

## Finansdepartementet åpner for norske hedgefond

**Finansdepartementet fremmet 14. mars 2008 et lovforslag om endringer i verdipapirfondloven, som vil legge til rette for etablering av norske hedgefond (omtalt som spesialfond). Lovforslaget vil også i større grad enn i dag legge til rette for markedsføring av utenlandske hedgefond i Norge.**

### SAMMENDRAG

Lovforslaget kan oppsummeres som følger:

- "Spesialfond" innføres som en ny underkategori av verdipapirfond som reguleres av verdipapirfondloven.
- Spesialfond gis en vid adgang til å ta opp lån, handle i derivater, drive med shortsalg og låne ut finansielle instrumenter. Spesialfond unntas videre fra de sentrale beskyttelsesreglene som ellers gjelder for verdipapirfond knyttet til utstedelse og innløsning av andeler, absolutte plasseringsbegrensninger (krav til aktiva mv), relative plasseringsregler (krav til risikospredning mv) og forvaltningsgodtgjørelse. Samtidig skjerpes kravene til redegjørelse for strategi, risikorammer og fondets retningslinjer for måling og styring av risiko. Spesialfondet skal sende periodiske rapporter til investor, Kredittilsynet og depotmottaker om den faktiske risiko fondet har tatt i perioden.
- Spesialfond kan bare selges til allmennheten etter råd fra en investeringsrådgiver med konsesjon etter verdipapirhandeloven. Dette kravet gjelder ikke ved salg til profesjonelle investorer. Kredittilsynets opprinnelige forslag om at spesialfond bare kunne tilbys privatpersoner med en finansformue på minst 5 millioner kroner følges ikke opp.
- Kredittilsynets sentrale tilsynsverktøy vil være godkjennelsen av vedtektene til spesialfondene.
- Kredittilsynets opprinnelige forslag innebar at private equity virksomhet kunne omfattes av verdipapirfondloven. Dette ble kritisert i høringen og i lovforslaget legges det ikke opp til å etablere spesialfond som en organisasjonsform for private equity virksomhet. Det vises i den forbindelse til at den alminnelige selskapslovgivningen gir en tilstrekkelig god ramme for organiseringen av slik virksomhet.

*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. © 2008 Thommessen Krefting Greve Lund AS Advokatfirma*

## ANTATT IKRAFTTREDELSE

Lovforslaget forutsetter at viktige regler skal gis i forskrift, herunder regler om rapportering av risiko og om depotmottakers rolle. Lovreglene vil trolig behandles av Stortinget i løpet av våren. Kredittilsynet vil gis i oppdrag å utforme utkast til forskrifter, som skal sendes på alminnelig høring. Dersom lovforslaget blir vedtatt av Stortinget og høringen av nye forskrifter ikke avdekker særlige kompliserte og uavklarte spørsmål, vil lovreglene med tilhørende forskrifter kunne tre i kraft 1. januar 2009.

## SENTRALE HENSYN BAK LOVFORSLAGET

Allerede i dag kan norske investorer kjøpe andeler i utenlandske spesialfond. Det er bare markedsføring de utenlandske fondene er avskåret fra å drive mot det norske markedet.

Finansdepartementet presiserer på denne bakgrunn at det sentrale spørsmålet er om det bør legges til rette for at norske forvaltningsselskaper for verdipapirfond skal kunne tilby spesialfond (hedgefond mv) etter verdipapirfondloven, og ikke om det skal være tillatt eller forbudt å selge spesialfond til norske investorer. Etter Finansdepartementets vurdering tilsier verken *hensynet til finansiell stabilitet* eller *påstander om mangel på gjennomsiktighet* i spesialfond et fortsatt forbud mot etablering av norske spesialfond. Tvert i mot vises til at norske spesialfond vil være underlagt norske regler om innsyn og forvalterregistrering mv, noe som vil kunne legge bedre til rette for kontroll med fondenes virksomhet og gjøre det lettere for norske investorer å oppfylle sine forpliktelser etter ligningsloven. Det vises også til at hensynet til konkurransesituasjonen for norsk fondsbransje isolert sett tilsier at det legges til rette for etablering av slik virksomhet i Norge.

Når det gjelder *hensynet til investorbeskyttelse* påpeker departementet at spesialfond medfører risiko av en annen art enn det man står overfor ved investeringer i alminnelige verdipapirfond, men slik at det ikke nødvendigvis betyr at risikoen er høyere. Reglene om risiko i verdipapirfondloven passer imidlertid ikke for fond som søker absolutt avkastning (slik som hedgefond) noe som tilsier vesentlige unntak fra loven. På den annen side er det ikke noe poeng å tillate at slike fond tillates etablert under verdipapirfondloven, dersom ingen av lovens bestemmelser får anvendelse på deres virksomhet ettersom de da vil fremstå som mer regulert enn hva som faktisk er tilfellet. Dette dilemmaet søkes løst ved å unnta spesialfond fra en rekke av virksomhetsreglene som følger av verdipapirfondloven samtidig som lovens "strukturelle" regler (om organisering mv) får anvendelse. I tillegg innføres særskilte begrensninger på salg og distribusjon av slike fond, jf nedenfor.

## NÆRMERE OM DISTRIBUSJONEN - KRAV OM SALG GJENNOM INVESTERINGSRÅDGIVER

Etter departementets vurdering er det verken nødvendig eller hensiktsmessig å forbeholde investeringer i norsk etablerte spesialfond for særlig velstående personer. Kredittilsynets opprinnelige forslag om å innføre krav om minstepensjon (5 millioner kr) og minste tegningsbeløp (500 000 kr) er derfor ikke blitt fulgt opp.

Spesialfond kan dermed selges til ikke-profesjonelle investorer, men slik at hensynet til denne gruppe investorer ivaretas gjennom et krav om at salg av andeler i spesialfond/hedgefond bare kan foretas etter råd av en investeringsrådgiver med konsesjon etter verdipapirhandelloven. Det åpnes imidlertid for at forvaltningsselskaper for fond som er underlagt de nye reglene om investeringsrådgivning også kan gi slike råd. Departementet kan gi forskrift om dette, herunder bestemmelser om hvor spesifikt det aktuelle investeringsrådet må være og hvor oppdatert rådet må være for å oppfylle lovens krav.

De nye reglene om investeringsrådgivning innebærer blant annet at rådgiveren må være overbevist om at investeringen konkret er "egnet" for den aktuelle investor. Kravet til en konkret vurdering innebærer at myndighetene ikke kan klassifisere en gruppe fond som generelt uegnet for ikke-profesjonelle investorer. De sentrale elementene i en slik egnethetsvurdering vil være om investeringen er i samsvar med kundens investeringsmål, om kunden er finansielt i stand til å håndtere risikoen og at kunden har

---

*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. © 2008 Thommessen Krefting Greve Lund AS Advokatfirma*

nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen. Departementet peker på at det nettopp er slike vurderinger en potensiell investor i et spesialfond bør få kvalifisert hjelp til å foreta. Det vises til at dårlige råd etter omstendighetene kan utløse et erstatningsansvar for rådgiver.

Denne pålagte "kanaliseringen" gjennom en investeringsrådgiver gjelder ikke i forhold til profesjonelle investorer, slik disse er definert i verdipapirforskriften.

## NÆRMERE OM PRODUKTET – UNNTAK FRA SENTRALE REGLER I VERDIPAPIRFONDLOVEN

### *Generelt*

Spesialfond skiller seg fra alminnelige aksjefond mv ved at de ofte søker positiv avkastning uavhengig av markedsutviklingen, og for å oppnå slik avkastning er det grunnleggende forskjeller mellom investeringsstrategiene i hedgefond og tradisjonelle fond. Bl.a. er det vanlig for hedgefond å lånefinansiere deler av investeringene, foreta shortsalg samt inngå derivatavtaler.

Den vesentlige risiko i alminnelige fond er knyttet til utviklingen i de finansielle instrumenter fondet har investert i (dvs generell markedsrisiko) som håndteres gjennom detaljerte krav til risikospredning og plasseringsbegrensninger. Spesialfond som søker absolutt avkastning er ikke nødvendigvis utsatt for alminnelig markedsrisiko på samme måte. Det foreslås på denne bakgrunn en rekke unntak fra verdipapirfondlovens alminnelige regler som regulerer slik risiko. På enkelte punkter foreslås imidlertid også særregler for spesialfond som skal ta hensyn til denne ulikheten i risiko.

### *Krav til prospekt*

Det foreslås ingen endringer i de alminnelige prospektreglene som gjelder for verdipapirfond. Forvaltningsselskapet må således påse at det utarbeides et fullstendig og forenklet prospekt for det aktuelle fond.

### *Krav til vedtektene*

Det foreslås særlige krav til vedtektene i et spesialfond, herunder krav om at vedtektene skal angi fondets investeringsområde, strategi, risikorammer og metode for styring av risiko for fondet. En rekke spesialfond vil ha investeringsstrategier som vanskelig vil la seg presisere skriftlig i vedtektene, nettopp fordi fleksibilitet i strategi er et sentralt kjennetegn ved slike fond. De nærmere krav til presisjonsnivået vil måtte vurderes konkret, og her vil nok Kredittsynets skjønnsutøvelse stå sentralt. For øvrig vil departementet i forskrift kunne fastsette nærmere krav til spesialfonds risiko og styring av risiko. Vedtektene skal som i dag tas inn i det fullstendige prospektet.

### *Utstedelse og innløsning av andeler*

Løpende utstedelse og innløsning av andeler er et sentralt kjennetegn ved verdipapirfond, og på dette punkt skiller denne selskapsformen seg klart fra bl.a. aksjeselskapene. Etter lovforslaget gis imidlertid spesialfond adgang til å begrense utstedelse av nye andeler ("lukket inngang"), bl.a. fordi slike fond vil kunne ha et reelt behov for å begrense sin størrelse for å opprettholde lønnsomheten. Begrensningen må imidlertid ikke gjøres slik at fondet ikke lenger anses å ha oppstått ved kapitalinnskudd fra "en ubestemt krets av personer".

Etter lovforslaget gis også spesialfond anledning til å begrense andelseiernes rett til løpende innløsning av andeler ("lukket utgang"). Dette skyldes bl.a. at de investeringsstrategier enkelte spesialfond benytter, forutsetter en viss forutsigbarhet om fondets likviditet. Fondet skal imidlertid være åpent for innløsning minst én gang i året. Den minste årlige åpningsperioden skal ikke være kortere enn to uker. I tillegg skal fondet være åpent for innløsning i forbindelse med enkelte særlige begivenheter, herunder endringer i vedtektene. I lovens forarbeider understrekes det ansvar investeringsrådgiveren vil ha for å informere eventuelle ikke-profesjonelle investorer om slike begrensninger i innløsningsadgangen.

---

*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. © 2008 Thommessen Krefting Greve Lund AS Advokatfirma*

---

### *Investeringsområde og krav til diversifisering*

Når det gjelder absolutte investeringsregler så foreslås at spesialfond (i motsetning til alminnelige fond) skal kunne investere i bl.a.:

- *Unoterte finansielle instrumenter:* Unntaket gjelder både i forhold til aksjer, pengemarkedsinstrumenter og obligasjoner mv. Unntaket gjelder i utgangspunktet også spesialfonds adgang til å investere i unoterte derivater. Adgangen til å investere i derivater forutsetter imidlertid endringer i derivatforskriften. Derivatforskriften vil også åpne for at spesialfond skal kunne investere i kredittderivater og valutaterminer og valutaopsjoner.
- *Fond i fond:* Adgangen til å etablere norske spesialfond som investerer i utenlandske spesialfond, er bl.a. betinget av at det utenlandske fondet og forvaltningen av det er underlagt betryggende tilsyn i hjemlandet. Det er videre et vilkår at det er etablert et tilfredsstillende tilsynssamarbeid mellom Kredittilsynet og forvaltningsselskapets hjemstat. Det er således ikke et krav at det er etablert tilsynssamarbeid med *fondets* hjemstat. Dette er viktig i forhold til de mange fond som er etablert utenfor EØS-området.
- *Andre formuesobjekter:* Det foreslås ingen endringer i lovreglene om at verdipapirfonds eiendeler må plasseres i finansielle instrumenter. Det åpnes imidlertid for at det skal kunne gis særregler om dette i forskrift. Dette kan være aktuelt for investering i fast eiendom mv.

Når det gjelder kravene til diversifisering av verdipapirfonds investeringer ("relative plasseringsregler"), foreslås følgende:

- Spesialfond unntas fra den generelle plikten for å sørge for en sammensetning av porteføljen som "gir en hensiktsmessig spredning av risikoen for tap".
- Forbudet mot at verdipapirfonds plasseringer i ett enkelt selskap ikke skal utgjøre mer enn 5 % av fondets kapital skal ikke gjelde for spesialfond.
- Når det gjelder plasseringsbegrensninger i forhold til en enkelt utsteder, foreslås imidlertid at forbudet mot å eie mer enn 10 % av aksjene i en enkelt utsteder skal gjelde for spesialfond. I den grad denne begrensningen skulle innebære en begrensning for visse investeringsstrategier, vil Kredittilsynet kunne gjøre unntak.

### *Låneopptak, short handel og utlån av finansielle instrumenter*

En sentral forutsetning for investeringsstrategiene til mange hedgefond, vil være adgangen til å ta opp lån (gearing), låne ut finansielle instrumenter og drive shorthandel. Spesialfond unntas av denne grunn fra lovreglene som begrenser verdipapirfondenes adgang til å drive slik virksomhet.

Ettersom spesialfond gis adgang til å ta opp lån og handle i derivater, kan spørsmålet om andelseierne hefter for mer enn sitt innskudd lettere komme på spissen. Det foreslås derfor å presisere i lovteksten at andelseiere ikke hefter overfor kreditorene for fondets forpliktelser. Dette gjelder investorene i deres rolle som andelseier, slik at investorer fortsatt kan påta seg forpliktelser overfor fondet eller dets kreditorer på avtalerettslig grunnlag.

### *Depotmottakers rolle*

Depotmottaker for spesialfond tillegges en særlig kontrollfunksjon etter lovforslaget, som på mange måter vil være et supplement til Kredittilsynets løpende tilsyn. Depotmottaker gis bl.a. et særlig ansvar for å føre kontroll med forvaltningsgodtgjørelsen. Depotmottakers oppgaver vil reguleres nærmere i forskrift.

---

*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. © 2008 Thommessen Krefting Greve Lund AS Advokatfirma*

---

*Krav til verdiberegning mv*

Så lenge et spesialfond er åpent for tegning og innløsning, må fondets verdi beregnes løpende for å sikre likebehandling av andelseierne. Videre er det nødvendig å beregne fondets verdi ved fastsettelse av forvaltningsgodtgjørelsen, siden denne ofte vil bygge på fondets verdiutvikling. Det skal i det minste skje en slik beregning hver sjette måned. I perioder hvor fondet er stengt, krever imidlertid ikke lovforslaget løpende verdiberegning.

*Krav til risikostyring*

Spesialfond må etter lovforslaget anvende en metode for styring av risiko som gjør det mulig å overvåke og måle risikoen i fondet. Spesialfond vil imidlertid kunne ha mange ulike risikostrategier, og det foreslås derfor at det skal kunne gis nærmere regler om slike krav til risikostyring i forskrift.

*Forvaltningsgodtgjørelse*

I lovforslaget åpnes det for at spesialfond skal stå relativt fritt ved utformingen av sin struktur for forvaltningsgodtgjørelse, herunder om det skal gis rabatter på individuelt grunnlag. Det signaliseres derfor at forskriften om differensiering av forvaltningsgodtgjørelse ikke skal få anvendelse overfor spesialfond. Det understrekes imidlertid i forarbeidene at slike individuelle rabatter ikke må stride mot prinsippet om likebehandling av andelseierne.

**MARKEDSFØRING OG SALG AV UTENLANDSKE HEDGEFOND I NORGE**

Verdipapirfondloven og de nye lovreglene om spesialfond får også anvendelse overfor utenlandske "verdipapirfond". Henvisningen til verdipapirfond innebærer bl.a. at fondskonstruksjoner som omfattes av loven i all hovedsak må ha de samme grunnleggende karakteristika som kjennetegner et verdipapirfond etter norsk rett. Dette er vurderinger som fortsatt må foretas etter en konkret vurdering av de enkelte fond, og det foreslås ingen endringer i loven på dette punkt. Det er imidlertid presisert at andelseiere i "verdipapirfond" ikke kan være ansvarlig overfor fondets kreditorer, jf ovenfor.

Utenlandske verdipapirfond, herunder hedgefond, må i samsvar med gjeldende rett ha tillatelse fra Kredittilsynet for å markedsføres i Norge. Slik tillatelse krever bl.a. at fondets hjemstat har regler som gir investorene en "beskyttelse minst på linje med den beskyttelse de har ved investering i et norsk verdipapirfond". Det foreslås ingen endringer i disse reglene. Den nasjonale "målestokken" vil imidlertid være vesentlig endret dersom de nye lovreglene vedtas ved at spesialfond unntas fra de sentrale plasseringsreglene i loven, slik at det i fremtiden bør kunne forventes at Kredittilsynet i større grad enn i dag vil tillate markedsføring av utenlandske hedgefond mv i Norge.

---

**KONTAKT**

Sverre Tyrhaug (partner – Oslo)

sty@thommessen.no

T: 23111330 M: 41536100

Tore Mydske (advokatfullmektig – Oslo)

tmy@thommessen.no

T: 23111252 M: 91620911

---

---

*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. © 2008 Thommessen Krefting Greve Lund AS Advokatfirma*

---