

Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 OSLO

Oslo, 6. mai 2008

## Høring – fusjon av verdipapirfond

### 1. Innledning

Det vises til høringsbrev fra Finansdepartementet av 6. februar i år.

Kredittilsynet har i mange år godkjent sammenslåinger av verdipapirfond, inntil departementet i mars i fjor kom til at verdipapirfondloven ikke hjemler en slik praksis. Vi er positive til at departementet nå har utarbeidet et lovforslag som åpner for fusjon av verdipapirfond. Vi vil samtidig påpeke at et annet utfall ville vært oppsiktsvekkende, tatt i betraktning av at Norge oss bekjent i så fall være det eneste landet i Europa uten slik adgang.

### 2. Noen overordnede merknader

Som nevnt i departementets høringsbrev har EU-kommisjonen de siste årene vurdert å foreslå et nytt UCITS-direktiv som åpner for fusjoner av fond på tvers av landegrenser. Kommisjonens direktivforslag er ventet i nær framtid. En viktig motivasjon for dette fra Kommisjonens side har vært at gjennomsnittsstørrelsen på europeiske fond er vesentlig lavere enn i USA. Fondsfusjoner over landegrensene kan i så måte bidra til lavere enhetskostnader som, gjennom effektiv konkurranse, også vil kunne bidra til lavere kostnader for andelseierne i verdipapirfond.

EU-kommisjonen påpeker at gjennomsnittsstørrelsen på verdipapirfond i USA ved utgangen av 2005 tilsvarte 7.554 millioner kroner, mens gjennomsnittsstørrelsen på europeiske verdipapirfond bare tilsvarte 1.358 millioner kroner. Lav gjennomsnittstørrelse på verdipapirfond, slik at stordriftsfordeler ikke utnyttes godt nok, er en svært sentral problemstilling også i det norske fondsmarkedet. Ved utgangen av 2005 var snittstørrelsen på norskregistrerte verdipapirfond 586 mill. kroner, det vil si godt under halvparten av gjennomsnittet ellers i Europa. En av årsakene til at norske verdipapirfond i gjennomsnitt er relativt små er at det, særlig i de senere år, har vært vanskelig å få gjennomført endringer i vedtekter og fondsfusjoner.

Nye fond etableres med en intensjon om levedyktighet på flere tiår, men i et miljø der det må påregnes at både verdipapirmarkeder, fagfeltet finansforvaltning og til dels også hvilke investeringsmandater andelseierne vil etterspørre, utvikler seg over tid. Dynamikken og profesjonaliseringen innen verdipapirmarkeder og finansforvaltning bare de siste fem til ti år illustrerer dette poenget, og det er ingen grunn til å tro at denne utviklingen vil stoppe opp. I Norge kreves det relativt detaljert beskrevne investeringsmandater i det enkelte fonds vedtekter. Mandatutformingen setter derfor store krav til forutseenhet fra fondsforvaltnings-

selskapenes side, dersom regelverket gjør det vanskelig å få gjennomført senere endringer i investeringsmandatene.

Dersom det ikke etableres mekanismer i regelverket som gir rom for å "oppdatere" fondsvedtekter som var utformet med "gårsdagens kunnskaper" og "tidsånd", vil den langsiktige konsekvensen bli et norsk fondsmarked som blir mer og mer uoversiktlig (mange fond), og med et økende islett av "ukurante produkter" (fond som det ikke lenger plasseres nye midler i, og som kanskje heller ikke fondsforvaltningsselskapene vurderer som framtidsrettede). Konsekvensen blir at markedet preges av mange små fond, og som påpekt av EU-kommisjonen, unødige høye kostnader, som dels vil ramme andelseierne og dels vil svekke den langsiktige konkurransedyktigheten til norske fondsforvaltningsselskap.

I høringsnotatet nevner også departementet at nedleggelse i en del tilfeller vil være et alternativ til fusjon av fond. Som departementet selv nevner, vil nedleggelser, som følge av en manglende adgang til å kunne fusjonere fond, ikke være i andelseiernes interesser, bl.a. ut fra en skattemessig innfallsvinkel. Departementet nevner også at fondsforvaltningsselskapene selv vil nøle med å legge ned fond så lenge de bidrar med positiv inntjening til forvaltningsselskapet. Nettopp av disse årsaker er det vår oppfatning at et regelverk som vanskeliggjør fondsfusjoner vil resultere i et norsk fondsmarked preget av mange små og til dels "ukurante" fond.

Verdipapirfond skal være et velregulert produkt, der hensynet til forbrukerbeskyttelse skal veie tungt. Et regelverk som har for statiske vurderinger av forbrukerbeskyttelsen i verdipapirfond kan imidlertid vise seg å bli det godes fiende i et lengre perspektiv. Opp gjennom årene har Kredittilsynet gradvis innført krav om mer detaljerte beskrivelser av investeringsmandater i fondsvedtektene. Dette har vært begrunnet med hensynet til å styrke andelseiernes interesse. Det er imidlertid vårt inntrykk at Kredittilsynet etter hvert kom til at et regime med en kombinasjon av detaljerte vedtekter og manglende muligheter for å kunne tillate endringer i disse, ikke er i andelseiernes langsiktige interesse. Kredittilsynet valgte å løse dette problemet gjennom å videreføre et detaljert vedtektsregime, men der det fikk innført et bedre regime for å godkjenne vedtektsendringer gjennom såkalt passivt samtykke fra andelseierne (jf. rundskriv nr. 14/2007). Etter vår oppfatning er dette en løsning som på en god måte også balanserer forbrukerbeskyttelse og hensynet til bransjens behov for å kunne foreta strukturelle tilpasninger. Kredittilsynets nye praksis har bidratt til en del vedtektsendringer det siste året, men som ikke har kunnet inngå som virkemiddel i tilknytning til fondsfusjoner, ettersom Finansdepartementet omtrent samtidig med at rundskrivet så dagens lys konkluderte med at dagens verdipapirfondlov ikke åpner for fondsfusjoner.

### **3. Nærmere om vedtektsendringer gjennom passivt samtykke fra andelseierne som grunnlag for fusjon av fond**

I høringsnotatet er det foreslått som en forutsetning for fusjon at vedtektene er like eller tilnærmet like i de to fusjonerende fondene, og at fusjon først kan gjennomføres dersom Kredittilsynet etter en selvstendig vurdering anser at vedtektsendringen er til gunst for andelseier. Det sistnevnte kravet gjelder også for vedtektsendringer. Dette innebærer at vilkårene for fusjon materielt sett vil være tilnærmet like de vilkårene som gjelder for vedtektsendringer. Denne parallelliteten innebærer at tolkningen av dagens regler for vedtektsendring er av stor betydning for hvordan det foreslåtte fusjonsregelverket vil fungere i praksis.

Etter dagens regler er det både et prosessuelt og et materielt vilkår for at vedtekter skal kunne endres. For det første må et flertall av de andelseiervalgte representantene i forvaltnings-selskapets styre samtykke til endringen. For det andre må vedtektsendringen godkjennes av tilsynsmyndigheten. En slik godkjenning kan bare gis dersom den antas å være i andelseiers interesse. Det er særlig tolkningen av det materielle vilkåret som er av interesse i denne sammenheng.

Bestemmelsen innebærer at Kredittilsynet må foreta en vurdering av den foreslåtte vedtektsendringen. Enkelte endringer, eksempelvis endringer knyttet til betingelser for å tegne seg i et fond, vil være uten betydning for eksisterende andelseiere, og er derfor enkle å ta stilling til. For andre vedtektsendringer, typisk endringer i forvaltningsmandat eller kostnadsstruktur, er vurderingen mer kompleks.

Vi antar at det neppe kan legges til grunn at det finnes en objektiv "riktig" vurdering av hvilke endringer som er til gunst for andelseierne, uavhengig av hva andelseierne selv måtte mene om spørsmålet. Fondet er summen av andelseierne, og hvis de er enige om at en endring er positiv, bør den anses som det – selv om andre måtte være uenige. Summen av hvordan andelseierne som gruppe oppfatter endringen bør dermed være avgjørende for om den anses å være til gunst i lovens forstand.

Om en endring av eksempelvis et fonds investeringsmandat av den enkelte andelseier oppleves å være til gunst eller ikke, vil henge sammen med hvilke forutsetninger andelseier har lagt til grunn for sitt erverv av andeler. En andelseier kan eksempelvis ha lagt vesentlig vekt på geografisk univers, mens en annen andelseier kan ha lagt vesentlig vekt på hvem som forvalter fondet eller måten det forvaltes på. Øverst på side 8 i høringsnotatet indikerer departementet at Kredittilsynet i sin skjønnsutøvelse bør se positivt på fondsfusjoner som medfører redusert risiko (hvert fall for en del av andelseierne) uten å gå nevneverdig utover forventet avkastning. Det kan hevdes at enhver endring som medfører økt diversifisering, altså redusert risiko, er i andelseiernes interesse. Men mange andelseiere kan også ha begrunnet sin investering nettopp i at fondet har begrenset diversifisering, for eksempel fordi fondet bare inngår som en byggestein i deres samlede portefølje, som også innehar deres samlede behov for diversifisering. De vil dermed kunne anse risikoreduserende endringer i det aktuelle fondet som negativt. Poenget med eksemplene over er å illustrere at det er så å si umulig for en tredjepart, slik Kredittilsynet vil være, å foreta en objektiv vurdering av om en vedtektsendring er i andelseiernes interesse, eller forutse hva fondets andelseiere vil mene. Tilsvarende kan gjelde for endring av kostnadsstruktur fra eksempelvis fast til differensiert forvaltningsgodtgjørelse.

De vanskeligheter som er beskrevet over medførte at fond i en periode i realiteten ikke fikk godkjent vedtektsendringer i fondenes mandater, og dermed heller ikke fondsfusjoner så fremt ikke de to fondenes investeringsmandater var svært like. Årsaken var at Kredittilsynet manglet nødvendige faktiske holdepunkter for den vurderingen de skulle gjøre. Siden det ikke kunne utelukkes at en ikke ubetydelig del av andelseierne kunne ha innvendinger – nærmest uansett hva endringen innebar, ble den praktiske konsekvensen at investeringsmandatet ikke kunne endres.

Som nevnt over la Kredittilsynet om sin praksis for om lag ett år siden. Praksisendringen innebærer at Kredittilsynet, før de avgjør om en endring er til gunst eller ikke, ber selskapene orientere sine andelseiere om den ønskede endringen – og hvilke konsekvenser den får. Kredittilsynet vurderer i forkant den informasjon som sendes andelseierne, for å sikre at

informasjonen er klar, entydig og fullstendig. Andelseierne skal i brevet oppfordres til å melde ifra dersom de ikke ønsker vedtektsendringen.

Den foreliggende praksis, som vi støtter, innebærer at dersom en stor andel av andelseierne (minimum 90 %) ikke framlegger innvendinger mot vedtektsendringen, vil endringen kunne godkjennes. Gjeldende praksis innebærer dermed, i motsetning til tidligere, at Kredittilsynet innhenter et faktisk grunnlag for den skjønnsmessige vurderingen loven krever. Det setter Kredittilsynet i stand til å foreta en mer materiell vurdering av vedtektsendringen enn hva som var tilfelle før det ble innført en praksis hvor andelseier ble gitt anledning til å ytre seg.

Vi oppfatter gjeldende praksis dit hen at Kredittilsynet ikke fatter noen endelig beslutning om endringen skal godtas før andelseierne er gitt adgang til å protestere. Vi antar at siden det er tale om å etablere et faktisk grunnlag for det skjønnnet Kredittilsynet skal utøve, vil det ikke være noen sylskarp prosentvis grense for hvor stor motstanden må være blant andelseierne før Kredittilsynet vil kunne nekte å godta vedtektsendringen. Slik vi oppfatter det er poenget at Kredittilsynet skal få en formening om andelseierne generelt stiller seg nøytrale, evt. positive til endringen, samt at en begrenset andelseiergruppe ikke skal kunne stanse en endring den store majoriteten stiller seg nøytral eller positiv til. Kredittilsynet har uttalt at dersom andelseiere som representerer 10 % eller mer av forvaltningskapitalen er imot endringen, vil dette være tilstrekkelig til at endringen ikke kan godtas. I tråd med at det her er tale om en reell skjønnsmessig vurdering, antar vi at dersom andelseiere som tilsvarer mindre enn 10 % av forvaltningskapitalen stiller seg negative til en vedtektsendring, men hvor det ligger nært opptil 10%-grensen, vil det ikke uten videre være åpenbart at tilsynet akseptere en endring.

Den foreliggende praksis innebærer at de enkelte andelseiere får god tid til å vurdere forslaget (to måneder), og også god tid til å vurdere om de fortsatt ønsker å være andelseiere dersom de ikke ønsker endringen, men ikke vinner frem med sin innvending (tre måneder).

Vi ser at ved å kreve aktivt samtykke ville det faktiske grunnlaget for vurderingen kunne være enda sterkere fundert. Det bør imidlertid ikke oppstilles krav til prosessen som i praksis gjør det umulig å få gjennomført endringer. Investorer som stiller seg likegyldig til informasjonen, vil i mange tilfeller ikke ta bryderiet med å besvare, eller glemme å sende inn sitt svar – uten at det ligger bak noe bevisst ønske om å stanse vedtektsendringen. Erfaringsmessig vil det samme gjelde også for investorer som er positive til den foreslåtte endringen, og særlig hvis de bare har mindre beløp plassert i fondet. Forvaltningsselskapet kan selvsagt purre, men i mange fond vil det være titusener andelseiere, og erfaringsmessig vil muligheten for å oppnå flertallsavgjørelser basert på aktivt samtykke være illusorisk i massemarkedsfond. Kredittilsynets grunnlag for sin skjønnsutøvelse innebærer imidlertid at de som faktisk er imot vedtektsendringen, og som dermed har et incitament til å reagere, blir invitert til å gjøre det. Det stilles heller ikke strenge krav til hvor stor del av forvaltningskapitalen vedkommende alene eller sammen med andre andelseiere må representere for å få gjennomslag.

Basert på det ovenstående mener vi at Kredittilsynets etablerte praksis for vedtektsendringer representerer en balansert og god skjønnsutøvelse, og at praksisen - overført på fondsfusjoner - i realiteten medfører at slike fusjoner lar seg realisere og på et fornuftig grunnlag.

Hensikten med den foreslåtte lovendringen er å åpne for fondsfusjoner. Ved et forslag til lovendring, er det derfor viktig at departementet fremmer en lovhjemmel som ikke bare formelt men også reelt gir muligheter for fondsfusjoner. Vi støtter departementets lovforslag.

betinget av at Kredittilsynet kan videreføre en skjønnsutøvelse basert på passivt samtykke i tilknytning til godkjenning av vedtektsendringer som gir reelle muligheter for fondsfusjoner.

Dersom departementet skulle være av den oppfatning at Kredittilsynets skjønnsutøvelse i tilknytning til passivt samtykke (eller en lett modifisert variant av denne) ikke er tilstrekkelig hjemlet i dagens verdipapirfondlov, vil vi anmode om at departementet samtidig med lovforslagene til fondsfusjoner fremmer et forslag til en lovendring som hjemler en prosess med passivt samtykke.

Med hilsen  
Verdipapirfondenes forening



Lasse Ruud  
Adm. direktør