



Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

postmottak@fin.dep.no

Tønsberg, 16. juni 2008

Høringsuttalelse – Utkast til forskrifter om egenandel for ansatte i verdipapirforetak og om agenter tilknyttet verdipapirforetak

Vi viser til brev av 27.5.2008 vedrørende ovennevnte høringsnotat. Vi har kommentarer til den delen av utkastet til forskrifter som berører agenter tilknyttet verdipapirforetak.

Våre innsigelser går kun på notatets avsnitt 3.4, Andre reguleringsbehov, underpunkt a), Begrensninger i benyttelsen av tilknyttede agenter i forhold til størrelsen på verdipapirforetak. Vi ser ikke at en slik foreslått begrensning av antall agenter i forhold til antall fast ansatte i verdipapirforetaket er nødvendig for å ivareta hensynet til opprettholdelse av de reguleringsmessige krav. Derimot mener vi at en slik begrensning i adgangen til å ha agenter vil kunne ha en rekke uønskede konsekvenser. Blant annet er det vår oppfatning at en slik regel vil ha betydelige konkurransesvekkende og -vridende effekter. Dette vil kunne påvirke både kvalitet og pris på investeringsrådgivningen som tilbyr ikke-profesjonelle investorer, og vil kunne ha særlig negative konsekvenser på tilbudet utenfor de 3-4 største byene. En slik detalj-regulering vil dermed kunne virke helt mot hensikten om bedret konkurranse i Lamfalussy-prosessen som MiFID springer ut av.

Etter vårt syn har MiFID og ny norsk lov om verdipapirhandel klargjort kunders rettigheter og verdipapirforetakets forpliktelser hva angår investeringsrådgivning. En hver organisering av et verdipapirforetak og dets virksomhet må vurderes ut fra at investeringsrådgivningen møter de nye kravene. Under forutsetning av at dette oppnås, anmoder vi om at verdipapirforetakene får frihet til selv å fastlegge strukturen i sin virksomhet. Dette vil etter vårt syn også være mest i overensstemmelse med et moderne prinsippbasert tilsyn med verdipapirmarkedene.

Hensynet til regulering og tilsyn.

Kredittilsynet anfører i sitt utkast at det vil være uheldig ut fra et reguleringsmessig perspektiv dersom hoveddelen av investeringstjenestene fra et verdipapirforetak foregår hos agenter og ikke hos verdipapirforetaket. Videre anfører Kredittilsynet at det er viktig at verdipapirforetaket "sitter i førersetet" hva angår faglig kompetanse. I henhold til Kredittilsynets anførsler anser man at risikoen for at man ikke oppfyller de regulerings- og tilsynsmessige målsetninger er større dersom et verdipapirforetak opererer gjennom et antall agenter enn gjennom et tilsvarende antall filialer.

Vi forstår Kredittilsynets bekymring, men kan ikke se at det i en agent-struktur som sådan ligger utfordringer på dette området som krever særskilt regulering. Det ligger i alle verdipapirforetak som bedriver investeringsrådgivning betydelige utfordringer i å sikre at gode råd gis til alle kunder, men vi kan ikke se at dette er avhengig av om organisering skjer gjennom filialer eller agenter.

Vi har nettopp fått ny lov om verdipapirhandel, som underlegger rådgivning om finansielle instrumenter full regulering. Denne lovgivningen og reguleringen har gått langt i å definere kunders rettigheter og verdipapirforetakets forpliktelser i forbindelse med slik rådgivning. Kredittilsynet er videre i gang med et svært viktig arbeide med å definere hva innholdet i reguleringene faktisk innebærer i praksis gjennom sin tilsynsvirksomhet. Reguleringen gjelder uansett hvordan et verdipapirforetak organiserer seg med bruk av filialer eller agenter, og det fulle ansvar hviler på verdipapirforetaket.

Vi antar at det er mange måter drifting av agentnett og / eller filialer for verdipapirforetak kan løses på i praksis, og at det bør være betydelig frihet for virksomhetene under tilsyn å definere slike praktiske løsninger. Dette vil eksempelvis kunne være gjennom bruk av moderne systemløsninger nettopp for drifting av agentnettverk for investeringsrådgivning, gjennom standardiserte allokeringsmodeller og gjennom bruk av sentrale "innkjøpsfunksjoner" for å sikre at de beste produktene er tilgjengelige til enhver tid. Resultatene av slike modeller må uansett holdes opp mot de reguleringsmessige krav til passende råd, beste løsning og beste pris.

Det er innen EU en trend i retning av prinsippbasert tilsyn med verdipapirforetak. Dette reflekterer blant annet en stadig økende innovasjonstakt på produkter og tjenester, så vel som på systemer og driftsmodeller. Et tilsyn basert på detaljregulering kan i slik sammenheng være lite hensiktsmessig, og kan i verste fall innebære at tilsyn baseres på gårsdagens problemstillinger. Ved at det for investeringsrådgivning nå gjennom MiFID er introdusert et antall slike bredere prinsipper, tror vi det også for agentbruk vil være mest effektivt om det

tilsynsmessige kravet er at man lever opp til prinsippene, og ikke primært baseres på mer detaljerte krav til hvordan man organiserer og driver virksomheten.

Styring og kontroll av agentvirksomhet for verdipapirforetak

Kredittilsynet foreslår en kvantitativ begrensning på hvor mange agenter et verdipapirforetak kan ha i forhold til egne ansatte, og foreslår et forholdstall på 1 til 5. Dette innebærer at et verdipapirforetak ville kunne ha en agent per 5 fast ansatte. Det er imidlertid foreslått unntak for dette dersom det er en bank involvert (men ikke et livsforsikringselskap, noe som ellers vel bør være naturlig). Et verdipapirforetak med 50 ansatte, som etter norsk målestokk er et stort verdipapirforetak, vil etter dette maksimalt kunne ha 10 agenter (som ikke er bank). I praksis vil dette legge helt dødt i Norge en agent-modell etter eksempelvis britisk "IFA network" mal.

Vi er ikke kjent med empiri fra Norge eller andre markeder som tilsier at verdipapirforetak med mange ansatte, eller banker, gjennomgående yter bedre investeringsrådgivning enn andre. Av mer anekdotisk art kan det vel anføres at nyere norsk erfaring med salg av sammensatte investeringer og såkalte eiendomsfond, som i stor grad har vært drevet av nettopp bankene og de større foretakene, heller peker i motsatt retning.

God investeringsrådgivning må etter vårt syn baseres på det bredeste mulige utvalg av aktivklasser, investeringstyper og markeder. Det finnes mye nyere empiri som peker på at den mest effektive diversifisering av en investeringsportefølje er gjennom å tillegge nye aktivklasser og markeder, ikke gjennom stor spredning innen en aktivklasse. Valg og vekting av aktivklasser blir dermed sentralt. Det innebærer igjen etter vårt syn at god investeringsrådgivning må legge et globalt investeringsmarked til grunn.

Vi kan ikke se at det i Norge er mange, hvis noen, investeringsmiljøer som er gode på bred multi-aktiva global forvaltning. At andre gjør tilsvarende vurderinger reflekteres blant annet i det beskjedne antall mandater Norge Bank Investment Management har gitt norske forvaltere. Dette taler ikke for at man i et verdipapirforetak som satser på investeringsrådgivning bør basere seg på at alt skal egen-genereres.

For å sikre god rådgivning har vi derfor i vår egen virksomhet sett det som en betydelig bedre løsning å inngå internasjonale allianser med ledende kapitalforvaltere for å innhente underlagsmateriale til både strategisk og taktisk allokering, så vel som til valg av enkeltinvesteringer. Vår egen modell er videre at et team med omfattende erfaring fra norsk kapitalforvaltning omsetter dette løpende

til norske forhold (blant annet hensyntatt valuta). Kompetansen på dette sitter på alle måter sentralt i verdipapirforetaket, men kan anvendes lokalt av rådgivere, uansett om de er ansatte eller agenter, gjennom de systemmessige løsninger.

Vår egen virksomhet i Northern Capital AS er etablert nettopp med sikte på å kunne tilby investeringsrådgivning også gjennom agenter. Denne delen av virksomheten er sterkt inspirert av de britiske såkalte IFA networks. Investeringsrådgivere som opptrer som agenter for verdipapirforetak er i Storbritannia den største kanalen for langsiktig sparing i finansielle instrumenter. Dette har sikret britiske ikke-profesjonelle investorer god tilgang på uavhengig rådgivning til fornuftig pris over hele landet. Dette er en utvikling som har foregått over lang tid, og det er ikke fra britiske myndigheters side lagt noen kvantitative begrensninger på hvor mange agenter slike nettverk kan ha. Vi har heller ikke oppfattet at disse nettverkene har vært opplevd som et regulerings- eller tilsynsmessig problem i Storbritannia, snarere har vi etter kontakt med britiske berørte myndigheter fått etterlatt et inntrykk av at man anser at disse nettverkene har hatt en svært positiv og til dels oppdragende effekt i markedet. Vi har nedenfor tatt med en kort oppsummering av hvordan situasjonen er og utviklingen har vært angående slike verdipapirforetak / agent strukturer i det britiske markedet.

Kjernen i vår modell er at den tyngste investeringsmessige og reguleringsmessige kompetansen sitter sentralt i verdipapirforetaket. Dette er en parallell til det vi basert på mangeårig erfaring i det norske kapitalmarkedet har observert som utviklingen i banker og større verdipapirforetak som bedriver rådgivning; det er normalt et lite antall høyt kvalifiserte medarbeidere i en sentral funksjon som velger investeringsløsninger og utarbeider strategiske og taktiske allokeringer, og så blir dette spredd ut i organisasjonen gjennom porteføljemodeller, idealporteføljer og lignende. Vi har rendyrket en slik modell, og hvor alle aspekter av investeringsrådgivning fra kartlegging av kundens situasjon og behov, via utarbeidelse av tilpassede råd til gjennomføring av transaksjoner, skjer i et integrert system. En slik modell gjør det mulig for et lite antall personer å styre prosesser og et betydelig antall agenter på effektivt sett, i tillegg til at det strømlinjeformer kontroll og compliance. Kontroll og ettersyn er viktig, men enda viktigere er det å sikre at investeringsrådgivningen går slik den skal allerede i første runde.

Etter vår oppfatning er Kredittilsynets beskrivelse av forskjellen mellom organisering i filial og organisering gjennom agenter ikke helt treffende. For så vidt gjelder virksomhetsregler, skal all virksomhet skje i henhold til de regler som gjelder for verdipapirforetaket, og verdipapirforetaket står fullt ansvarlig både overfor kunder og i forhold til offentligrettslige regler. Virksomhetsmessig er det dermed intet skille mellom organisering gjennom filial og organisering gjennom agentnett.

Kredittilsynets forslag innebærer at ledelsen av et agentforetak skal ha samme kompetanse som et verdipapirforetak. Heller ikke her vil det dermed bli noe skille

mellom agenter og filialer. Organisatorisk er friheten til å avvike samarbeidet med en agent langt større enn til å gjøre omorganiseringer innad i et verdipapirforetak, idet regler om stillingsvern medfører krav til helt andre prosedyrer for avvikling av arbeidsforhold, evt. vesentlige endringer i stilling og ansvar, enn hva oppsigelse av en agentavtale medfører. Et verdipapirforetak vil ikke ha arbeidsrettslig styringsrett innad i agentselskapet, men vil kunne utøve sin styringsrett gjennom oppsigelse av selve agentavtalen. Selv i den korte tid reglene har virket er det flere eksempler på at verdipapirforetakene utnytter denne muligheten, dersom de opplever at agenten ikke lever opp til de strenge krav som gjelder for verdipapirvirksomhet.

Vi vil for øvrig nevne at de tjenester en agent kan utføre er sterkt begrenset fremfor den virksomhet et verdipapirforetak kan utføre. Tjenestene består dels i ikke konsesjonspliktig virksomhet, som markedsføring av verdipapirforetakets tjenester, dels i tjenester som inntil 1. november 2007 ikke var konsesjonspliktige (med unntak for formidling av andre finansielle instrumenter enn omsettelige verdipapirer).

Vi er sikre på at det også finnes en rekke andre fremgangsmåter enn den modellen vi har valgt for et verdipapirforetak med mange agenter til å ha nødvendig kontroll på virksomheten. Gjennomgang av de største britiske nettverkene understøtter dette. Det er således vår oppfatning at dette er noe man kan overlate til markedet og aktørene, som uansett må leve opp til alle de pålagte reguleringsmessige krav hva angår den tjenesten som skal leveres til kundene.

Markedsmessige konsekvenser av begrensning på verdipapirforetakenes adgang til å ha agenter

Reguleringene stiller nå svært omfattende krav til verdipapirforetak som skal yte investeringsrådgivning. Det skilles i Norge i motsetning til situasjonen i noen EU-land heller ikke mellom små og store virksomheter, de samme regler gjelder for alle. Dette gjør det svært krevende for mindre virksomheter å drive investeringsrådgivning. Vi er kjent med at en rekke virksomheter som tidligere drev investeringsrådgivning ikke ønsker å påta seg ansvaret som oppstår ved å legge seg under konsesjonsplikt. Det er også grunn til å anta at flere av de virksomheter som tok ut konsesjon for investeringsrådgivning i første runde etter ny lov, kommer til å tilbakelevere konsesjonen eller få den tilbakekalt. Det riktige og viktige med en opprydding innen bransjen for investeringsrådgivning, og Kredittilsynet har svært effektivt benyttet de nye reguleringsmessige rammene til å markere hvor standarden skal ligge.

Samtidig kan det ha uheldige konsekvenser dersom ellers kvalifiserte personer og virksomheter, som ønsker å drive egen virksomhet men som ikke er villige til eller ressursmessig i stand til å ta ut egen konsesjon, faller utenfor den regulerte bransjen. Det kan eksempelvis medføre at de satser på ikke-konsesjonspliktige

investeringstjenester, så som formidling av andeler i KS, IS eller tilsvarende. Observasjon av markedet viser at dette allerede skjer i betydelig grad, og at det her dreier seg om kompliserte og lite transparente investeringsmodeller som Kredittilsynet har uttrykt misnøye med når de har kommet i innpakning som finansielle instrumenter regulert etter verdipapirhandelsloven. Det er etter vårt syn en svært negativ utvikling dersom den uregulerte delen av investeringsmarkedet kommer til å vokse som en konsekvens av at den regulerte delen har det som oppfattes som for høy inngangsterskel for ellers kvalifiserte personer eller organisasjoner.

Dersom det gjennomføres tiltak som det foreslåtte, som i praksis stopper det meste av agentvirksomhet, vil dette også kunne ha svært betydelige konsekvenser når det gjelder hvor i landet man får tilgang til uavhengig rådgivning. Kostnadene og forpliktelsene ved å ta ut egen konsesjon kan fort vise seg som så omfattende at det kun er de største byene som gir stort nok næringsgrunnlag for en etablering. En av årsakene til den kraftige veksten for britiske uavhengige rådgivere er nettopp at de er tilgjengelige over alt. Som agent i et nettverk blir terskelen for etablering mye lavere, samtidig som man kommer inn i et system som tilbyr samme eller bedre kvalitet på produkter og rådgivning som større aktører. Den britiske erfaringen tilsier at mange ønsker seg en lokalt basert liten rådgiver, som samtidig har styrken i å tilhøre et større system.

Det har vært gjort en del sammenligninger og undersøkelser som tyder på at prisen på investeringsprodukter og rådgivning er relativt høy i Norge sammenlignet med mange andre land. Dette gjelder ikke bare for såkalte sammensatte produkter, men også for tradisjonelle investeringsprodukter som verdipapirfond. Høy pris kan være en indikasjon på for svak konkurranse. Dette ville i så fall tale for at man legger seg på en reguleringsmessig linje hvor man gjør det enklest mulig å etablere regulert virksomhet innen investeringsrådgivning, forutsatt at man kan oppfylle kravene til god rådgivning. Vi frykter at en de facto stopp på agentvirksomhet vil medvirke til å sementere den distribusjonsstrukturen vi allerede har for finansielle instrumenter i Norge, og at det norske markedet dermed ikke få glede av den bedring av vilkår for investor som følger av øket konkurranse – og som er selve det underliggende formålet med hele Lamfalussy-prosessen som MiFID er en del av.

MiFID åpner for agenter for verdipapirforetak. Samtidig er det etter direktivet opp til det enkelte land å fastsette rammene for agentvirksomhet. Det er imidlertid i henhold til direktivet åpnet for at verdipapirforetak kan ha agenter på grenseoverskridende basis. Dette innebærer eksempelvis at dersom det blir satt en stopper for at et norsk verdipapirforetak kan ha norske agenter i noe omfang, så er det åpent for at verdipapirforetak i andre EU / EØS land kan ha ubegrenset med agenter i Norge så lenge dette er tillatt etter verdipapirforetakets hjemlands regulering. Det er derfor en klar mulighet for at norsk regulering på agenthold enkelt kan unngås ved å etablere verdipapirforetak i et annet land. Man bør etter vårt syn

unngå å lage særnorske regler som i realiteten kun gjør norske verdipapirforetak konkurransedyktige og i stedet gir ikke-norske aktører et konkurransefortrinn.

Hensynet til norske verdipapirforetaks konkurransevne overfor utenlandske selskaper er vektlagt av Kredittilsynet i høringsuttalelse til ny verdipapirhandellov, gjengitt i Ot. Prp. 34 (2006-2007) s. 124. Det fremstår som lite forutsigbart når Kredittilsynet nå et lite år senere foreslår begrensninger som i realiteten innebærer avvikling av agent-alternativet for norske verdipapirforetak, og dermed åpner for den konkurransevidning innføringen av reglene skulle motvirke.

Britisk erfaring

Det britiske markedet for investeringsrådgivning mot ikke-profesjonelle investorer har lenge vært underlagt omfattende regulering. Mye av innholdet i MiFID er bygget på mangeårig britisk regulerings-praksis. I det britiske markedet har det også lenge vært gjort et klart skille mellom uavhengige rådgivere (som må legge hele markedet av investeringsalternativer til grunn for sin rådgivning overfor den enkelte kunde) og selgere av investeringsprodukter fra en eller flere definerte leverandører. De siste har ikke adgang til å fremstå som rådgivere, men må klart flagge sin status som selgere.

Ved at dette skillet mellom rådgivere og selgere / produsenter har blitt gjort så tydelig, har kundene fått et godt grunnlag for å velge hvilke kanaler man vil benytte. Kundene har da også gjort et klart valg, ved at nærmere $\frac{3}{4}$ av britiske investeringer i langsiktige spareprodukter som pensjoner, livsforsikring og verdipapirfond nå går gjennom uavhengige rådgivere (Independent Financial Advisors eller IFA) ⁽¹⁾. Markedsandelen til IFA kanalen er også jevnt stigende.

Det kan være flere årsaker til denne utviklingen. En viktig faktor kan være bevissthet om roller. Når eksempelvis de britiske bankene og livselskapene av regulatoriske årsaker normalt ikke kan fremstå som rådgivere for kundene, setter dette automatisk fokus på nettopp roller og uavhengighet. Den britiske erfaringen ser ut til å tilsa at kundene klart ønsker seg nettopp uavhengige rådgivere, og alt annet like vil henvende seg til slike snarere enn til en produsent eller til en produsents agent når det skal gjøres investeringer. En annen årsak kan være den omfattende reguleringen IFA-kanalen lenge har vært underlagt, som gjør at gruppen rådgivere fremstår som et trygt og transparent alternativ.

Videre er det nok også en vesentlig forklaringsfaktor at det er god tilgjengelighet til IFA-virksomheter i det britiske markedet, på bred nasjonal basis. Det er i dag mer enn 10 000 IFA-organisasjoner i det britiske markedet ⁽¹⁾, og de fleste byer og tettsteder har et godt tilbud av alternative rådgivere. Denne konkurransesituasjonen ser igjen ut til å ha påvirket kostnadsbildet for rådgivning og for spareprodukter, og har medført at kundene normalt kan velge enten mellom å enten betale for

rådgivningen og få tilbakeført eventuelle provisjoner rådgiveren ellers ville mottatt, eller at rådgiveren betales i form av provisjoner på produktene. De fleste IFA-virksomheter er små, 80 % har mindre enn 500 000 GBP i omsetning⁽¹⁾.

Det reguleringsregimet britiske IFAs lenge har vært underlagt, er omfattende og dekker mye av det samme som MiFID. Dette har igjen medført at det stilles store krav til den enkelte rådgiverorganisasjon hva angår kontroll, compliance så vel som til produkt og investerings-kompetanse. Erfaringen tilsier at mindre IFA-organisasjoner finner det for komplisert og / eller kostbart å bygge slik struktur og kompetanse på egen hånd. Det har derfor vokst frem et omfattende tilbud av såkalte IFA networks. Dette er strukturer hvor den enkelte rådgiverorganisasjon blir agenter av et verdipapirforetak som spesialiserer seg på bruk av agenter. Verdipapirforetaket tar hånd om alle konsesjonspliktige og regulerte tjenester, og lar den enkelte IFA konsentrere seg om kundekontakten og oppfølgingen. Dette kan gjøres effektivt gjennom avanserte systemløsninger, som den enkelte IFA er pålagt å benytte. Systemene legger til rette for dokumentasjon og gjennomføring av alle kundeprosesser, så som dokumentasjon av kundens situasjon og behov, risikovurderinger, kundekategoriseringer og lignende. Verdipapirforetaket står også ansvarlige for valg og godkjenning av investeringsprodukter, som så normalt gjøres tilgjengelige for rådgivere gjennom det samme systemet. Ofte er produktene klassifisert i forhold til risiko / avkastnings – kriterier, og på slik måte at de kan anvendes for den enkelte kunde innenfor anbefalte allokeringsrammer eller idealporteføljer utarbeidet av verdipapirforetaket.

Et flertall av britiske IFA-organisasjoner inngår i et slikt nettverk⁽¹⁾, og har således ikke egen konsesjon. De største nettverkene har flere tusen agenter. Det kan se ut til at det er en utvikling over tid hvor flere agenter ruster seg opp til å ta ut egen konsesjon, slik at andelen av IFA som inngår i nettverk er fallende. Dette kan blant annet forklares ved at agentene over tid tilføres kompetanse slik at de blir i stand til å ha egen konsesjon. Mange av nettverkene legger opp til nettopp en slik utvikling, hvor en IFA kan gå fra å være ren agent til å ha egen konsesjon, men med bruk av tjenester innkjøpt fra verdipapirforetaket. De største nettverkene tilbyr en omfattende meny av slike tjenester.

Verdipapirforetaket som har agenter er underlagt full regulering, og må møte alle krav som følger MiFID og lokal regulering, også for sine agenter. Det har imidlertid ikke vært sett som nødvendig å introdusere særskilte begrensninger på adgangen til å ha agenter, og ingen særskilte krav til eksempelvis forholdstall mellom egne ansatte kontra agenter.

Konklusjon

Vi vil anmode om at dagens regler får noe mer tid til å virke før det vurderes å innføres sær-norske begrensninger som i realiteten avviker et nytt regime, særlig når dette er et regime innført for å skape grunnlag for internasjonal konkurranse. Vi



vil også anmode om at det i fastsettelsen av forskriften legges vekt på de bestemmelser som i dag regulerer agentvirksomheten, samt det begrensede tjenestespekter en agent kan tilby.

Med vennlig hilsen
Northern Capital AS

Petter Berge
Styreformann

- (1) Datamonitor UK Financial Advisor Database 2007
<http://www.datamonitor.com/industries/research/?pid=IMFS0155&type=InteractiveModel>