

Nærings- og fiskeridepartementet
Postboks 8090 Dep
0032 Oslo

Epost: postmottak@nfd.dep.no

HØRINGSSVAR: KAPITAL I OMSTILLINGENS TID

Forbrukerrådet viser til Nærings- og fiskeridepartementets høring av den 2. mars 2018 basert på kapitaltilgangsutvalgets utredning (NOU 2018:5) om «Kapital i omstillingens tid».

Det er Forbrukerrådets generelle syn at utredningen i alt for liten grad har problematisert risikoen for forbrukere når utvalget har gjort sine vurderinger og gitt sine anbefalinger. Vi legger til grunn at det skyldes mandatet for utvalgets arbeid.

Forbrukerrådet ønsker spesielt å knytte noen merknader til deler av kapitlene 4, 5, 6 og 8 i utredningen, med spesiell vekt på underkapitler som er av betydning for norske forbrukere.

Kapittel 4: Tilgang til egenkapital

- Det unoterte egenkapitalmarkedet (4.1.1)

Forslaget til kapitaltilgangsutvalget om å lempe på kravene til investeringsobjekter i innskuddspensjonsordninger vil utvilsomt være fordelaktig for kapitaltilgangen til selskaper i oppstartsfasen. Det er imidlertid en bakside av denne medaljen at forbrukerbeskyttelsen vil bli mindre for de innskuddspensjonskundene som foretar selvstendige investeringsvalg, og som kan beskrives som ikke-profesjonelle investorer.



Det eksisterer en betydelig informasjonsasymmetri i slike markeder, til forbrukerens ugunst. Når vi i tillegg vet at unoterte aksjer i mange sammenhenger er blitt brukt som et verktøy for å svindle ikke-profesjonelle investorer, mener Forbrukerrådet det vil være uheldig å utsette ikke-profesjonelle pensjonssparere for slik risiko.

Vi mener også at såkalte venturefond eller PE-fond (private equity-fond) generelt ikke egner seg for individuelle ikke-profesjonelle pensjonssparere. Disse fondene har høye kostnader, lav likviditet og et stort utfallsrom i avkastningen. Mange slike fond er i tillegg registrert i ulike skatteparadis, noe som innebærer svært begrenset eller ikke-eksisterende åpenhet om investorer og kreditorer.

- Pensjonssparing (4.2.2)

Utvalget peker i sin utredning på en rekke forhold knyttet til de utfordringer som har oppstått de siste årene, blant annet som følge av dagens lavrenteregime. Særlig ordninger med avtalte ytelser blir dyrere for arbeidsgiver å finansiere når rentenivået faller. Fra og med september 2014 har det derfor vært mulig for fripoliseinnehaverne og forsikringsselskapene å inngå frivillig avtale om konvertering av fripolisekontraktene med rentegaranti til fripoliser med investeringsvalg.

Forbrukerrådet mener det er svært viktig at myndighetene og bransjen må bidra til at det gis god informasjon om adgangen til og konsekvensene av konvertering av fripoliser med garanti til fripoliser med investeringsvalg.

Forbrukerrådet mener at informasjonen til kunder som vurderer å konvertere til investeringsvalg må inneholde en opplysningsplikt om verdien-av-garantien i fripolisen og at denne plikten lar seg utlede av gjeldende rett. Det kan ligge betydelige merverdier i disse garantiene, men det opplyses i liten eller ingen grad hverken om eksistensen eller størrelsen på disse garantiene.

Dagens regelverk tillater ikke at kunder kompenseres for å frasi seg garantien ved konvertering. For kunder med høy garantert rente og forholdsvis lang tid til pensjonsalder innebærer derfor en frivillig konvertering en lite motiverende form for formuesoverføring fra kunden til livselskapet. Konverteringsraten viser med all tydelighet at kundene ikke er villige til å «ofre» denne verdien for muligheten til å øke eksponeringen i aksjer. Regelverket bør derfor endres slik at dette blir mulig. Regelverket bør i tillegg åpne for at kundene kan få med seg «sin andel» av merverdiene i hold-til-forfall porteføljene. Dette vil redusere



livselskaperenes behov for å finansiere kompensasjonen med egenkapital og dermed redusere avstanden mellom kundens krav og livselskapets tilbud.

Det bør videre vurderes om konverteringsadgangen kan bli gjort reell. En form for kontraheringsplikt bør i den sammenhengen vurderes. Kontraheringsplikt eksisterer for nødvendighetsforsikringer. Sett fra forbruker ståsted vil det være til stor nytte om en slik plikt også gjaldt fripoliser.

- Utvalgets vurderinger knyttet til pensjonskapital (4.2.5)

Kapitaltilgangsutvalget presiserer at konvertering av fripoliser med rentegaranti til fripoliser med investeringsvalg krever at den enkelte er i stand til å se konsekvensene av sine valg. Dette stiller krav om at informasjonen som gis i forkant må være både tilgjengelig og god. Her gjør ikke utvalget annet enn å gi sin tilslutning til gjeldende rett og rettspraksis.

Verdipapirhandelloven av 1997 slår fast at kundene "på egnet måte" skal gis "nødvendige opplysninger", og at oppfyllelsen av kravene må "vurderes på bakgrunn av investors profesjonalitet".

Dette videreføres og gjøres gjeldende i rundskriv fra Finanstilsynet som fastsetter retningslinjer for salg av markedsføring av komplekse finansielle produkt og rettskraftige dommer. Et eksempel er dommen i Røeggensaken ([HR-2013-00642-S](#)) som ble fastsatt av Høyesterett i Storkammer. I dommen heter det:

125. «Men ved salg av risikopregede og komplekse produkter til ikke-profesjonelle investorer, må banken forsikre seg om at kunden forstår innholdet i den handelen han begir seg inn på, og ikke gi misvisende eller feilaktige opplysninger om viktige forhold av betydning for investeringsbeslutningen» og 128. «Dessuten burde banken – ved markedsføring av kompliserte produkter som dette – ha forklart risikoen ved produktene og konsekvensene av lånefinansiering på en måte som var tilpasset ikke-profesjonelle investorer».

Også dommen i Fokus Bank IMG saken ([HR-2012-2382-A](#)) fastslår dette ved at Høyesterett konkluderer med «Banken pliktet å gi de nødvendige opplysninger om det finansielle produktet, blant annet i lys av kundens investeringserfaring» og «Blant de nødvendige opplysninger må opplysninger om den risiko som er forbundet med en investering, inngå»

Videre er det norsk rettspraksis at finansforetakenes etterlevelse av informasjonsplikten skal bedømmes strengt.



I utredningen lanseres det flere endringsforslag i regelverket som etter utvalgets syn skal bidra til en mer effektiv forvaltning av pensjonskapital. Utvalget belyser i beskjedne grad effektene og risiko for den pensjonssparerne.

Et eksempel er når utvalget foreslår å redusere pensjonsselskaperne markedsrisiko ved å knytte garantier opp mot utbetalingstidspunktet fremfor årlige garantier, slik det er i dag. Argumentet er at det vil gi livsselskapene incentiver til å oppnå en høyere forventet avkastning for sine kunder.

Det er imidlertid ingen selvfølge at det er kundene som vil nyte godt av en slik endring. Det er en risiko for at leverandørene opprettholder en konservativ investeringsprofil for å redusere kapitalbindingen. Ifølge FAFO-rapporten «*Ikke som forventet – Fripoliseproblemet i det norske pensjonssystemet (2018)*» vil livsselskapene sannsynligvis opprettholde sin nåværende kapitalforvaltning av fripoliseporteføljen selv om de fikk mer gunstige rammevilkår.

Fripolisekundene har allerede i dag muligheten til å frivillig konvertere sin garanterte fripolise til investeringsvalg. Forbrukerrådet mener dette kan være fornuftig for mange, men bare hvis kundene blir kompensert for verdien av garantien. Ved å lette på produktregelverket til fordel for livsselskapene kan man medvirke til at deres «fripoliseproblem» reduseres. Samtidig vil det - paradoksalt nok - lede til å redusere verdien av kundenes garanti og livsselskaperne incentiv til å betale kompensasjon.

Kapitaltilgangsutvalget problematiserer i sin utredning hvordan dagens produktregelverk for pensjonssparing bidrar til at pensjonskapitalen plasseres kortsiktig. Det fremheves at betydelige midler plasseres med en tidshorisont som ikke nødvendigvis samsvarer med forsikringstakernes investeringshorisont.

Hovedmålet med forvaltningen er å balansere risiko for tap på allerede innbetalt pensjon for nåværende og fremtidige pensjonister med rimelig avkastning. I hvilken grad man skal åpne for mer langsiktig forvaltning av pensjonsmidlene må holdes opp imot dette målet. Det gjør ikke utvalget. I sin avsluttende vurdering av forhold knyttet til pensjonskapital problematiseres ikke risikoen med økte aksjeandeler eller de øvrige regelendringene for dagens og fremtidens pensjonister.

Forbrukerrådet tolker dette i lys av mandatet til utvalget. I mandatet er verken forbrukerinteressene eller til hovedmålet med pensjonsforvaltningen nedfelt. Det er derfor liten grunn til å kritisere arbeidet som er gjort av utvalget.



Forbrukerrådet oppfordrer likevel regjeringen om å tillegge utredningens forslag knyttet til pensjonskapital liten vekt på grunn av den ensidige tilnærmingen. Vi advarer mot å bruke verdiene til nåværende og fremtidige pensjonister for å dekke samfunnets behov for risikokapital. I den grad man skal vurdere å gjøre det, må risikoen og effekten for dagens og fremtidens pensjonister utredes grundig og balansert.

Kapittel 5: Tilgang til fremmedkapital

- Verdipapirisering (5.5.7)

Kapitaltilgangsutvalget anbefaler å tillate såkalt verdipapirisering i Norge. Forbrukerrådet er skeptisk til dette, og vil minne om at verdipapirisering var en viktig årsak til finanskrisen i USA i 2007/2008. Subprimekrisen i USA oppstod blant annet fordi banker og finansforetak omgikk sikringssystemet gjennom å videreselge lån til spesialiserte låneforetak, som i sin tur videresolgte lånene til andre gjennom obligasjonsmarkedene (verdipapirisering). Mange av lånene er i ettertid blitt klassifisert som «råtne», og burde aldri vært gitt.

I Norge ble vi blant annet kjent med en del av disse metodene og produktene gjennom den såkalte Terra-skandalen, hvor mange kommuner ble forledet inn i avtaler de vanskelig kunne komme ut av med fortjeneste. Terra Securities anbefalte kraftkommunene å ta opp lån med sikkerhet i fremtidige kraftinntekter for så å investere disse i strukturerte kredittprodukter, herunder i amerikanske CDOer (CDO: Collateralized Debt Obligations). De som solgte slike finansprodukter overdrev konsekvent fortjenestemulighetene og underslo risiki.

Dersom det åpnes opp for at banker kan videreselge lån som investeringsobjekter, vil dette kunne tilsløre hvem som er den faktiske og reelle avtaleparten for låntakerne i et låneforhold. Dette vil være uheldig for norske forbrukere og i brudd med hva som er normalt for forbrukeravtaler.

Forbrukerrådet vil derfor advare mot at det åpnes opp for verdipapirisering i Norge. Strukturerte produkter og verdipapirisering vil bidra til at risiko blir kamuflert, men risikoen blir ikke nødvendigvis redusert.



- Grønn omstilling og grønne obligasjoner (5.6)

Grønne obligasjoner bidrar til at tilbydere av kapital som har særlige ønsker om at kapitalen skal brukes på en bærekraftig måte ender opp hos etterspørrere av kapital som trenger finansiering av prosjekter som vil ha positiv klima- og miljøeffekt.

Grønne obligasjoner kan benyttes som en økonomisk drivkraft for en rekke infrastrukturprosjekter, ikke minst i offentlig sektor, men det finnes også mange potensielle tiltak, både store og små, med miljø- og klimagevinst, innenfor privat sektor som kan hente finansiering fra det grønne obligasjonsmarkedet.

Grønne obligasjoner kan vurderes som finansieringskilde for å få fortgang i arbeidet med energioptimeringstiltak av boliger i stor skala. Arnstadutvalget påpekte i sin tid at det største potensialet for energieffektivisering i Norge finnes i den eksisterende bygningsmassen. Arnstadutvalget mente videre at det ville være mulig å halvere dagens energibruk på rundt 80 TWH pr. år til drift av bygg til netto 40 TWH pr. år innen 2040, og at det viktigste virkemidlet for å utløse dette potensialet ville være å opprette en økonomisk tilskuddsordning som rettet seg mot eiere av eksisterende bygg, både bolig- og næringsbygg.

Forbrukerrådet vil anføre at det i tillegg er fullt mulig å se for seg en låneordning der finansiering av slike tiltak hentes inn fra det grønne obligasjonsmarkedet, administrert enten av Husbanken, ENOVA, Kommunalbanken eller av norske kommuner. Rimelige grønne lån kan for eksempel ytes til fullfinansiering av bygg som oppnår høy energiklassifisering (energiklasse A eller lignende).

Dersom grønne obligasjoner skal ha en rolle i å bidra med kapital til gode prosjekter må de imidlertid ha vilkår som er attraktive og konkurransedyktige både for dem som tilbyr og for dem som etterspør. Samtidig må også låne- og tilskuddsordningene være enkle og forståelige. Det må stilles strenge krav til de vurderingene som gjøres av det underliggende prosjektet i forkant. Vurderingene må, som utvalget også påpeker, være korrekte, troverdige og basert på objektive og etterprøvbare kriterier.

Kapitel 6: Informasjonsasymmetri og digitalisering

- Folkefinansiering (6.2.2)

Egenkapitalbasert folkefinansiering kan være en egnet måte for oppstartbedrifter til å fremskaffe kapital for å realisere ulike forretningsideer.



Gjennom å bidra til bedriftens egenkapital, mottar gjerne innskyteren en eierandel i selve bedriften.

Lånebasert folkefinansiering (Peer-to-Peer lending) innebærer at folk låner hverandre penger og betaler/mottar rente på lånesummen. Vi har hatt dårlige erfaringer med denne typen folkefinansiering i Norge (Trust Byddy), men det innebærer ikke at peer-to-peer lending kan organiseres på en tillitsvekkende måte.

Belønningsbasert og donasjonsbasert folkefinansiering kan også benyttes for å finansiere samfunnsnyttige prosjekter, men åpner i mindre grad for noen forbrukerrelasjon.

I sum er det lett å tenke seg at folkefinansiering kan bidra til at flere gode prosjekter, små og store, gjennomføres.

I Norge vil folkefinansiering være delvis regulert i finansforetaksloven, dels i verdipapirhandelloven, og delvis i lov om forvaltning av alternative investeringsfond. Dette innebærer at regelverket er komplisert og uoversiktlig, og flere aktører har tatt til orde for at et nytt regelverk må på plass, slik det har skjedd i Finland og Danmark.

Kapitaltilgangsutvalget behandler i liten grad utfordringene med folkefinansiering. Det gjorde heller ikke Delingsøkonomiutvalget (NOU17:4). Det kan bidra til at åpenbare og ikke fult så åpenbare utfordringer med folkefinansiering ikke når dagens lys.

Et eksempel på eventuelle utfordringer er skattemessige forhold knyttet til folkefinansiering.

Et annet eksempel er utfordringene med verdifastsettelse av selskap som fundes med egenkapitalbasert folkefinansiering. Det er flere dårlige erfaringer med på forbrukere som investerer nokså direkte i ikke-omsettelige og unoterte virksomheter. Et eksempel er perioden midt på 2000-tallet under råsalget av «eiendomsfond» som egentlig ikke var noe fond og hvor annenhåndsmarkedet opphørte med finanskrisen. Avisen Dagens Næringsliv og andre medier har gjennom sommeren 2018 vist hvordan en rekke useriøse virksomheter har gjenopptatt den forbrukerfiendtlige praksisen – også nå de mangler nødvendige konsesjoner.



For en vanlig forbruker vil det være vanskelig å fastslå verdien av et selskap, enten det er et kjøpesenter utenfor en mellomstor norsk by eller et boligkompleks i en europeisk hovedstad.

Regjeringen har i Jeløya-plattformen tatt til orde for å gjøre det enklere å ta i bruk folkefinansiering i Norge. Forbrukerrådet er enig i at det er behov for et mer anvendbart regelverk på dette området, så lenge forbrukerbeskyttelsen er ivarettatt. Samtidig er det også viktig å ivareta behovet for åpenhet og innsyn, motvirke hvitvasking.

Det ligger til myndighetene å finne løsninger på disse problemområdene. Derfor støtter Forbrukerrådet Finans Norges forespørsel i brev av 30. november 2016 til Finansdepartementet. I brevet peker Finans Norge på at det vil ta lang tid før en felles EU regulering av folkefinansieringsplattformene er på plass og enda lengere før det implementeres i norsk rett. I påvente av dette bør etableres et nasjonalt, enkelt og overordnet regelverk. Dette er et forslag som også Kapitaltilgangsutvalget støtter.

For å unngå at egenkapitalbasert folkefinansiering blir nok en arena for useriøse aktører, må det overordnede regelverket inneholde en plikt for plattformene å foreta en eller annen form for kundeklassifisering, egnethetstesting og hensiktsmessighetstesting av den som stiller med finansiering. Dette er kjente bestanddeler i MiFID-reguleringen og som har vist seg som verdifulle for å ivareta forbrukerbeskyttelse.

Et arbeid med å etablere nasjonal regelverk bør i tillegg vurdere begrensninger på hvor store beløp forbrukere kan investere gjennom slike plattformer, for eksempel som en andel av inntekt eller formue, slik det ble innført i USA med JOBS Act i 2012.

- Sentralt kredittregister (6.2.5)

Forbrukerrådet støtter etablering av et sentralt kredittregister i Norge, og mener at myndighetene bør følge nøye med på det arbeidet som skjer i eurolandene og i Sverige og Danmark på dette området. Etablering av slike registre forutsetter selvsagt at alle krav til sikkerhet og personvern blir ivarettatt og fulgt opp.

Forbrukerrådet har siden 2010 arbeidet for etablering av et register for usikret gjeld for husholdninger og enkeltpersoner, og ser frem til at dette kommer på plass.



Gjeldsinformasjonsloven som ble vedtatt av Stortinget har et todelt formål: For det første skal loven gjøre dagens kredittvurderinger bedre, og for det andre skal den forebygge gjeldsproblemer hos den enkelte. De som kan betjene gjeld skal få tilgang til kreditt, men ikke de som ikke kan betjene økt gjeld. Dette er essensen i ansvarlig utlånspraksis.

Forbrukerrådet hadde ønsket at loven også hadde til formål å gi forbrukere tilgang til oversikt over egen gjeld. Problemet med de gjeldsregistrene som etableres er at de ikke tar med all gjeld. Det vil være forbrukernes nytte at mest mulig av gjeldsforpliktelsene innrapporteres. Det inkluderer pantesikret gjeld, gjeld til det offentlige og kausjonsforpliktelser. Dette har vi fremmet ved flere anledninger, deriblant [i vårt hørings svar](#) til forskrift til Gjeldsinformasjonsloven. Komplette data forenkler hverdagen for forbrukerne som ønsker og trenger fullstendig oversikt over egen gjeldssituasjon på ett sted.

Forbrukerrådet håper derfor at gjeldsregistrene som ser ut til å komme på plass i løpet av året utvides til å omfatte flere typer gjeld.

- Aksjeeierregister (6.2.6)

Forbrukerrådet støtter etablering av en brukervennlig offentlig tilgjengelig løsning som sikrer løpende og oppdatert informasjon om eierskap i alle norske aksjeselskaper. Et aksjeeierregister vil bidra til økt åpenhet om eierforhold i aksjeselskaper. Det bør etableres en digital løsning som gjør det mulig å søke både på selskapsnavn og på navngitte personer.

Samtidig har vi erfaring med at registre av denne typen blir misbruk av useriøse selgere av investeringsprodukter og tilsynelatende velmenende klagehjelpere. Det taler for at oppslag i registeret bør begrenses i en eller annen form. Det minst inngripende tiltaket vil være i form av et (digitalt) varsel til dem som det blir gjort oppslag på, slik vi kjenner det fra oppslag i likningsdata. Andre virkemidler som bør vurderes er krav til saklig begrunnelse for oppslag og eller begrensinger på antall oppslag innenfor et gitt tidsrom.

For at et eierskapsregister skal være relevant må opplysningene være oppdatert til enhver tid, noe som innebærer at innrapportering må kreves i forbindelse med endringer i eierforholdene (hendelsesbasert). Rapporteringsplikt bør begrenses til selskaper hvor det skjer endringer av opplysninger som er gjenstand for rapportering. Dobbeltrapportering bør unngås.



Kapittel 8: Skattesystemets innvirkning på kapitaltilgangen

- Aksjesparekonto (8.4.2)

Forbrukerrådet vil kort kommentere utredningens omtale av ordningen med aksjesparekonto (ASK), som ble innført i 2017. Forbrukerrådet leverte for øvrig sin høringsuttalelse til Finansdepartementets forslag til forskriftsbestemmelser om aksjesparekonto den 12. mai 2017. Nedenstående er i stor grad basert på vårt høringssvar fra i fjor.

En viktig målsetting med ASK-ordningen er å gjøre langsiktig aksjesparing enklere og mer gunstig for privatpersoner. På den måten vil ordningen bidra til at flere investerer i aksjer som ledd i egen sparing. Forbrukere som tidligere har vært «innelåst» i dyre og middelmådige fond får nå også en mulighet innenfor det tidsvinduet som overgangsordningen innebærer til å bytte fond uten at dette utløser skatt.

Svært mange forbrukere har de siste årene plassert betydelige deler av sin sparekapital i ulike verdipapirfond. Slik sparing kan være en fornuftig spareform, men den kommer med en kostnad. Dette kostnadsaspektet blir imidlertid ofte underkommunisert av mange aktører som tilbyr forvaltningstjenester. Når faktiske kostnader tåkelegges nøytraliseres også kostnadsaspektet som konkurransefaktor i markedet. Når forbrukerne ikke blir presentert de faktiske og reelle kostnadene begrenses også muligheten til å gjøre informerte valg.

Det norske fondsmarkedet har i stor grad vært dominert av bankenes forvaltningsselskaper, som har brukt sine distribusjonskanaler til eksklusivt salg av egne fond, og som stort sett også har vært aktivt forvaltet med tilhørende høye forvaltningshonorarer. Forbrukerrådet mener det er positivt dersom kundene gjennom aksjesparekonti får tilgang til et bredere fondsutvalg, herunder også fondsprodukter som er rimeligere priset som for eksempel indeksfond.

Kostnader som belastes forbrukerne må synliggjøres bedre og tydeligere. Enkelte aktører er mer opptatt av å vise frem historisk avkastning enn av å synliggjøre egne prislister. Det bør derfor være et krav at forvaltningsgebyrer skal være like synlige som historisk avkastning.



Forbrukerrådet oppfordrer myndighetene om å ta inn bestemmelser i regelverket som sikrer tydelighet og åpenhet om eventuelle pengestrømmer mellom plattform og leverandør, enten det er i form av returprovisjoner eller andre salgsfremmende pengestrømmer, og at det gjennomføres hyppige tilsyn med at dette etterleves.

Forbrukerrådet er opptatt av at gebyrer ikke må være til hinder for et effektivt flyttemarked. Det er derfor viktig at gebyrer i forbindelse med flytting eller opphør av konto baseres på prinsippet om kostnadsdekning. Vi viser for øvrig til finansavtaleloven § 14 a om at gebyr skal være passende og stå i forhold til institusjonens faktiske kostnader

Forbrukerrådet vil understreke at gebyrer skal fremgå tydelig av prislister som skal være lett tilgjengelige på tilbydernes hjemmesider. Alle tilbydere må også pålegges å spesifisere størrelsen på eventuelt flyttegebyr og at fremtidige økninger (f.eks. basert på KPI totalindeks) tas inn i kontoavtalen mellom kunde og tilbyder når kontoen opprettes.

Når det gjelder utvalgets anbefaling om å utrede en utvidelse av ASK-ordningen til også å kunne inkludere unoterte aksjer, så mener Forbrukerrådet at dette bør kunne vurderes.

Oslo, den 29. juni 2018

Med vennlig hilsen
Forbrukerrådet

Jorge B. Jensen
Fagdirektør finans

Bjarki Eggen
Seniorrådgiver