



BAHR

Notat

Interessekonflikter i kapitalforvaltning

Hovedregler og utvalgte eksempler

BAHR

Notat, 19. mai 2020

Peter Hammerich, advokat (H)

Markus Heistad, advokat

Advokatfirmaet BAHR AS

Om notatet og forfatterne

Håndtering av interessekonflikter er aktuelt for alle fra mindre venture-forvaltere til Norges Bank. I notatet behandler BAHR-advokatene Peter Hammerich og Markus Heistad hvordan interessekonflikter bør håndteres innenfor kapitalforvaltning.

Hammerich og Heistad har henholdsvis 25 og 12 års erfaring innen kapitalforvaltning og private equity, og har bred kjennskap til de problemstillinger som her gjør seg gjeldende, både kommersielt, regulatorisk og knyttet til prinsipper om god eierstyring.



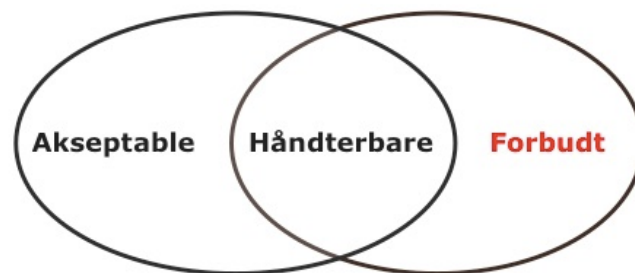
1. Innledning

Interessekonflikter og hvordan man skal håndtere dem er et stadig aktuelt tema innenfor kapitalforvaltning. Dette gjelder selvsagt uavhengig av markedsforholdene, men i tider med vanskelige markedsforhold kan denne typen spørsmål risikere å komme i andre rekke. Det kan være risikabelt når kunder og investorer er særlig følsomme for kostnadseffektivitet og avkastning. Feil som gjøres i en slik periode kan også få konsekvenser etter noe tid, når markedsituasjonen er mer normalisert.

Kapitalforvaltning er – som utgangspunkt – underlagt konsesjonsplikt, kapitalkrav og en rekke krav til virksomheten (herunder god forretningsskikk og håndtering av interessekonflikter). Håndtering av interessekonflikter er imidlertid også aktuelt for forvaltere som ikke er konsesjonspliktige – som registrerte forvaltere av alternative investeringsfond – ettersom de forvalter andres midler. Det innebærer i seg selv en omsorgsforpliktelse, og i fond som er forvaltet på denne måten vil normalt profesjonelle investorer stille krav i avtaleverket til håndtering av interessekonflikter.

Kapitalforvaltning er likevel en næringsvirksomhet, og eierne av forvaltningsvirksomheten ønsker en akseptabel inntjening og avkastning på sin investering. Foretakets ønske om inntjening på den ene siden, og kundens ønske om å betale «minst mulig» på den andre siden er en iboende interessekonflikt, men den skiller seg ikke fra den som gjelder for alle næringsdrivende.

Interessekonflikter kan skjematisk deles i tre varianter på følgende måte:



Fra venstre finner man de «alminnelige» interessekonfliktene som oppstår mellom alle avtaleparter i et gjensidig bebyrdende avtaleforhold (hvor forvalteren skal yte en tjeneste og kunden/investoren skal betale et vederlag for tjenesten). Denne typen interessekonflikter er som utgangspunkt akseptable og krever ikke noen særlige tiltak.

Helt til høyre finner man interessekonflikter som etter sin natur er så problematiske at de ikke kan tillates uavhengig av om de ellers håndteres i samsvar med reglene. Dette vil være en «forbudssone» for foretaket.

I midten finner man interessekonflikter som er av en slik art eller alvorlighetsgrad at de må håndteres i samsvar med de nærmere reglene som det aktuelle foretaket er

underlagt. Dette er interessekonflikter som «er lov», men bare dersom reglene følges og interessekonflikten håndteres på en hensiktsmessig måte.

Håndtering av interessekonflikter er aktuelt for alle kapitalforvaltere – fra mindre venture-forvaltere til større finanskonserner. Nedenfor skal vi se nærmere på hva som ligger i begrepet interessekonflikt i relasjon til kapitalforvaltning og prinsippene for hvordan interessekonflikter må håndteres av kapitalforvaltere i lys av noen typetilfeller.

2. Lovkrav til håndtering av interessekonflikter

Regler og retningslinjer for håndtering av interessekonflikter finnes for flere typer virksomheter. Innenfor finanssektoren – og herunder kapitalforvaltning – gjelder det lovbestemte krav. Det er enkelte nyanseforskjeller mellom de ulike reglene avhengig av hvilken type foretak det gjelder (verdipapirforetak, forvaltere av alternative investeringsfond, forvaltningsselskaper for verdipapirfond, banker eller forsikringsselskaper). Noe forenklet, innebærer reglene krav til å:

- (1) kartlegge interessekonflikter som virksomheten innebærer (herunder mellom ulike forretningsområder innenfor samme foretak, og virksomheten i et konsern dersom foretaket er del av et konsern),
- (2) organisere virksomheten på en måte som minimerer interessekonflikter,
- (3) etablere system for løpende å avdekke interessekonflikter etter hvert som de oppstår,
- (4) håndtere interessekonfliktene som oppstår – enten ved å gi nærmere opplysning til de som er berørt (*disclosure*), eller dersom det ligger innenfor «forbudssonen», å avstå fra den aktuelle transaksjonen.

Det er styret i foretaket som har det overordnede ansvaret for overholdelse av kravene: Styret er ansvarlig for at foretaket er forsvarlig organisert. «Forsvarlig organisering» må alltid ligge innenfor det som følger av lovkrav, og det omfatter å være organisert på en måte som minimerer interessekonflikter.

Videre er det styrets ansvar å påse at foretaket etablerer interne systemer for å avdekke interessekonflikter og for håndtering av de interessekonfliktene som oppstår. Enkelte interessekonflikter må også behandles konkret av styret, og foretaket må ha systemer for eskalering av slike saker til styret. De interne systemene må derfor pålegge aktuelle medarbeidere rapporteringsplikt til ledelsen og compliance-funksjonen ved identifisering av risiko for aktuelle interessekonflikter.

Compliance-funksjonen har en sentral rolle i foretakets håndtering av interessekonflikter. Brudd på reglene er en vesentlig compliance-risiko. Dette er et sentralt lovkrav og terskelen er lav for å eksponere foretaket for kritikk eller pålegg fra tilsynsmyndigheter. En ny utvikling er at Finanstilsynet også kan ilegge

overtredelsesgebyr. Brudd på regler eller krav til håndtering av interessekonflikter kan også utgjøre ansvarsgrunnlag for erstatningskrav fra kunder eller investorer. Dette er særlig aktuelt der interessekonflikten består i at foretaket har hatt en særlig økonomisk vinning på bekostning av investoren, eller at enkelte investorer er gitt særbehandling slik at økonomisk tap er enkelt å sannsynliggjøre. Endelig vil brudd på slike regler kunne medføre renommétap og tap av kunder/investorer.

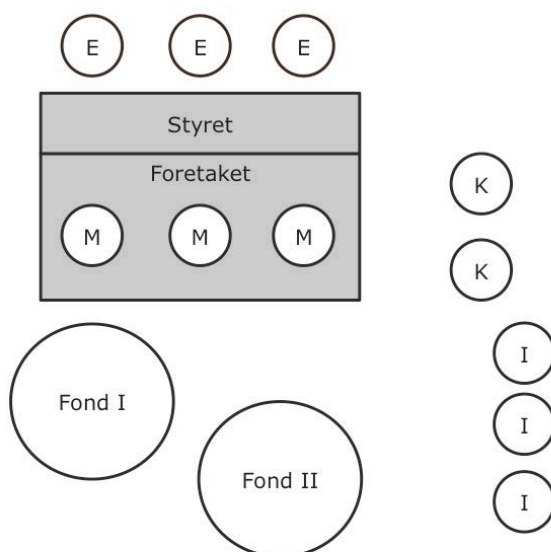
Interessekonflikter i den løpende driften er krevende å overvåke. Compliance-funksjonen bør derfor prioritere å utforme kontrolltiltak som er treffende og som gjennomføres med tilstrekkelig korte intervaller. Det er styrets ansvar å pålegge ansatte en personlig rapporteringsplikt med hensyn til interessekonflikter som oppstår.

Det er enkelte feil og brudd som ofte går igjen og som viser hvor hovedutfordringene står for foretakene:

- Foretaket har ikke kartlagt relevante interessekonflikter som virksomheten generelt gir opphav til
- Foretaket fanger ikke opp interessekonflikter som oppstår
- Interessekonflikt fanges opp, men Foretaket treffer ikke adekvate tiltak for å håndtere den, eller går videre der en interessekonflikt er i «forbudssonen»
- Foretaket oppfyller de materielle kravene, men har ikke dokumentert tiltakene skriftlig

3. Lovkrav til håndtering av interessekonflikter

Et foretak som driver forvaltning kan illustreres på følgende måte med hensyn til generelle relasjoner som gir opphav til potensielle interessekonflikter (E er foretakets eiere, M er foretakets medarbeidere, K er foretakets kunder (individuelle mandater eller investeringsrådgivningskunder) og I er investorer i fond til forvaltning):



Foretakene er pålagt å kartlegge interessekonflikter som kan oppstå i alle disse relasjonene. Nedenfor skal vi se nærmere på noen typetilfeller og eksempler på interessekonflikter mellom foretaket og kundene/investorene, mellom ulike investorer/kunder og mellom investorene/kundene og foretakets medarbeidere.

4. Eksempler

4.1 Kundens/investorens interesse skal gå foran foretakets

I forholdet **mellom foretaket og kundene/investorene** er det naturlige interessekonflikter, jf. over. I tillegg har forvaltere har en omsorgsforpliktelse for sin kunde/investor som innebærer at forvalteren skal sette kundens/investorens interesser foran egne interesser.

Denne typen interessekonflikter tar Finanstilsynet jevnlig opp. Et aktuelt eksempel er en tilsynsrapport, med hensyn til rådgivning om konvertering av fripoliser til investeringsvalg (jf. Finanstilsynets brev 16. april 2020 til Storebrand Finansiell Rådgivning AS).

Storebrand er et finanskonsern som blant annet består av et forsikringselskap ved siden av rådgivningsselskapet. Forsikringselskapet har en portefølje av fripoliser, som er individuelle pensjonsavtaler fra lukkede pensjonsordninger for ytelsespensjon. Fripoliser inneholder en avkastningsgaranti. Det er dermed en garantert oppside, som også er begrenset ettersom avkastning utover garantien til dels tilfaller selskapet. Avkastningsgarantien er kostbar for forsikringselskapet ettersom den driver høyere kapitalkrav (kapitalkravene vil generelt også øke dersom rentenivået synker, slik som nå). Dette var også den direkte foranledningen til at spesialistselskapet Silver pensjonsforsikring AS ble satt under administrasjon og avviklet (og boets portefølje av fripoliser solgt til Storebrand). I tillegg gir reglene for fripoliser begrenset adgang for selskapet til å dekke kostnader.

For forsikringselskaper (og pensjonskasser) som har porteføljer av fripoliser, er det en fordel at fripolisene konverteres til avtaler med investeringsvalg. Det gir lavere kapitalkrav fordi avkastningsgarantien oppheves.

Ifølge tilsynsrapporten drev Storebrand Finansiell Rådgivning blant annet rådgivning til privatpersoner med hensyn til fripoliser. Selskapet hadde utviklet et scoring-system for å kategorisere når det kunne anses å være hensiktsmessig for en fripolisehaver å konvertere fripolisen til investeringsvalg. For eksempel, dersom fripolisehaveren er ung, vil en konvertering kunne gi mulighet for høyere avkastning enn avkastningsgarantien over tid.

Ifølge Finanstilsynet hadde foretaket imidlertid ikke identifisert interessekonflikten mellom Storebrands interesse i konvertering, og kunders mulige interesse i ikke å konvertere dersom de var nærmere pensjonsalder skriftlig i sine interne rutiner. Det var heller ikke gitt opplysning til kundene om denne interessekonflikten – den var ikke håndtert. For Finanstilsynet var det ikke nok at selskapet hadde implementert et internt rådgivningssystem som differensierte mellom kunder alt etter om det ville være

hensiktsmessig for dem å konvertere til investeringsvalg og skulle være i kundens interesse.

Konklusjonene man kan trekke av tilsynsrapporten er at selskapet hadde sviktet med hensyn til dokumentert identifisering av en interessekonflikt og med hensyn til å treffe konkrete tiltak for å håndtere denne interessekonflikten (gjennom å gi opplysning om den til kundene). Det følger også av dette at den aktuelle interessekonflikten ikke var i «forbudssonen», men at håndteringen ikke var tilstrekkelig.

Interessekonflikter kan også oppstå i forholdet mellom kunde/investor og enkelte medarbeidere hos rådgiver/forvalter. Ett eksempel er dersom ansatte har en bonusordning som er knyttet til enkeltprodukter (salgsbasert avlønning). Det kan føre til at medarbeideren gir anbefalinger som ikke nødvendigvis er i kundens beste interesse, men vil gi medarbeideren en økonomisk fordel. Finansdepartementet har tidligere uttalt at dette er en interessekonflikt i «forbudssonen» for investeringsrådgivere (jf. Finansdepartementets brev 25. juni 2010 til Finanstilsynet) og at den dermed ikke kan avhjelpest gjennom opplysning til kundene.

4.2 Returprovisjoner

Et annet «klassisk» spørsmål innenfor rådgivning og forvaltning når det gjelder plikten til å sette kundens/investorens interesser foran foretakets interesser, er adgangen for rådgiver/forvalter til å motta «kick backs» eller returprovisjoner.

MiFID II innførte strengere regler på dette punktet, og verdipapirforetak som yter investeringsrådgivning på uavhengig basis eller porteføljeforvaltning har ikke lenger adgang til å ta imot slike «*inducements*». For fondsforvaltere vil denne typen beløp normalt tilfalle fondet.

Returprovisjoner er mest vanlig i distribusjonsleddet (og er et viktig verktøy for forvaltere som ikke selv har noe eget distribusjonsapparat, som uavhengige aktører). Det vil kunne være engangsbeløp eller en løpende fast andel av forvaltningsgodtgjørelsen/beløp som investoren har investert.

I januar 2020 uttalte Finanstilsynet at returprovisjon utformet som løpende fast beløp ikke anses å være i samsvar med lovkravene:¹

Med denne distribusjonsmodellen vil vederlaget variere avhengig av blant annet forvaltningsgodtgjørelsens størrelse, den avtalte prosentandel av forvaltningsgodtgjørelsen og tegningsbeløpets størrelse. Tjenesten kunden får tilgang til, vil imidlertid typisk ikke variere, men være den samme. Vederlaget utbetales løpende over tid selv om kunden ikke lenger benytter seg av foretakets tjenester eller at tilleggstjenestens merverdi anses som marginal. Etter Finanstilsynets syn er en slik praksis i strid med de krav som stilles til å motta og beholde vederlag fra andre enn kunden.

Dette er et eksempel på en interessekonflikt som Finanstilsynet anser er innenfor «forbudssonen» og hvor det ikke er tilstrekkelig å bare gi opplysning til kundene/investorene.

¹ Finanstilsynets brev 21. januar 2020 punkt 2.

4.3 Forskjellsbehandling av kunder og investorer

I forholdet **mellom ulike kunder og investorer** kan det oppstå interessekonflikter ettersom foretaket har en omsorgsforpliktelse overfor alle sine kunder og investorer. Aktuelle situasjoner er 1) forskjellsbehandling av investorer innenfor et fond, 2) overlappende og konkurrerende mandater hvor investeringsmuligheter må fordeles, og 3) behandling av investorer i ulike fond eller mandater ved transaksjoner på tvers av fond/mandater (*cross fund transactions*).

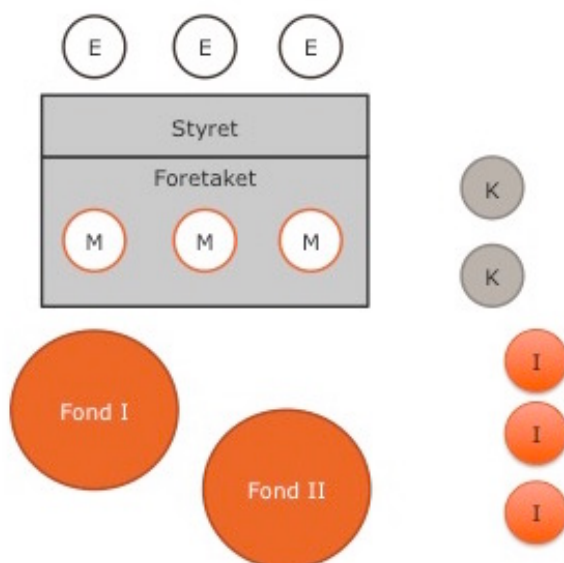
Dersom enkelte investorer gis særlige rettigheter framfor andre (som ulike typer rettigheter i *side letter*, eller innløsning av større fondsinvestorer i fond med innløsningsrett), må de interne systemene fange opp situasjonen slik at den kan eskaleres og håndteres.

Forvaltere av alternative investeringsfond (som har konsesjon) er underlagt spesifikke regler når det gjelder likebehandling av investorer. Forskjellsbehandling av enkelte investorer skal ikke kunne resultere i en vesentlig ulempe for andre investorer.

Differensiering på objektive vilkår (som for eksempel lavere forvaltningshonorar for større kommitteringer («*big bird*»-rabatter) eller for de som tegner seg i første *closing* («*early bird*»-rabatter)) vil ikke nødvendigvis være forskjellsbehandling. På den annen side vil en forskjellsbehandling som ikke er objektivt begrunnet antakelig ikke kunne avhjelpes gjennom å gi opplysning til investorene, og vil dermed være innenfor «forbudssonen» med hensyn til interessekonflikter.

4.4 Fordeling mellom mandater og fond

Ved forvaltning av flere fond eller individuelle mandater som overlapper hverandre, vil forvalteren alltid stå overfor en potensiell interessekonflikt i **fordelingen av investeringer** mellom dem. Innenfor *private equity* vil dette ofte løses ved at forvalteren nektes å ha flere fond innenfor investeringsperiode samtidig. For andre forvaltere – og typisk med hensyn til verdipapirfond – er det vanlig at forvalteren har en rekke fond aktive parallelt og at de har investeringsmandater som ikke er klart avgrenset mot hverandre.



Dette var gjenstand for en tilsynssak i 2005, som endte med at Sundal Collier Fondsförvaltning tilbakelevrte sin konsesjon som förvaltningsselskap.

Finanstilsynet (den gang Kredittilsynet) fant at förvalterne hadde gjort endringer i allokering mellom fond alt etter resultatet av handlene ble kjent. Dette ble ifølge Finanstilsynet gjort ved at handlene skjedde samlet gjennom förvalterkonti hos meglere, og at förvalterne deretter kunne allokere mellom fondene, eller såkalt «*cherry picking*».

Dette eksemplet er selvsagt svært klart og grovt – men den samme interessekonflikten gjør seg gjeldende i det daglige for förvaltere med flere fond eller mandater til förvaltning som er overlappende. Denne interessekonflikten er også utfordrende å håndtere forsvarlig uten at fondene har forskjellige förvaltningsteam med chinese walls, eller man har mer klare skiller i investeringsmandat og investeringspolicy som retningslinjer for de enkelte investeringsbeslutningene. Denne typen tiltak er nødvendig for å sikre at håndteringen av interessekonflikten er dokumentert, og at foretaket har organisert virksomheten sin på en måte som minimerer den aktuelle interessekonflikten.

I denne sammenhengen er det særlig viktig for foretakene å være bevisst at ulike honorarmodeller eller innslagspunkter for suksesshonorar i fond til förvaltning vil kunne legge et særlig press på hvordan förvaltningen skjer i en slik situasjon, noe som er en særlig interessekonflikt.

Et beslektet spørsmål som er særlig aktuelt for förvaltere innenfor *venture* og *private equity* er fordeling av **kostnader** mellom förvalter og fond og mellom fond og ko-investeringsstrukturer.

I USA har SEC gjennomført flere tilsyn med hensyn til dette, og bøtelagt förvaltere som urettmessig har belastet fondet kostnader under dekke av transaksjonskostnader som skulle ha vært dekket av förvaltningshonoraret.

Tilsvarende interessekonflikt oppstår ved etablering av ko-investeringsstrukturer – hvor et fond gjør en investering i fellesskap med eksterne investorer. Normalt vil ko-investeringer ikke gi förvalteren noe förvaltningshonorar, og det er dermed avgjørende at alle kostnader allokeres riktig. Samtidig vil en ko-investering ofte invitere eksterne investorer som ikke også er investorer i fondet – hvor förvalteren kanskje har et ønske om å tiltrekke seg nye investorer til neste fond. Dette gjør det særlig viktig med en dokumentert prosess for allokering av kostnader slik at ikke fondet belastes mer enn sin forholdsmessige del. Det er også blitt mer vanlig at profesjonelle investorer krever skriftlige retningslinjer for *expense allocation*.

4.5 Transaksjoner mellom fond og mandater

Transaksjoner mellom kundemandater eller mellom fond til förvaltning er i kjerneområdet for reglene om interessekonflikter. *Cross fund transactions* innebærer en åpenbar interessekonflikt mellom partene i transaksjonen (fondene og i forlengelsen av det, investorene i de forskjellige fondene), ettersom en fordel for den ene siden innebærer en tilsvarende ulempe for den andre siden. Denne typen transaksjoner er tradisjonelt også mer alminnelige i nedgangstider, hvor andre kanaler for realisering av investeringer kan være vanskelige (notering eller salg til andre).

I tillegg vil det kunne være en interessekonflikt mellom investorer og forvalteren, idet forvalteren vil kunne ha en særlig egeninteresse i en slik transaksjon gjennom rett til gevinstdeling (*carried interest*) og muligheten for å likvidere «gamle» fond (for å reise nye).

Samtidig vil det kunne være gode kommersielle grunner til å gjennomføre en slik transaksjon mellom to ulike mandater eller fond, og man finner ofte eksempler på dette innenfor private equity og eiendomsfond, hvor ett fond kjøper fra et annet fond forvaltet av samme forvalter, eller de to fondene gjennomfører en fusjon av porteføljeinvesteringer. *Cross fund transactions* kan innebære lavere kostnader for investorene (lavere transaksjonskostnader) enn en annen transaksjon. Videre kan det være gode økonomiske begrunnelser for en slik transaksjon. Forvalter vil også ha god kjennskap til målselskapet og en transaksjon kan gjennomføres raskere. Interessekonfliktene i en slik situasjon er dermed som utgangspunkt ikke i «forbudssonen».

Gjennomføring av en slik transaksjon er helt avhengig av at interessekonfliktene som oppstår i tilknytning til en slik transaksjon håndteres korrekt.

Når det gjelder interessekonflikten mellom forvalteren og investorene – forvalterens utsikter til gevinstdeling, må det gis klar opplysning om den til investorene.

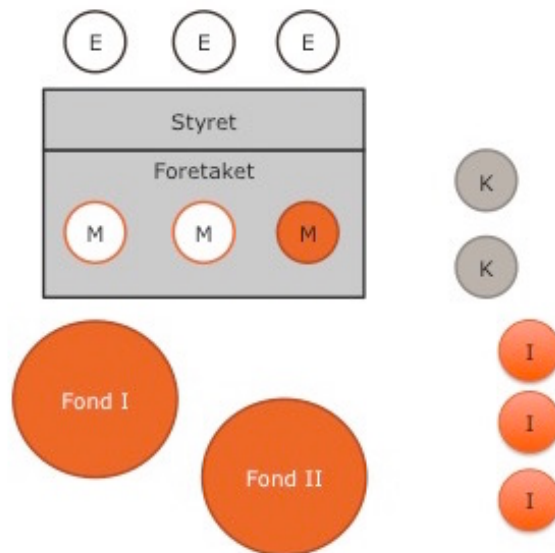
Både med hensyn til denne interessekonflikten, og spørsmålet om bytteforholdet mellom kjøper og selger (de to fondene), er det vår erfaring at man må gjennomføre ytterligere avhjelpende tiltak i form av å innhente uavhengige bekreftelser av verdsetting for korrekt prising av transaksjonen, ettersom denne typen transaksjoner som utgangspunkt vil være i unoterte instrumenter og uten umiddelbart tilgjengelige markedsdata for prising.

En beslektet situasjon kan oppstå der en forvalter gjennomfører salg av en samlet portefølje av investeringer til en tredjepart, men inngår avtale med denne tredjeparten om å fortsette å forvalte porteføljen etter gjennomføring av transaksjonen. Forvalteren vil da stå i en interessekonflikt mellom sin egen interesse i fremtidige inntekter, og interessen til sine eksisterende investorer om å sikre best mulige vilkår i en transaksjon. I en slik situasjon kan hensiktsmessige vilkår for gevinstdeling være med på å sikre «alignment of interest» mellom de eksisterende investorene og forvalteren, uavhengig av at forvalteren i fremtiden skal ivareta interessene til kjøperen.

4.6 Personlige transaksjoner

En annen aktuell interessekonflikt kan oppstå der ansatte hos forvalter foretar personlige transaksjoner («egenhandel») som kan påvirke kunder og investorer negativt.

Ansatte hos forvaltere som har innsikt i investeringsprosessen vil til tider ha informasjon som ikke ellers er allment tilgjengelig i markedet (uavhengig av om det er innsideinformasjon eller ikke). Av denne grunn var det i Norge strengere regler om «egenhandel» for ansatte med innsikt i investeringsvirksomhet enn det som gjaldt i mange andre EU-land (blant annet med forbud mot handel i derivater, bindingstid ved kjøp av aksjer mv.).



Personlige transaksjoner førte til at en konsernsjef i Storebrand måtte fratre, etter å ha handlet i opsjoner (derivater). Selskapet hevdet innledningsvis at konsernsjefen ikke var omfattet av egenhandelsreglene ettersom han ikke hadde innsyn i investeringsvirksomheten (som var et vilkår slik reglene var utformet da). Daglig leder i et stort selskap vil ikke nødvendigvis ha løpende innsikt i investeringsvirksomheten som ytes – men vedkommende er forpliktet til å ha kontroll og vil ha innsyn ved behov. Det vil dermed ikke være noen sperrer for innsyn. Finanstilsynet anså at daglig leder i et slikt foretak uansett må anses for å ha innsyn i selskapets investeringsvirksomhet. Et ytterligere element i saken var en interessekonflikt idet opsjonene var inngått med en av selskapets store eiere. Denne interessekonflikten var ikke blitt avdekket av selskapet, og dermed heller ikke håndtert slik reglene krever.

For verdipapirforetak har de særnorske reglene om dette blitt opphevet etter MiFID II og erstattet med mer generelle krav. Tilsvarende regler gjelder for forvaltere av alternative investeringsfond (med konsesjon). At de tidligere detaljerte reglene er opphevet, innebærer ikke nødvendigvis at standarden er lavere nå. Det var tidligere et krav at vedkommende hadde innsyn i eller arbeidet med investeringstjenestene, men dette er nå erstattet av krav til at vedkommende driver virksomhet som kan innebære en interessekonflikt eller som har tilgang til insideinformasjon. Det kan være en videre krets. Reglene krever at foretaket – styret – har fastsatt interne regler som regulerer ansattes adgang til å handle for egen regning.

Lovens minstekrav er at personlige transaksjoner som gjøres basert på konfidensiell informasjon, eller som ville være i strid med god forretningsskikk er forbudt. Dette er generelle krav som er vanskelig å kontrollere med mindre foretaket fastsetter mer presise interne regler for ansattes egenhandel. Disse reglene må inneholde rapporteringsplikt, og bør inneholde spesifikke handelsbegrensninger som er tilpasset foretakets virksomhet og kundene/investorene. Finanstilsynet anser at fravær av regelmessig kontroll av ansattes egenhandel er et brudd på reglene.

Innenfor forvaltning av unoterte investeringer – som *venture* og *private equity* – er det normalt et krav fra investorene om at de ansatte hos forvalteren ikke skal kunne foreta personlige transaksjoner i samme marked som fond til forvaltning. For det første åpner det risikoen for at ansatte «handler mot» investorene. Dette er en interessekonflikt som har tilsvarende egenskaper som ved transaksjoner mellom ulike mandater eller fond, ettersom en fordel for den ene siden innebærer en direkte ulempe for den andre. Dette er ofte enda mer aktuelt ved forvaltning av noterte investeringer, hvor det

er enklere for en medarbeider å handle basert på konfidensiell informasjon. Innenfor *venture* og *private equity* har denne typen regler også en side til at forvaltningsoppgavene forutsetningsvis er arbeidsintensive. Nøkkelpersoner hos forvalter skal forutsetningsvis vie hele sin arbeidstid til å arbeide for investorene – å sette interessen til investorene først – og ikke seg selv.

4.7 Personlige næringsinteresser

Et aktuelt og beslektet spørsmål har kommet på spissen i forbindelse med tilsetting av ny leder for Norges Bank Investment Management (NBIM), forvaltningsselskapet for Statens pensjonsfond utland (SPU), «Oljefondet».

Den nye lederen skal ifølge pressen ha betydelige verdier i ulike fond som investerer i samme markeder som Statens pensjonsfond utland. Videre er det oppgitt at vedkommende som utgangspunkt vil beholde kontroll over investeringsvirksomheten i disse fondene.

NBIM er ikke noen regulert forvalter underlagt de regulatoriske kravene til håndtering av interessekonflikter, men er i mandatet underlagt et generelt krav til «forsvarlig og effektiv organisering av bankens forvaltning av SPU», jf. forskrift 8. november 2010 nr. 1414 § 1–3 sjette ledd. I dette ligger et krav til å håndtere interessekonflikter, og det er vanskelig å se for seg noen særlig annerledes måte det kan gjøres på enn reglene som er utformet for andre selskaper i finanssektoren som driver tilsvarende virksomhet.

Gjennom eierskapet i fondene og rett til avkastningen av dem vil han ha en klar interesse i at fondene gjør gode investeringsbeslutninger. Dersom vedkommende da også har kontroll over investeringsbeslutninger som har personlig betydning, oppstår det en interessekonflikt som vanskelig kan aksepteres – selv om «investoren» (det vil si Staten) er kjent med den.

Av omtalen i mediene synes det at Norges Bank ikke gjennomførte noen kartlegging av interessekonflikter før etter å ha tilbudt stillingen. Spørsmålet er om man har avdekket de relevante interessekonfliktene som kan påvirke interessene til «investoren» (det vil si Staten) negativt.

Et første spørsmål vil være om de betydelige midlene til den nye lederen, og måten de er plassert og forvaltet på, utgjør en interessekonflikt som er så alvorlig at den ikke kan håndteres, men er i «forbudssonen». Det er ikke klart at en høy egen formue i seg selv vil medføre en slik uhåndterlig interessekonflikt, og spørsmålet er da hvordan interessekonflikten skal avhjelpes og håndteres.

Den normale løsningen i private forvaltere i slike tilfeller er å sørge for vanntette skott mellom personlige investeringer og stillingen. Man vil måtte gi fra seg både kontroll over investeringsbeslutninger, og innsyn i investeringsprosessen.

Etter etablering av en slik håndtering, vil utfordringen være å sikre en dokumentert kontroll med at den fungerer etter hensikten, som for eksempel gjennom en kompetent compliance-komité med uavhengig representasjon.

5. Avsluttende kommentarer

Erfaring tilsier at vanskelige markedsforhold ofte bidrar til at compliance-arbeid underprioriteres i foretakene, og at man har en sterkere motivasjon til å ta "snarveier" eller større risiko for å oppnå resultater. Når det gjelder krav til håndtering av interessekonflikter innebærer dette en stor risiko for foretakene, siden brudd på reglene både kan medføre sanksjoner fra tilsynsmyndigheter, men også at mange interessekonflikter også svarer til økonomiske interesser hvor kunder eller investorer kan påføres tap ved brudd. Brudd på reglene kan da også føre til krav om erstatning. Sanksjoner fra tilsynsmyndighetene og tvist med kunder/investorer vil normalt påvirke renommé og muligheten til å skaffe ny kapital til forvaltning i fremtiden.

Kravene til håndtering av interessekonflikter kan noe forenklet oppsummeres som plikt til å:

- (1) kartlegge interessekonflikter som virksomheten innebærer (herunder mellom ulike forretningsområder innenfor samme foretak, og virksomheten i et konsern dersom foretaket er del av et konsern),
- (2) organisere virksomheten på en måte som minimerer interessekonflikter,
- (3) etablere system for løpende å avdekke interessekonflikter etter hvert som de oppstår,
- (4) håndtere interessekonfliktene som oppstår.

Interessekonflikter som avdekkes må vurderes om de er håndterbare eller om de ligger innenfor «forbudssonen» og foretaket må avstå fra å gjennomføre den aktuelle transaksjonen. Både der en interessekonflikt håndteres, og der den anses å være for alvorlig til å håndteres, er det sentralt at foretaket dokumenterer skriftlig de undersøkelsene og vurderingene som er gjort, i tillegg til de eventuelle tiltakene som er gjennomført for å avhjelpe interessekonflikten.

Notater



VIKTIG INFORMASJON

Innholdet er kun ment som generell informasjon, og skal verken erstatte eller anses som juridisk rådgivning. Innholdet er er ikke tilpasset den enkelte mottakers situasjon. Advokatfirmaet BAHR AS tar ikke ansvar for eventuelle feil eller mangler i notatet, eller beslutninger som helt eller delvis er basert på innholdet i notatet.