



Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008 Dep
0030 OSLO

Oslo, 17. september 2010

REGLER OM GODTGJØRELSE I FINANSSEKTOREN - HØRING

1. Innledning

Verdipapirfondenes forening (VFF) representerer interessene til norske fondsforvaltningsselskap som driver verdipapirfondsforvaltning (kollektiv forvaltning), og siden våren også foretak som driver aktiv (individuell) forvaltning, det være seg gjennom fondsforvaltningsselskap eller verdipapirforetak.

Innledningsvis vil vi gi støtte til det overordnede mål for regulering av godtgjørelse i finanssektoren, nemlig at slike ordninger også skal bidra til å fremme og gi incentiver til god styring av og kontroll med foretakets risiko og bidra til å unngå interessekonflikter, slik det er uttrykt i utkast til forskrift § 1.

Vi har innsigelser mot særlig to elementer i forskriftsutkastet, som vi mener vil skape svært uheldige virkninger for den delen av kapitalforvaltningsmiljøet som vi representerer. I det følgende vil vi utdype disse to uheldige sidene ved forskriftsutkastet. Dernest vil vi begrunne hvorfor vi også mener at disse to elementene i utkastet er foreslått strengere implementert enn hva EU-regelverket tilsier. Mens det norske forskriftsutkastet legger opp til en enhetlig regulering av ulike aktører i finansnæringen som driver svært ulik virksomhet, mener vi at EU-regelverket eksplisitt åpner opp for at prinsippene skal kunne tilpasses forskjeller i virksomhetene ("proporsjonalitetsprinsippet").

Før vi går nærmere inn på våre innsigelser mot enkelte elementer i 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 de temaer som forskriften tar opp og er ment å regulere.

I de formene for kapitalforvaltning som våre medlemmer representerer er alle kundemidler underlagt separasjonsprinsippet – altså at disse midlene oppbevares og kontrolleres av en depotbank og dermed adskilt fra fondsforvaltningsselskapets/verdipapirforetakets økonomi. Våre medlemmer forvalter altså midler for kundens regning og risiko, kontraktsrettslig adskilt fra forvaltningsselskapets egen balanse. Dette er et særtrekk ved bransjen som gjør oss 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 fondsforvaltningsselskap eller verdipapirforetak som kun driver aktiv forvaltning er underlagt svært lave egenkapitalkrav. Minstekravet til egenkapital i et fondsforvaltningsselskap er for eksempel bare på en million kroner.

Vi mener også at sannsynlighet for adferd som innebærer ”moralsk hasard” er mindre i slike virksomheter enn i andre deler av finansnæringen, fordi ringvirkningene av en konkurs i et foretak som driver kapitalforvaltning vil være temmelig begrenset, og der det synes svært lite aktuelt å tenke seg tilførsel av ny egenkapital fra staten. Verdipapirfondloven regulerer endog dette forholdet, og fastslår at Finanstilsynet vil overføre forvaltningen av foretakets investeringsmandater til et annet fondsforvaltningsselskap i en slik situasjon.

Det alt overskyggende av de investeringsmandater som forvaltes av våre medlemmer innebærer også svært oversiktlige eksponeringer (konvensjonell kapitalforvaltning), der gearing eller short-posisjoner opptrer i et volum som er nærmest neglisjerbart. Lov om spesialfond kan muligens på lengre sikt endre dette forholdet noe, men forventes ikke i overskuelig framtid å utgjøre store volumer.

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 mener vi at egenkapitalrisikoen i foretakene vi representerer arter seg på en svært annerledes måte enn i de fleste andre foretak som forskriften er utformet for, og at nettopp dette på et par punkter medfører uheldige og, slik vi oppfatter det, utilsiktede effekter for våre medlemmer.

2. Andelen fast contra variabel godtgjørelse i forskriftsutkastet

§ 4, første ledd i forskriftsutkastet lyder som følger:

”For ledende ansatte skal sammensetningen av fast og variabel godtgjørelse være balansert. Hovedelementet skal være den faste godtgjørelsen, og slik at den faste delen av godtgjørelsen skal være tilstrekkelig høy til at foretaket kan unnlate å utbetale den variable delen av godtgjørelsen.”

Videre framgår det av utkastets §§ 5, 6 og 7 at ovennevnte formulering i § 4 også gjelder for ansatte med arbeidsoppgaver av betydning for foretakets risikoeksponering, ansatte med kontrolloppgaver og foretakets tillitsvalgte.

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 særlig at en relativt stor andel av forvaltningsvolumet er aksjeforvaltning, der svingningene i markedsverdi kan være svært store, og der de årlige forvaltningshonorarene beregnes i prosent av markedsverdien. Foretak som i hovedsak forvalter aksjer kan derfor i ny og ne oppleve reduksjon i sine bruttoinntekter på 40-50 prosent fra ett år til et annet. Dernest vil netto endring i forvaltet volum fra år til år også kunne bidra til vesentlige endringer i brutto inntekter. Sannsynligheten for at et foretak kan oppleve sammenfall av disse to risikoene for inntektsbortfall (altså kombinasjonen av sterkt fallende aksjekurser kombinert med at kundene i vesentlig grad tar ut sine midler fra aksjeforvaltning) er på ingen måte neglisjerbar.



Ovennevnte forhold medfører store fluktuasjoner i kapitalforvaltningsmiljøenes årlige nettoresultater. Hvis man tar for seg regnskapene for norske fondsforvaltningsselskap de siste 10 årene, vil man kunne se at en rekke av disse foretakenes resultater bli nær null eller svakt negative i kjølvannet av år med kursfall i aksjemarkedene, selv om den variable lønnsgodtgjørelsen til selskapets ansatte i slike år blir kraftig redusert eller null. Samtidig ser vi at resultatene i disse virksomhetene stiger kraftig i kjølvannet av perioder der aksjekursene har steget igjen, selv med gode bonusutbetalinger til en rekke ansatte. For eierne av foretakene i den delen av det norske kapitalforvaltningsmiljøet som vi representerer har derfor bruk av variabel godtgjørelse vært et svært viktig virkemiddel til å redusere egenkapitalrisikoen (overskuddsdeling). Erfaringene så langt har da også vært at dette bidrar vesentlig til å redusere risikoen til eierkapitalen – ikke risikoøkende adferd i strid med foretakets eller andelseiernes interesser.

Våre medlemmer har forståelse for den delen av § 4 første ledd som fastslår at det skal være en viss balanse mellom variabel og fast godtgjørelse, og at den faste godtgjørelsen må være høy nok til at de ansatte kan leve av den – altså slik at foretaket kan unnlate å utbetale den variable delen av godtgjørelsen. Våre medlemmers utfordring knyttet til § 4 første ledd, dreier seg primært om formuleringen om at *”Hovedelementet skal være den faste godtgjørelsen”*. De årlige svingningene i resultatene til foretak som driver kapitalforvaltning, og andelen år med negative resultater / resultater nær null er åpenbart vesentlig større enn for kredittinstitusjoner, som det antas at forskriften særlig skal være tilpasset for. Variabel godtgjørelse er derfor et svært viktig virkemiddel for at kostnadssiden skal kunne svinge i takt med de store svingninger vi ser på inntektssiden. Og nettopp derfor er det våre medlemmers oppfatning at en regel om at fast godtgjørelse for en del sentrale medarbeidere skal opp til et nivå på over halvparten av den totale godtgjørelse også i de beste regnskapsårene, vil medføre en vesentlig økning og ikke redusert eksponering av egenkapitalen i disse foretakene.

I denne sammenheng er det også igjen verd å nevne de svært lave kapitalkravene i de kapitalforvaltningsmiljøene vi representerer (ettersom våre medlemmer ikke har kundemidler på egen balanse), slik at et regelverkspåført høyere fastlønnsnivå kan få en svært følbart risikoøkende effekt for egenkapitalen. Oppsummert er vi derfor av den oppfatning at ovennevnte formulering vil gi utilsiktede effekter for den delen av kapitalforvaltningsmiljøet vi representerer.

3. Krav om aksjer eller andre egenkapitalinstrumenter i den variable godtgjørelsen i forskriftsutkastet

Dernest har vi innvendinger mot forskriftsutkastets § 4 tredje ledd, med unntak av siste setning i dette leddet. Hele § 4 tredje ledd lyder som følger:

”Dersom variabel godtgjørelse benyttes, skal minst halvparten av årlig godtgjørelse enten gis i form av aksjer eller andre egenkapitalinstrumenter utstedt av foretaket eller et annet foretak i konsernet, med en frist for når egenkapitalinstrumentene kan disponeres. For foretak som ikke har utstedt egenkapitalinstrumenter skal minst halvparten av årlig variabel godtgjørelse utbetales i form av annen form for kompensasjon som bare kan utbetales jevnt fordelt over en periode på minst tre år. Variabel godtgjørelse skal reduseres dersom etterfølgende resultater i foretaket og resultatutviklingen i foretaket tilsier dette.”



Videre framgår det av utkastets §§ 5, 6 og 7 at ovennevnte formulering i § 4 ikke bare gjelder ledende ansatte, men også for ansatte med arbeidsoppgaver av betydning for foretakets risikoeksponering, ansatte med kontrolloppgaver og foretakets tillitsvalgte.

Fondsforvaltningsselskap og verdipapirforetak med konsesjon til å drive aktiv forvaltning må som kjent være AS eller ASA (eventuelt kreditinstitusjon for sistnevnte type foretak). En rekke av de foretakene vi representerer er imidlertid ikke børsnoterte, og er heller ikke foretak i konsern som er børsnotert. Forskriftsutkastet skaper derfor en rekke effekter som etter vår oppfatning vil være uheldige både for nåværende eiere i slike foretak og for deres ansatte. Dette antar vi at ikke er tilsiktet.

Foretakene i denne gruppen har typisk et fåtall eiere, og der eierandeler omsettes relativt sjelden. Dermed har ikke foretakene noen egenkapitalinstrumenter som prises i et marked. Dersom foretaket på årlig basis skal utdele variabel 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 likviditetspremie (dvs. avkorting i verdi) vil måtte bli for i framtiden å kunne få solgt aksjene.

Et annet aspekt ved forskriftsutkastet på dette punkt er at det ikke bare vil legge begrensninger på hva slags form den variable godtgjørelsen vil få for de ansatte, men i praksis også frarøve eierne mulighet til ikke gradvis å bli uvannet i sin eierandel og fritt kunne velge hvilke av de ansatte som ønskes tatt inn på eiersiden – hvert fall så lenge ikke all godtgjørelse gis i form av fast godtgjørelse. Dette mener vi gir en inngripen i eierrettighetene til slike foretak som virker svært urimelig. Denne effekten oppstår ikke i børsnoterte foretak der premisset nettopp er at den frie omsetningen av egenkapitalinstrumentet i markedet over tid vil avgjøre eierstrukturen.

Vi vil derfor anmode departementet om å myke opp kravene i § 4 tredje ledd, som kan gi rom for alternative former for bindinger. En løsning kunne for eksempel gå ut på at minst halvparten av den variable godtgjørelsen til ansatte i foretak med konsesjon til å drive fondsforvaltning eller aktiv forvaltning må tilbakeholdes i foretaket for eksempel i minst tre år, eller kan deles ut i form av fondsandeler med bindingstid – evt. kombinert med regler for gradvise uttak. I forhold til sistnevnte virkemiddel bør det imidlertid foretas skattemessige avklaringer som forhindrer at slike regelverkspålegg får urimelige skattemessige konsekvenser for den enkelte ansatte.

4. Forholdet til relevante EU-regler

Etter vår oppfatning innebærer også ovennevnte to elementer i forskriftsutkastet en strengere implementering enn hva EU-regelverket fastsetter, og uten at det er gitt noen nærmere begrunnelse for et slikt behov fra norsk side. EU-reguleringen tar nemlig vesentlig hensyn til at behovene for inngrep i form av regulering kan være forskjellig avhengig av størrelse og arten av virksomheten som drives. Det vises her til pkt 9 i fortalen til Kommissjonens anbefaling av 30. april 2009, hvor det bl.a. sies:

"Disse generelle prinsipper kan være mere relevante for nogle kategorier af finansielle virksomheder end for andre set i lyset af gældende regler og fælles praksis i finanssektoren"

Videre viser vi til pkt 11 i fortalen hvor det sies:



"En given finansiell virksomheds aflønningspolitikk bør også ta hensyn til, hvor stor virksomheten er, hvilke aktiviteter den beskæftiger sig med, og hvor komplekse disse aktiviteter er".

Vi viser også til Kommissjonens anbefaling avsnitt 1 pkt 1.3 hvor det heter:

"Når medlemsstatene træffer foranstaltninger for at sikre, at de finansielle virksomheder efterlever disse principper, bør de være opmærksomme på de pågældende finansielle virksomheders størrelse og deres særlige aktivitetsområder".

Videre viser vi til fortalen til CRD III pkt 4 hvor det sies:

"Prinsipperne tilgodeser, at kreditinstitutter og investeringselskaber kan anvende bestemmelserne forskelligt afhængigt af deres størrelse, interne organisation og deres aktiviteter art, omfang og kompleksitet.

Til slutt viser vi til CRD III vedlegg 5, avdeling 11, artikkel 23 hvor det heter

"... skal de overholde følgende principper på en måte og i det omfang, som svarer til deres størrelse, interne organisation og arten, omfanget og kompleksiteten av deres aktiviteter"

Vi kan ikke se at utkastet til forskrifter har bygget inn Kommissjonens henstilling eller CRD IIIs bestemmelser vedrørende anvendelsesområde og forholdsmessighet (proporsjonalitetsprinsippet). Det innebærer bl.a. at de to forhold i forskriften som vi nevner ovenfor medfører identisk regulering av utformingen av variabel godtgjørelse til et lite foretak som driver kapitalforvaltning som i en systemkritisk storbank.

De to forholdene vi tar opp innebærer også materielle begrensninger som avviker fra Kommissjonens anbefaling. Som nevnt heter det i forskriftsutkastet at "hovedelementet (vår understreking) skal være den faste godtgjørelse" der hvor godtgjørelsen er sammensatt av en fast og variabel del. Kommissjonens henstilling lyder: "Indeholder aflønningen en variabel komponent eller en bonus, bør der i aflønningspolitikken være en passende balance mellom faste og variable aflønningskomponenter", jfr pkt 4.1. Slik forskriftsutkastet er formulert, kan man lett tolke bestemmelsen dit hen at den anviser et bestemt prosentvis forhold mellom fast og variabel lønn, og at den faste skal være større enn 50 prosent av samlet godtgjørelse. Dette følger ikke av Kommissjonens anbefaling, som dessuten har bestemmelser som åpner for ulik vurdering av hva som er passende balanse mellom avlønningskomponentene, jfr pkt 4.1 annen setning som lyder: "En sådan passende balance mellom aflønningskomponentene kan variere fra medarbejder til medarbejder afhængigt af markedsforholdene og den specifikke sammenheng, som den finansielle virksomhed opererer i". Etter vår oppfatning gir også EUs ordvalg "passende balanse" rom for mer fleksibilitet enn ordlyden i forskriftsutkastet der sammensetningen av fast og variabel godtgjørelse skal være "balansert".

Samtidig viser vi til teksten CRD III, vedlegg 5, avdeling 11, artikkel 23, pkt L hvor det heter:

"Der er en passende (vår understreking) balance mellom faste og variable aflønningskomponenter; den faste aflønningskomponent udgør en tilstrækkelig høj andel af den samlede løn og gør det muligt for virksomheden at føre en helt igennem fleksibel politik for variable aflønningskomponenter, herunder eventuelt helt unnlade at udbetale variable aflønningskomponenter. Institutterne bør fastlægge et passende forhold mellem den faste og den variable del af den samlede løn. Det Europæiske Banktilsynsudvalg sikrer, at der findes retningslinjer for opstilling af specifikke kriterier til fastlæggelse af det passende forhold mellem



den faste og den variable del af den samlede løn”.

Forskriftsutkastet bestemmer som nevnt over også at minst halvparten av årlig variabel godtgjørelse skal gis i form av aksjer eller andre egenkapitalinstrumenter. Heller ikke denne bestemmelsen er i samsvar med Kommisjonens anbefaling. Kommisjonens anbefaling er mer fleksibel og lyder:

4.3. I tilfælde hvor der tildeles en større bonus, bør hovedparten af bonusen udskydes i en minimumsperiode. Hvor stor en del af bonusen der skal udskydes, bør fastsættes i forhold til bonussens samlede størrelse sammenholdt med den samlede løn.

4.4. Ved fastsættelsen af den udskudte bonuskomponent bør der tages hensyn til de bestående risici ved de aktiviteter, som bonusen er knyttet til, og den kan bestå af aktier, optioner, kontanter eller andre midler, hvis udbetaling er udskudt i udskydelsesperioden. Målinger af de fremtidige resultater, som den udskudte komponent er knyttet til, bør risikojusteres som beskrevet i punkt 5.

Vi viser også til fortalen til CRD III pkt 9 hvor det legges opp til fleksibel praktisering av bestemmelsene om fordeling av variabel lønnskomponent mellom egenkapitalinstrumenter og kontanter:

”Når der er tale om ikke-noterede kreditinstitutter, bør udbetalingen om muligt ske på anden måde end som kontant betaling eller i form af andre langfristede finansielle instrumenter, der i tilstrækkelig grad afspejler virksomhedens kreditkvalitet. I denne forbindelse er proportionalitetsprincippet meget vigtigt, eftersom det ikke altid vil være hensigtsmæssigt at stille sådanne krav i forbindelse med små kreditinstitutter og investeringselskaber”.

5. Implementering i Sverige

Tilsvarende regleverk i Sverige er vesentlig mer fleksibelt enn det norske forskriftsutkastet. Vi vil dessuten understreke at dette regelverket helt eksplisitt har innarbeidet EU-reglens såkalte proporsjonalitetsprinsipp. For nærmere informasjon om det svenske regleverket vil vi henvise til følgende deler av den svenske Finansinspeksjonens nettsider:

http://www.fi.se/Templates/Page_12074.aspx

http://www.fi.se/Templates/Page_12325.aspx

6. Oppsummering og avslutning

Både EU-regelverket og det internasjonale regelverket for øvrig er særlig rettet mot de store eller systemkritiske finansforetakene, og der vi internasjonalt åpenbart har sett eksempler på uheldige insentivordninger som har ført til uansvarlig adferd. Som nevnt innledningsvis er det vår oppfatning at den delen av det norske kapitalforvaltningsmiljøet som vi representerer ikke befinner seg i sentrum, men i ytterkant av den målgruppen som både EU- regelverk og internasjonalt regelverk for øvrig særlig retter seg mot. Det framstår da som urimelig dersom den norske regelverksutformingen på dette området blir utformet så kategorisk og spesialtilpasset til situasjonen i store systemkritiske foretak at den medfører negative og utilsiktede effekter for det norske kapitalforvaltningsmiljøet.



Verdpapirfondenes forening

Norwegian Mutual Fund Association

Som nevnt over mener vi også at forskriftsutkastet særlig på to punkter medfører store og uheldige effekter for den delen av kapitalforvaltningsmiljøet som vi representerer, i tillegg til at disse punktene er formulert mer kategorisk og dermed strengere enn hva EU-regelverket anviser, uten at dette er nærmere begrunnet.

Vi oppfatter dessuten Kommisjonens anbefaling og utkastet til direktivbestemmelser (CRD III) som en mer fleksibel regulering, som lettere kan tilpasses den enkelte virksomhets størrelse og organisering, enn hva som følger av forskriftsutkastet på de to områdene vi har tatt opp over. Vi oppfordrer derfor departementet til også å implementere proporsjonalitetsprinsippet i utformingen av den endelige forskriften.

Bestemmelsene i utkastet til CRD III omfatter både kredittinstitusjoner og verdipapirforetak. En rekke av våre medlemmer er verdipapirforetak kun med konsesjonsområdet aktiv forvaltning. Ved å innføre proporsjonalitetsprinsippet legger vi også til grunn at disse virksomhetene vil kunne tilpasse seg regelverket på tilsvarende vis som fondsforvaltningsselskapene. Dette synes logisk, ettersom verdipapirforetak som bare har aktiv forvaltningskonsesjon (evt. supplert med konsesjon til å drive finansiell rådgiving – som direktivet eksplisitt fastslår at skal holdes utenfor) og fondsforvaltningsselskap driver så likeartet virksomhet at de bør kunne behandles likt i forskriftsutkastet.

Dernest er det viktig at det norske regelverket generelt, og særlig på de to ovennevnte punkter som vi tar opp, ikke må være mindre fleksibelt enn det regelverk kapitalforvaltere i andre EØS-land er underlagt. Innen kapitalforvaltning er kvaliteten på humankapitalen en avgjørende viktig konkurransefaktor, og personer med svært høy kompetanse er et knapphetsgode som det er økende konkurranse om ikke bare nasjonalt, men også over landegrensene. Enkelte av våre medlemmer har i de senere år i økende grad rekruttert utenlandske medarbeidere, og opplever at medarbeidere har sluttet i norske foretak for å begynne i utenlandske foretak.

I denne sammenheng finner vi avslutningsvis grunn til å minne om Kommisjonens rapport fra 2. juni i år om de ulike medlemslandenes anvendelse av Kommisjonens anbefaling. Kommisjonen varsler i rapporten at den i løpet av 2010 eller i begynnelsen av 2011 vil foreslå egne "lovgivingstiltak om aflønning i den ikke bankmessige finanssektor (forsikring, UCITS –(institutter for kollektiv investering i verdipapirer)..." Vi ser dette som et uttrykk for at Kommisjonen mener at gjeldende EU-regelverk ikke i tilstrekkelig grad tar opp i seg de særegenheter som preger kapitalforvaltningsvirksomhet i det regelverk som er utformet så langt. Dette er etter vårt syn også et argument for at departementet bør være varsomme med å innføre forpliktelser i den endelige forskriften som virker særlig hemmende for kapitalforvaltningsmiljøet, evt. å avvente den endelige implementering av slike regler for kapitalforvaltningsvirksomheter inntil Kommisjonens varslede forslag foreligger.

Med vennlig hilsen

Verdpapirfondenes forening - næringspolitikk

Lasse Ruud

Administrerende direktør