

Finansdepartementet  
Finansmarkedsavdelingen  
Postboks 8008 Dep  
0030 OSLO

Oslo, 16. mai 2014

## **Høring – forskrifter om kapitalkrav, godtgjørelsesordninger mv.**

### **1. Innledning**

Verdipapirfondenes forening – næringspolitikk (VFFN) representerer interessene til norske fondsforvaltningsselskap som driver fondsforvaltning under både UCITS- og AIFM-direktivet, samt foretak som driver aktiv (diskresjonær) forvaltning, det være seg gjennom fondsforvaltningsselskap eller verdipapirforetak.

Vår høringsuttalelse omtaler kun forhold i tilknytning til de foreslåtte reglene om godtgjørelsesordninger. Før vi går nærmere inn på våre merknader til forskriftsutkastet, finner vi grunn til å framheve noen særtrekk ved virksomheten til fondsforvaltningsselskap og verdipapirforetak som kun driver aktiv forvaltning, som vi mener er relevante i forhold til regulering av godtgjørelsesordninger for vår bransje.

#### **1.1**

I de formene for kapitalforvaltning som våre medlemmer representerer er alle kundemidler underlagt separasjonsprinsippet – altså at disse midlene oppbevares adskilt fra fondsforvaltningsselskapets/verdipapirforetakets økonomi. Våre medlemmer forvalter altså midler for kundens regning og risiko, kontraktsrettslig adskilt fra balansen til foretaket som forvalter midlene. Dette er et særtrekk ved bransjen som gjør den svært forskjellig fra størstedelen av finansnæringen for øvrig, der virksomheter som kredittgivning og egenhandel gjøres på den enkelte institusjons egen balanse, og der verdiutviklingen av de aktuelle aktiva eller handel med finansielle instrumenter dermed slår rett inn i de enkelte institusjoners resultater. Det er nettopp ovennevnte forskjeller som medfører at de fleste institusjoner i finansnæringen er underlagt høye egenkapitalkrav, mens foretak som forvalter fond eller driver aktiv forvaltning er underlagt svært lave egenkapitalkrav.

Ovennevnte forhold har betydning for forskriftsutkastet på minst to måter. For det første mener vi at den virksomhet våre medlemmer driver i svært begrenset grad har innbakt systemkritisk risiko, eller medfører fare for støttetiltak som eksponerer skattebetalernes penger. For det andre inngår ikke kundemidler i balansen til foretaket som forvalter dem, slik at foretakenes egenkapitalrisiko blir svært lav i forhold til i banker og andre foretak som forskriftens bakenforliggende EU-regelverk egentlig er utformet for.

## 1.2

Både i kollektiv og individuell kapitalforvaltning er driftskostnadene relativt upåvirkelige på kort sikt, mens inntektssiden svinger svært mye fra år til år. Svingningene på inntektssiden avspeiler at svingningene i forvaltningsvolumets markedsverdi kan være svært store, særlig innen forvaltning av aksjer, og der foretakenes inntektsside kun består av årlige forvaltningshonorarene som er fastsatt i prosent av markedsverdien. Foretak som i hovedsak forvalter aksjer må derfor være forberedt på reduksjon i sine bruttoinntekter på 40-50 prosent fra ett år til et annet.

Ovennevnte forhold medfører store fluktuasjoner i kapitalforvaltningsmiljøenes årlige nettoresultater. Bruk av variabel godtgjørelse er nær sagt det eneste virkemiddelet på forvaltningsselskapenes kostnadsside som kan fluktuere i takt med svingningene på inntektssiden. For eierne av foretakene i den delen av det norske kapitalforvaltningsmiljøet som vi representerer har derfor bruk av variabel godtgjørelse (overskuddsdeling) vært et svært viktig virkemiddel til å redusere egenkapitalrisikoen. Dette momentet må tillegges stor vekt når det gjøres vurderinger av i hvilken grad variabel godtgjørelse også kan bidra til risikoøkende adferd hos de ansatte som kan være i strid med foretakets eller kundenes interesser.

For lite fleksibilitet i regelverket for fast versus variabel godtgjørelse for en del sentrale medarbeidere, som påtvinger bransjen økte fastlønnsnivåer, vil derfor representere en vesentlig økning av foretakenes egenkapitalrisiko.

## 1.3

En rekke av de foretakene vi representerer er imidlertid ikke børsnoterte, og er heller ikke foretak i konsern som er børsnotert.

Foretakene i denne gruppen har typisk et fåtall eiere, og der eierandeler omsettes relativt sjelden. Dermed har heller ikke foretakene noen egenkapitalinstrumenter som prises i et marked. Dersom foretaket på årlig basis skal utdele en andel av den variable godtgjørelse til de ansatte gjennom utstedelse av egenkapitalinstrumenter i foretaket, oppstår det således jevnlig utfordringer mellom eksisterende eiere og de ansatte som skal tilkjennes slike instrumenter om hva som er rett pris. Dessuten vil det være svært vanskelig for de ansatte å vite hvor omsettelige disse egenkapitalinstrumentene vil kunne bli i framtiden og hvor stor likviditetspremien (dvs. avkortning i verdi) vil måtte bli for i framtiden å kunne få solgt aksjene.

Denne problemstillingen oppstår ikke i børsnoterte foretak der premisset nettopp er at den frie omsetningen av egenkapitalinstrumentet i markedet over tid vil avgjøre eierstrukturen. Aktivitet og resultater fra kapitalforvaltning har imidlertid svært begrenset betydning for aksjekursutviklingen i norske børsnoterte finanskonsern. Det blir derfor en svært svak sammenheng mellom tilpasninger og risikotaking i kapitalforvaltningsvirksomheten og kursutviklingen for konsernet. De lave kapitalkravene innen kapitalforvaltning avspeiler også at egenkapitalrisikoen i foretak som driver kapitalforvaltning er svært lav, og således i svært liten grad påfører bankkonsernet det inngår i risiko.

Som nevnt i punkt 1.1 forvalter våre medlemmer midler for kundenes regning og risiko, der kapitalkravene for foretakene som sådan er svært lave. Førstehåndseffekten av utilbørlig risikotaking vil typisk være vesentlig større for foretakets kunder enn for foretaket selv. Et



særtrekk ved kapitalforvaltning er derfor viktigheten av at regelverket for godtgjørelsesordninger er utformet også med sikte på å skape sammenfallende insentivstruktur mellom de ansatte og foretakets kunder.

Etter vår oppfatning tilsier sistnevnte moment, men også momentene over, at det er avgjørende viktig at regelverket for godtgjørelsesordninger også åpner opp for at betinget tildelt variabel godtgjørelse kan investeres i de produkter som foretaket tilbyr sine kunder.

## 2. Merknader til forskriftsutkastet

### 2.1

I §1 nytt annet ledd foreslår Finanstilsynet at forvaltningsselskap for verdipapirfond skal være unntatt § 4 nytt annet ledd. Det innebærer at forvaltningsselskap som bare forvalter UCITS blir unntatt 100/200 prosent-grensen for variabel godtgjørelse i forhold til fast godtgjørelse. Dette er viktig for norsk fondsbransje i forhold til de særtrekk ved bransjen som er nevnt i pkt. 1.2 over.

Videre fastslår § 4 sjette ledd at *"Minst halvparten av årlig variabel godtgjørelse skal gis i form av aksjer eller andre egenkapitalinstrumenter utstedt av foretaket eller et annet foretak i konsernet, eller i form av betinget kapital som avspeiler foretakets verdiutvikling, ... .."*

Ordlyden er uendret i forhold til dagens forskriftstekst. I overensstemmelse med tilbakemelding fra Finansdepartementet har norsk fondsbransje tolket ordlyden *"eller i form av betinget kapital som avspeiler foretakets verdiutvikling"* som at det betinget kan tildeles fondsandeler i selskapets egenforvaltede verdipapirfond. Dette medfører at forvaltningsselskap som bare forvalter UCITS også kan ivareta de særtrekk for norsk fondsbransjen som er nevnt i pkt. 1.3 over.

Så fremt ovennevnte to elementer blir stående i den endelige forskriften, har vi ikke noen innvending mot de øvrige foreslåtte endringer fra tilsynet for denne delen av virksomheten til et fondsforvaltningsselskap. Styret i VFF har for øvrig vedtatt en bransje anbefaling som viser anbefalt bransjepraksis i forhold til begge ovennevnte elementer i forskriften, som finnes på <http://www.vff.no/filestore/Bransjeanbefaling-godtgjorelsesordninger.pdf>.

Vi minner også om at EU nylig har vedtatt UCITS V. Det nye direktivet inneholder regler om godtgjørelsesordninger. Det er grunn til å understreke at dette direktivet, nettopp på grunnlag av de særtrekk ved bransjen som vi nevnte i pkt. 1.1 til 1.3 over, ikke legger opp til noen kvantitative grenser mellom fast og variabel godtgjørelse, og der den betingede delen av den variable godtgjørelsen eksplisitt kan plasseres i egenforvaltede UCITS. Direktivet innfører for øvrig også det såkalte proporsjonalitetsprinsippet.

### 2.2

Som nevnt over foreslås det at forvaltningsselskap for verdipapirfond, med unntak av §4 nytt annet ledd, skal være omfattet av forskrift om godtgjørelse i finansinstitusjoner mv. Vi antar imidlertid at Finanstilsynet ved utforming av forslag til endringer i denne ikke har tatt høyde for forslag til lov om forvaltning av alternative investeringsfond og forslag til forskrifter til ny lov om forvaltning av alternative investeringsfond, som inneholder eksplisitte regler om godtgjørelsesordninger. Disse to reguleringene innebærer norsk implementering av AIFM-



direktivet samt ESMA's anbefaling om godtgjørelsesordninger for forvaltere av alternative investeringsfond.

Svært mange forvaltningsselskap for verdipapirfond forvalter per i dag både UCITS og såkalte nasjonale fond eller spesialfond. Førstnevnte virksomhet vil være regulert av UCITS-direktivet, mens sistnevnte virksomhet også vil bli underlagt AIFM-direktivets reguleringer når dette implementeres i Norge.

Når det i forskrift om godtgjørelsesordninger i finansinstitusjoner framgår at denne, med unntak av §4 nytt annet ledd, gjelder for forvaltningsselskap for verdipapirfond, oppstår det en uklarerhet i forhold til forskriftens virkeområde. En tolkning kan gå ut på at forskriften bare gjelder for de ansatte og den delen av virksomheten som omfatter forvaltning av UCITS, mens det nye godtgjørelsesregelverket for forvaltning av alternative investeringsfond skal gjelde for de ansatte som er en del av denne delen av virksomheten. En alternativ tolkning kan være at førstnevnte forskrift gjelder for all virksomhet i et forvaltningsselskap for verdipapirfond, men der selskapet samtidig må innrette seg etter de nye godtgjørelsesreglene som gjelder for alternative investeringsfond for de ansatte som arbeider i sistnevnte virksomhet. I praksis vil mange ansatte arbeide i begge ovennevnte to virksomhetsområder samtidig, og rent juridisk er det også bortimot umulig å todele virksomheten på en slik måte. Det vil imidlertid være behov for at departementet klargjør dette forholdet i forbindelse med endelig utforming av de to forskriftene.

For øvrig ser vi grunn til å understreke at reguleringen av godtgjørelsesordninger også innenfor EUs AIFM-regulering er utformet på grunnlag av de særtrekk ved bransjen som vi har omtalt i pkt. 1.1 til 1.3 over: EU-reglene legger ikke opp til noen kvantitative grenser mellom fast og variabel godtgjørelse, og der den betingede delen av den variable godtgjørelsen eksplisitt kan plasseres i egenforvaltede fond. Også AIFM-direktivet innfører det såkalte proporsjonalitetsprinsippet, som i proposisjonen om alternative investeringsfond er foreslått tatt inn i §3-6 i den nye loven.

Med forbehold om at ESMA ennå ikke har fått utarbeidet forslag til nærmere anbefalinger om godtgjørelsesordninger i tilknytning til UCITS V, ser det ut til at EU vil ende opp med et regelverk for UCITS-forvaltere og AIF-forvaltere som ikke blir identisk ned til siste bokstav, men svært likt. Det ser dermed ut til å bli fullt mulig oppfylle begge regelverk samtidig, også når forvaltning av UCITS og AIF drives i samme juridiske enhet

### 2.3

Nesten alle våre medlemmer som også driver aktiv (diskresjonær) forvaltning, har organisert denne virksomheten i et fondsforvaltningsselskap. Etter vår oppfatning er aktiv forvaltning tilnærmet samme type virksomhet som forvaltning av UCITS eller alternative investeringsfond, med unntak av at forvaltningen finner sted for enkeltkunder framfor en kollektiv kundemasse organisert i et fond. All logikk tilsier derfor at ansatte innen aktiv forvaltning burde være underlagt samme type regelverk for godtgjørelse som ansatte innenfor forvaltning av UCITS eller alternative investeringsfond (kollektiv forvaltning). Vi vil derfor foreslå at også virksomhetsområdet aktiv forvaltning burde inngå i unntaket fra §4 nytt annet ledd, uavhengig av om denne drives i et forvaltningsselskap for verdipapirfond eller i et verdipapirforetak.

I praksis vil mange ansatte i forvaltningsselskap for verdipapirfond som blir omfattet av forskriften arbeide både i virksomhetsområdet aktiv forvaltning og i kollektiv forvaltning.



Uten et unntak fra §4 nytt annet vil trolig mange av disse likevel ikke komme under unntaket, hvilket vi gjennom hele ovennevnte gjennomgang har argumentert for at vil være svært uheldig. Også ut fra en slik betraktning er dette et svært viktig tema for våre medlemmer.

Ovennevnte forslag kan som nevnt innføres ved å tilføye at både forvaltningsselskap for verdipapirfond og verdipapirforetak som driver aktiv forvaltning går inn under unntaket i §4 nytt annet ledd. Etter vår oppfatning har departementet rom for en slik implementering, basert på en norsk tolkning av proporsjonalitetsprinsippet i CRD IV. Oss bekjent har også tyske myndigheter definert aktiv forvaltning ("asset management") til å falle utenfor CRD-regelverket, basert på en fortolkning av proporsjonalitetsprinsippet, og der det legges til grunn at aktiv forvaltning ikke innebærer vesentlig systemrisiko eller i nevnegrad påfører bankkonsern som også driver aktiv forvaltning vesentlig risiko. I Storbritannia har myndighetene ikke eksplisitt unntatt "asset managers" fra godtgjørelsesregelverket i CRD IV, men innført proporsjonalitetsprinsippet på en måte som medfører at kapitalforvaltningsmiljøene kan tilpasse seg regelverket på en hensiktsmessig måte.

Avslutningsvis vil vi påpeke at også EU etter hvert har tatt innover seg at kapitalforvaltning har særtrekk i forhold til bankvirksomhet, og derfor har gjort relevante tilpasninger i utforming av regelverker for godtgjørelsesordninger både for foretak som forvalter UCITS og alternative investeringsfond. Også denne utviklingen tilsier at norske myndigheter i forskriften om godtgjørelsesordninger bør åpne opp for proporsjonalitetsprinsippet for aktiv forvaltning.

## 2.4

Under den tidligere Regjeringen uttalte departementet at det vil være fordelaktig med like godtgjørelsesregler gjennom hele finansnæringen, også av hensyn til like konkurransevilkår om arbeidskraften. Dette er en logikk vi ikke slutter oss til, og som vi er opptatt av at ikke blir stående som et premiss for departementets nye politiske ledelse ved utforming av regler om ansattes godtgjørelse.

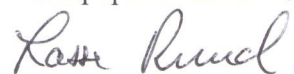
Vi kan for det første vanskelig se hvorfor ikke-systemkritiske deler av finansnæringen skal underlegges regler tilpasset systemkritiske deler av finansnæringen, når dette medfører direkte negative effekter for de ikke- systemkritiske aktørene. Slike negative effekter er for kapitalforvaltningsvirksomhet særlig knyttet til regelverk

- som øker nivået på den faste godtgjørelsen, og dermed medfører økt egenkapitalrisiko i en næring som ut fra virksomhetens art er underlagt lave kapitalkrav.
- som forhindrer muligheten til at den betingede delen av variabel godtgjørelse kan plasseres i de investeringsmandater som det enkelte kapitalforvaltningsmiljø tilbyr sine kunder, ettersom vår bransje forvalter midler for kundenes regning og risiko, og der det å skape sammenfallende interesser mellom ansatte og kunder dermed blir svært viktig i risikostyringen.

For det andre etterspørres det en annen type kompetanse innen kapitalforvaltning enn i bankvirksomhet. Vår erfaring er at banker og foretak som driver kapitalforvaltning i svært liten grad konkurrerer om den samme arbeidskraften, og særlig når det gjelder den type arbeidskraft som faller inn under godtgjørelsesregelverket. Dernest er det viktig at det norske kapitalforvaltningsmiljøet har regelverk for godtgjørelsesordninger som er internasjonalt konkurransedyktig, fordi arbeidsmarkedet innenfor vår næring også er blitt mer internasjonalt.

Enkelte av våre medlemselskap har i de senere år rekruttert flere utenlandske medarbeidere, og også erfart at medarbeidere har sluttet i det norske foretaket for å begynne i utenlandske foretak som driver kapitalforvaltning.

Med vennlig hilsen  
Verdipapirfondenes forening - næringspolitikk



Lasse Ruud  
Administrerende direktør