

Høring av utkast til endringer i verdipapirfondloven - Fusjon av verdipapirfond

1. BAKGRUNN

Verdipapirfondloven (Lov 12. juni 1981 nr. 52) gir ikke adgang til fusjon av verdipapirfond. Finansdepartementets har lagt dette til grunn ved avgjørelse av tre klagesaker i mars 2007. Verdipapirfondenes forening har bedt om at loven endres slik at det blir adgang for et forvaltningsselskap til å fusjonere verdipapirfond det forvalter. Kredittilsynet har tilrådd at slik adgang innføres.

I EU Kommisjonen pågår det for tiden arbeid for å tilrettelegge for fusjon av verdipapirfond gjennom en endring av UCITS direktivet (Direktiv 85/611/EØF). I Kommisjonens "White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds" publisert 11. november 2006 gir Kommisjonen uttrykk for at adgang til fusjon av fond vil gi økt effektivitet og markedsintegrering.¹ Kommisjonen ønsker å legge til rette for rasjonalisering av fondslandskapet og samtidig sikre høy grad av investorbeskyttelse. 22. mars 2007 publiserte DG Internal Market et dokument som gir uttrykk for refleksjoner i forbindelse med en mulig fremtidig endring av UCITS direktivet for å gi adgang til fusjon av fond.²

2. GJELDENDE RETT

Verdipapirfondloven gir ikke adgang til å fusjonere verdipapirfond. Etter gjeldende rett må et forvaltningsselskap, som ønsker å redusere antall fond det forvalter, enten avvikle fond eller overføre forvaltningen av fond til et annet forvaltningsselskap, jf. verdipapirfondloven § 4-13.

¹http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/legal_texts/whitepaper/impact_assessment_en.pdf

²http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/legal_texts/orientations/mergersexposure_en.pdf

2.1 Fusjonsbegrepet

Det er vanlig å bruke begrepet fusjon om selskapsrettslige sammenslåinger som bygger på et "kontinuitetsprinsipp". Kontinuitetsprinsippet er et unntak fra det alminnelige avtalerettslige prinsippet om debitorskifte ved overdragelse ("diskontinuitetsprinsippet"). Kontinuitetsprinsippetets formål er derfor å lette gjennomføringen av sammenslåinger, ved at selskapene kan slås sammen uten at man må innhente samtykke fra samtlige som har rettigheter i, eller i forhold til, selskapet.

Etter aksjelovene § 13-2 første ledd, er det en fusjon *"når et selskap (det overtakende selskapet) skal overta et annet selskaps (det overdragende selskaps) eiendeler, rettigheter og forpliktelser som helhet [...]"*. Ved slik sammenslåing anser man at det overdragende foretaket fortsetter i det overtakende foretaket. Dette innebærer at det ikke skjer noe identitetsskifte.

Etter Finansdepartementets vurdering er det imidlertid vesentlige forskjeller mellom alminnelige selskaper og verdipapirfond.

Selskaper har selvstendig juridisk identitet og har styrende organer hvor selskapsdeltakerne er representert. Selskaper opprettes normalt med sikte på å drive virksomhet eller å ha eierposisjoner.

Verdipapirfond har ikke selvstendig juridisk identitet. Fondet er en "selvstendig formuesmasse", jf. verdipapirfondloven § 1-2 nr. 1. Midlene i fondet er bundet og regulert i avtale, men eies hele tiden av andelseierne. Midlene i fondet forvaltes av et forvaltningsselskap på vegne av andelseierne. Fondet har ingen styrende organer, og kan ikke sies å drive noen virksomhet.

Etter Finansdepartementets vurdering, innebærer dette at man ikke kan åpne opp for en sammenslåing av verdipapirfond etter kontinuitetsprinsippet, uten å gjøre særlige tilpasninger.

3. HENSYN FOR OG IMOT EN ADGANG TIL FUSJON AV FOND

Hensynet til kostnadseffektivitet kan tale for at det gis adgang til sammenslåing av fond. Fra bransjen har det blant annet vært pekt på behovet for å slå sammen fond som følge av sammenslåinger og oppkjøp mellom forvaltningsselskaper som har ført til at et forvaltningsselskap forvalter flere fond med svært likt investeringsmandat. Kredittilsynet viser også til at forvaltningsselskapene etter en tid med overetablering av fond, har erkjent at det har vært etablert for mange fond, med tilhørende driftskostnader. Sammenslåing vil derfor kunne gi effektiviseringsgevinster. Tilsvarende momenter som taler for en adgang til fusjon av fond påpekes også av EU Kommisjonen. EU Kommisjonen har blant annet vist til at den gjennomsnittlige størrelsen på verdipapirfond i EU er liten, slik at stordriftsfordeler ikke utnyttes.

Dersom et verdipapirfond har flere innløsninger enn nytegninger, og fondet således mister den finansielle kraften som anses nødvendig for å oppfylle fondets formål, kan det også være ønskelig å fusjonere fondet med et annet fond.

Avvikling vil være et alternativ til sammenslåing. Når man ikke ønsker å avvikle verdipapirfond, skyldes det i hovedsak to forhold. For det første vil en avvikling innebære at andelseierne gis oppgjør. Forvaltningsselskapet påtar seg dermed en høyere risiko for å tape kunder, sammenlignet med en sammenslåing der andelseierne fortsetter som andelseiere i et nytt fond. For det andre vil det normalt være en fordel for andelseierne å slippe en skattemessig realisasjon dersom andelseieren har til hensikt fortsatt å investere i

verdipapirfond. En adgang til å fusjonere verdipapirfond innebærer at forvaltningsselskapene vil kunne gjennomføre rasjonalisering av fondsstrukturen uten at midlene må utbetales til andelseierne, og uten at det oppstår noen skattemessig realisasjon for andelseierne.

Hensynet til konkurranse i sparemarkedet kan isolert sett tale mot at det gis adgang til sammenslåing av fond. Sannsynligheten for at forvaltningsselskapet får beholde sine kunder er større dersom selskapet kan fusjonere fond og dermed ikke må avvikle fondet, for så å invitere andelseierne til å tegne andeler i et nytt fond. Om forvaltningsselskapet må avvikle fondet, vil de tidligere andelseierne praktisk sett stå friere til å velge et annet investeringsmål eller en annen spareform. Dette vil kunne presse forvaltningsselskapene – og andre tilbydere av spareprodukter – til å levere bedre og billigere tjenester. Hensynet til konkurranse kan imidlertid også ivaretas ved at andelseierne får en ubetinget rett til innløsning ved fusjon og tilstrekkelig informasjon om de ulike alternativene og følgene av dem.

4. VILKÅR FOR ADGANG TIL FUSJON

Etter en foreløpig avveining av hensynene for og imot å innføre en adgang til fusjon av verdipapirfond, vil departementet be om høringsinstansenes syn på utkast til regler som gir adgang til fusjon av verdipapirfond.

Verdipapirfond har, til forskjell fra selskaper, ingen styrende organer hvor deltakerne – dvs. andelseierne – er representert. At fondet ikke har styrende organer innebærer blant annet at et verdipapirfond har en mer statisk karakter som økonomisk enhet enn et selskap.

Ved investering i verdipapirfond kan investoren formelt sett sies å inngå to avtaler; investeringsavtalen med fondet, og forvaltningsavtalen med forvaltningsselskapet.

Det er imidlertid nær sammenheng mellom disse avtalene. Investeringsavtalen er avgjørende for det mandat forvaltningsselskapet gis i forvaltningsavtalen. Forvaltningen skal være i samsvar med fondets investeringsmandat. Verdipapirfondets egenskaper er, innenfor lovens rammer, regulert gjennom fondets vedtekter. Fondets vedtekter er en sentral del av investeringsavtalen mellom investoren og fondet.

Det følger av avtalerettslige prinsipper at avtaler bare kan endres i den grad slik endringsadgang følger av avtalen. Det er etter verdipapirfondloven begrenset adgang til å endre fondets vedtekter. Adgang til endring av fondets vedtekter er regulert i vpfl. § 3-4 andre ledd. Bestemmelsen lyder som følger:

"Beslutning om endringer i verdipapirfondets vedtekter er bare gyldig dersom et flertall av de styremedlemmer [forvaltningsselskapets styre] som er valgt av andelseierne har stemt for den. Endringer i vedtektene må godkjennes av tilsynsmyndigheten. Godkjenning kan bare gis når endringen antas å være i andelseiernes interesse. Endringene trer ikke i kraft før tre uker etter at endringene er kunngjort. [...]"

Bestemmelsen stiller opp materielle og prosessuelle krav for at en vedtektsendring kan gjøres. Det materielle kravet er at endringen må *"antas å være i andelseiernes interesse"*. Videre stilles det prosessuelle krav om tillatelse fra tilsynsmyndigheten, krav til styrets beslutning og krav til kunngjøring.

Reguleringen av fondets adgang til å endre fondets vedtekter bygger på avtalerettslige prinsipper om adgang til endring av inngått avtale og skal ivareta hensynet til investorvern.

Et av de bærende hensynene bak reguleringen er at andelseierne har gått inn i fondet på grunnlag av de vedtekter som forelå ved investeringstidspunktet.

Dette taler for at det ikke kan være vesentlige forskjeller mellom forvaltningsavtalene for fond som søkes fusjonert. Etter Finansdepartementets vurdering vil det også gå på tvers av verdipapirfondlovens system å innføre adgang til fusjon av verdipapirfond som er større enn adgangen til å endre et fonds vedtekter.

4.1 Godkjennelse fra tilsynsmyndighetene

Det bør være et vilkår for fusjon av verdipapirfond at tilsynsmyndigheten samtykker. Fusjon av verdipapirfond bør være søknadspliktig, slik at sammenslåing ikke kan foretas uten tillatelse fra tilsynsmyndigheten. Et tilsvarende vilkår gjelder for vedtektsendring etter verdipapirfondloven § 3-4 annet ledd.

4.2 Krav om at fusjonen ivaretar andelseiernes interesser

Tillatelse bør bare kunne gis dersom tilsynsmyndigheten anser at sammenslåing må antas å være i andelseiernes interesser. Et slikt vilkår gir anvisning på en konkret skjønnsmessig helhetsvurdering som må foretas av tilsynsmyndigheten uavhengig av hvor mange av styremedlemmene som er valgt av andelseierne som har stemt for fusjonen. Et tilsvarende krav gjelder også her i forhold til vedtekstendringer, jf. verdipapirfondloven § 3-4 annet ledd.

Andelseiernes interesser vil særlig være knyttet til nivået på forvaltningsgodtgjørelsen og på forventet avkastning og risiko. Full sikkerhet for at samtlige andelseiere skal vurdere sine interesser som vel ivaretatt, har man bare dersom de kan forvente minst like høy avkastning til samme eller lavere risiko og forvaltningsgodtgjørelse.

Et såpass strengt vilkår vil imidlertid kunne blokkere fusjoner som de fleste andelseiere trolig vil oppfatte som ønskelige. Mange vil for eksempel kunne se seg tjent med en vesentlig reduksjon i risiko som ikke forventes å gå nevneverdig på bekostning av avkastningen. Mange vil også kunne være villige til å akseptere en viss risikøkning dersom denne motsvares av en tilstrekkelig økning i forventet avkastning. Det bør derfor være et vist rom for myndighetene til å utvise konkret skjønn. Etter departementets vurdering bør det ved utøvelse av slik skjønnsmyndighet særlig tas hensyn til andelseiere med lav vilje til å akseptere risiko.

Med mindre det kan sannsynliggjøres at en fondsfusjon gir betydelige fordeler i form av økt forventet avkastning eller redusert risiko, bør det kreves at ingen andelseier skal måtte betale høyere forvaltningsgodtgjørelse på grunn av fusjonen. Forvaltningsgodtgjørelsen i det rimeligste av de to fusjonerende fondene bør derfor i utgangspunktet danne et tak for nivået på forvaltningsgodtgjørelsen i det fusjonerte fondet. Ofte er det stordriftsfordeler i fondsforvaltning, og departementet antar at mulighetene for å realisere slike er en viktig drivkraft bak ønsket om fondsfusjoner. Etter departementets oppfatning bør andelseierne tilgodesees en rimelig andel av realiserbare kostnadsbesparelser gjennom redusert forvaltningsgodtgjørelse. Samtidig må forvaltningsselskapene kunne beholde tilstrekkelig av gevinsten til at samfunnsøkonomisk ønskelige fondsfusjoner faktisk gjennomføres.

Departementet bemerker at i følge forarbeidene til verdipapirfondloven § 3-4 om vedtektsendringer (Ot.prp. nr. 68 (1980-1981) s.20 - 21) innebærer ikke vilkåret om at vedtektsendring må være i andelseiernes interesse, at tilsynsmyndigheten er avskåret fra å godkjenne for eksempel en forhøyelse av forvaltningsselskapets godtgjørelse når det er saklig grunnlag for det. Forhøyelsen kan for eksempel være nødvendig for at fondet skal kunne fortsette. Det er lagt til grunn i forarbeidene at "tilsynsmyndigheten må her ha mulighet for å kunne treffe en skjønnsmessig avgjørelse som tar utgangspunkt i

andelseiernes interesser”. Departementet mener at tilsvarende vurderinger må kunne gjøres gjeldende ved fusjon av fond. På bakgrunn av ovenstående drøftelse antar vi at det likevel sjelden vil være saklig grunn for forhøyelse av forvaltningsgodtgjørelse ved fondsfusjoner.

Ved fusjon må det også være et krav at fondet eller andelseierne ikke belastes noen kostnader, gebyrer eller lignende i forbindelse med fusjonen. Fondet skal følgelig ikke belastes transaksjonskostnader eller andre kostnader i forbindelse med at fondets investeringer realiseres. Andelseierne skal ikke avkreves vedtektsfestede innløsningskostnader dersom de velger å få utbetalt sin andel, og heller ikke omkostninger i forbindelse med tegninger i det overtakende fondet.

4.3 Krav til informasjon

Krav til betryggende informasjon om fusjonen og følgene av den er avgjørende for at andelseierne skal kunne sies å ha gitt et kvalifisert samtykke til sammenslåing.

Andelseierne må informeres om forskjellene i vedtektene i det overdragende fondet og det overtakende fondet.

Det bør, etter departementets vurdering, også oppstilles krav om at det utarbeides regnskap for det overdragende fond, og krav om at regnskapet er gjenstand for revisjon for å sikre at andelseiernes i det overdragende fond sine interesser er ivaretatt under sammenslåingen.

Kravet til informasjon må, etter departementets vurdering, også ses i sammenheng med andelseiernes rett til innløsning. Det følger av verdipapirfondloven § 6-9 første ledd at andelseieren har rett til innløsning med oppgjør i kontanter ”med mindre annet følger av

avtale om pensjonsordning etter innskuddspensjonsloven eller individuell pensjonsavtale etter skatteloven inngått mellom andelseier og forvaltningsselskapet”.

Dersom det gis adgang til å slå sammen verdipapirfond, er det grunn til å gi andelseierne i begge fond en ubetinget rett til å få innløst sin andel. I denne forbindelse kan eventuelle vedtektsfestede innløsningskostnader som nevnt ikke avkreves andelseierne.

Adgangen til innløsning reiser særlige spørsmål i forhold til de andelseierne som har avtale om pensjonsordning etter innskuddspensjonsloven eller individuell pensjonsavtale etter skatteloven med forvaltningsselskapet. For slike avtaler gjelder det etter skattelovgivningen, sammenholdt med innskuddspensjonsloven, et krav om binding av pensjonsmidler. Kravet om binding hindrer imidlertid ikke rettighetshaver i å endre profil på investeringsporteføljen, så lenge det ikke utbetales midler fra ordningen. Det er således ikke noen skattemessige grunner til hinder for andelshavere i innskuddspensjonsordninger og rettighetshavere etter individuelle pensjonsavtaler gis en ubetinget rett til å få innløst sine andeler ved fusjon av fond så lenge det ikke innføres en rett til utbetaling fra innskuddspensjonsordninger eller individuelle pensjonsavtaler som er i strid med dagens krav til binding av pensjonsmidler under ordningene. Vi opplyser i denne sammenheng at Kredittilsynet vurderer mulige endringer for å legge til rette for at det formelt sett er forvaltningsselskapet (forsikringsgiver) og ikke rettighetshaver etter forsikringsavtalen som er eier av andelene (forsikringsmidlene).

For at andelseierne skal kunne vurdere om de vil benytte adgangen til innløsning, må det oppstilles et krav om at sammenslåing ikke kan gjennomføres før det har gått en viss tid fra andelseierne fikk informasjon om den. Etter verdipapirfondloven § 3-4 trer vedtektsendringer ikke i kraft før tre uker etter at endringene er kunngjort. Finansdepartementet mener at det bør kreves en noe lenger periode ved sammenslåing av

fond, og legger i forslaget til ny lovebestemmelse til grunn at sammenslåingen ikke kan tre i kraft før en måned etter andelseierne fikk informasjon om den.

5. DEPARTEMENTETS FORSLAG

Departementet foreslår følgende:

Lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv. ny § 4-14 skal lyde:

§ 4-14 Sammenslåing av verdipapirfond

Sammenslåing av verdipapirfond kan bare gjøres etter tillatelse fra tilsynsmyndigheten.

Tillatelse kan bare gis når

- a) vedtektene i de fond som skal slås sammen i det vesentlige er like når det gjelder investeringsmandat, og*
- b) sammenslåingen antas å være i andelseiernes interesser.*

Tilsynsmyndigheten kan innenfor rammen av første ledd stille vilkår for tillatelsen.

Beslutning om sammenslåing av verdipapirfond er bare gyldig dersom et flertall av de styremedlemmer som er valgt av andelseierne har stemt for den.

Beslutningen kan ikke gjennomføres før en måned etter at den skriftlig er meddelt andelseierne.

Departementet kan i forskrift fastsette utfyllende regler om sammenslåing av fond.

I forskrift 13. august 2003 nr. 1045 om forvaltningsselskapers periodiske rapportering gjøres følgende endringer:

Ny § 2a skal lyde:

§ 2a Informasjon ved sammenslåing av verdipapirfond

Ved sammenslåing av verdipapirfond, jf. verdipapirfondloven § 4-14, skal forvaltningsselskapet påse at den enkelte andelseier får betryggende informasjon.

Det skal gis skriftlig informasjon om:

- 1. forskjellene mellom vedtektene i det overdragende fond og vedtektene i det overtakende fond,*
- 2. sin rett til å få sine andeler innløst, jf. verdipapirfondloven § 6-9, og*
- 3. de skattemessige følger av sammenslåingen og av å få sine andeler innløst.*

I forskrift 28. mai 1999 nr. 654 om årsregnskap m.m. for verdipapirfond gjøres følgende endringer:

Nytt kapittel 2a skal lyde:

Kapittel 2a. Regnskap ved avvikling eller sammenslåing av verdipapirfond

§ 2a-1 Fastsettelse av regnskap ved sammenslåing av verdipapirfond

Ved sammenslåing av verdipapirfond, jf. verdipapirfondloven § 4-14, skal det utarbeides årsregnskap for det overdragende fondet i samsvar med denne forskrift, senest fire måneder etter søknad om sammenslåing er godkjent.

Regnskapsåret skal omfatte perioden fra siste pliktige årsregnskap og frem til tidspunktet for gjennomføring av sammenslåingen, jf. regnskapsloven § 1-7 tredje ledd.

§ 2a-1 Revisjon av regnskap ved sammenslåing av verdipapirfond

Regnskap ved sammenslåing av fond etter § 2a-1 skal revideres på ordinær måte.

Tilsynsmyndigheten kan i forbindelse med godkjenning av sammenslåingen gi nærmere vilkår for revisjonen.