedstiftelsen kan heller ikke treffe slike beslutninger, siden dette ville utløst konsesjonsplikt som aktiv forvaltning. Slike beslutninger kan enten treffes av forvaltningsselskap for verdipapirfond som har særlig konsesjon å drive aktiv forvaltning, eller av et verdipapirforetak med tilsvarende konsesjon. Forvalter vil etter verdipapirlovgivningen være forpliktet til å foreta fondsinvesteringer som er "egnet" for den aktuelle stiftelse.

Hovedstiftelsen vil kunne inneha en særlig kompetanse om de deltakende stiftelsene og deres formål, noe som kan tilsi at hovedstiftelsen har en sentral rolle i kapitalforvaltningen. Hovedstiftelsen kan for eksempel forestå utarbeidelsen av en felles investeringsstrategi og endre forvaltningsmandatet etter fullmakt fra de tilknyttede stiftelsene. Videre vil hovedstiftelsen kunne ha en viktig praktisk samordnende funksjon i forhold til forvaltningsselskapet/verdipapirforetaket som forvalter midlene, slik at ikke disse vil måtte forholde seg til hver enkelt stiftelse i den daglige forvaltning av fondsporteføljen.

KONTAKTER*Sverre Tyrhaug (advokat, partner – Oslo)**E: svt@thommessen.no**T: 23 11 13 30**M: 41 53 61 00**Tore Mydske (fast advokat – Oslo)**E: tmy@thommessen.no**T: 23 11 12 52**M: 91 62 09 11*
