



Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008 Dep
0030 OSLO

Oslo, 27. februar 2009

Høring – rapport om konkurransen og effektiviteten i markedet for verdipapirfond og andre spareprodukter

Det vises til Finansdepartementets høringsbrev av 12. desember 2008.

Innledningsvis viser vi til vårt brev til departementet av 9. februar i år, der vi argumenterer for at Kredittilsynets utredning underbygger behovet for at det nedsettes et eget lovutvalg som gjennomgår og foreslår endringer i lov om verdipapirfond, jf. vårt brev til departementet av 8. september i fjor.

Et lovutvalg vil kunne trekke vekslers på utredningen samt de høringsuttalelser som måtte bli avgitt, og la dette materialet kunne inngå i en vesentlig bredere vurdering av behovet for endringer i lov om verdipapirfond.

Den vedlagte utredningen fra Kredittilsynet inneholder analyser av konkurranse og distributøradferd i markedet for finansielle spareprodukter, men ingen konkrete forslag til nye reguleringer utover relativt kortfattet å skissere noen mulige tiltak. Vi vil i vår høringsuttalelse kommentere enkelte forhold i Kredittilsynets analyse, samt de mulige tiltak som Kredittilsynet påpeker at kan vurderes gjennomført.

Distributøradferd og konkurranse i markedet for finansielle spareprodukter

Så vidt vi har forstått var departementets utgangspunkt for utredningen et ønske om bedre innsikt i hvordan verdipapirfondmarkedet fungerer, som et utgangspunkt for å vurdere eventuelle endringer i forskrift om differensiert forvaltningsgodtgjørelse i verdipapirfond. Vi er tilfreds med at det mandat Kredittilsynet ble gitt også åpnet opp for en nærmere analyse av andre spareprodukter som verdipapirfond antas å konkurrere med. Kredittilsynets brede tolkning av mandatet er etter vårt syn en styrke ved utredningen, og avgjørende for en del av de vurderinger og konklusjoner som framkommer i forhold til om utredningen ble begrenset til en analyse av det norske markedet for verdipapirfond isolert sett.

Kredittilsynet retter sitt hovedfokus mot den delen av etterspørselsiden i sparemarkedet som trolig primært består av personkunder, og som typisk foretar investeringsbeslutninger basert på rådgiving fra finansnæringens etablerte distribusjonsapparat. På side 36 i utredningen viser Kredittilsynet tall for årlig nettotegning i verdipapirfond i perioden fra og med 2003 til og med første halvår 2008 fra norske personkunder, institusjonskunder (definert som norske kunder som ikke er registrert med personnummer) og utenlandske kunder. De to sistnevnte kundegruppene har begge hatt positiv nettotegning (samlet for alle typer verdipapirfond) hvert av disse årene, og som akkumulert over hele perioden utgjør henholdsvis 141 og 32,5 mrd. kroner. Kredittilsynet viser samtidig til at norske personkunder

har netto innløst andeler i alle typer verdipapirfond sett under ett siden 2006, akkumulert til 19 mrd. kroner. Kredittilsynet skriver deretter i siste avsnitt på side 36:

"Dette kan støtte antakelsen om at deler av sparemarkedet lider under markedssvikt. Verdipapirfond som spareprodukt koster relativt mindre og er mer risikodiversifisert enn andre spareprodukter som f.eks warants og syndikerte produkter. Likevel reduserer personkundene posisjonene sine i fond, mens de øker posisjonene i dyrere, mer risikable og mindre likvide spareprodukter. Asymmetrisk informasjon og de uheldige incentiver til distributørene/rådgiverne kan forklare denne tilsynelatende irrasjonelle adferden for personkundes del. Dette gir også en indikasjon på at personlig rådgiving har stor påvirkningskraft."

Personkundes netto innløsninger har vært særlig framtrædende for aksjefond i den fem og et halvt år lange perioden Kredittilsynet ser på. Ved utgangen av 2002 hadde norske privatpersoner om lag 30 mrd. kroner i aksjefond. I løpet av de påfølgende fem og et halvt årene foretok norske personkunder akkumulerte netto innløsninger for nærmere 13 mrd. kroner i aksjefond til tross for at:

- rentene på bankinnskudd var lave, og aksjemarkedene både i Norge og internasjonalt ga til dels svært god avkastning nærmest gjennom hele perioden
- norske husholdninger gjennom hele perioden har hatt en vesentlig lavere andel av sine finansielle aktiva plassert i verdipapirfond enn de aller fleste andre europeiske land (5,8 prosent ved utgangen av 2007, mot 11,5 prosent i gjennomsnitt i Europa).

Samtidig har norske institusjonskunder og utenlandske kunder netto tegnet andeler i aksjefond for hhv. 43 og 31 mrd. kroner. (De siste fire månedene har imidlertid norske privatpersoner hatt positiv nettotegning i aksjefond igjen, for i overkant av 3 mrd. kroner.)

Kredittilsynet skriver videre i nest siste avsnitt på side 37 i utredningen:

"Det kan synes som om fond ikke betaler distributørene like godt som de konkurrerende spareproduktene gjør. Men provisjonskonkurransen, i stedet for avkastningskonkurransen, er ikke den formen for konkurranse som fremmer effektiviteten i sparemarkedet. Det faktum at profesjonelle investorer øker sine posisjoner er et tegn enten på at fond som produkt er attraktivt nok, eller at forvaltningsselskapene gir de profesjonelle investorene betingelser som er gode nok, slik at fondsproduktet forsvarer seg blant ulike alternativer."

Prisingen av fond fastsettes av fondets vedtekter ved fondets oppstart, og vedtektsendringer krever godkjenning av Kredittilsynet. Dermed kan bransjen ha en viss prisstivhet. Prisstivhet kan gjøre at forvaltningsselskapene ikke synes de har nok fleksibilitet i konkurransen om kundene."

Vi skal ikke her gå nærmere inn på spørsmålet som Kredittilsynet tar opp om i hvilken grad forvaltningsselskapene gir de profesjonelle investorene vesentlig bedre betingelser enn personkundene, men nøye oss med å fastslå at nettotegningen i norskregistrerte aksjefond fra utenlandske investorer i stor grad også består av utenlandske personkunder, som åpenbart har funnet vilkårene attraktive nok.

Vi slutter oss til Kredittilsynets vurdering av at verdipapirfond har en vesentlig prisstivhet knyttet til seg. Under normale omstendigheter i sparemarkedet kan det også være interessant å diskutere hvilke effekter dette kan ha for konkurransen i personkundemarkedet. Etter fondsbransjens syn har imidlertid ikke dette momentet hatt noen betydning i forhold til norske personkunders netto innløsninger i aksjefond eller verdipapirfond generelt siden utgangen av 2002. Som Kredittilsynet er inne på i det gjengitte sitatet fra side 36 i utredningen, har distributøradferden i de senere år vært slik at en reduksjon i tegningsgebyr eller forvaltningsgodtgjørelse snarere ville ha økt innløsningene ytterligere, så fremt ikke disse prisreduksjonene ville funnet sted uten noen reduksjon i returprovisjonene.

Vårt hovedpoeng er at fondsbransjens egne erfaringer de siste årene er på linje med de beskrivelser og vurderinger Kredittilsynet gjør om distributøradferd i utredningen, og med de konsekvenser dette har gitt for ulike utviklingstrekk mellom tilbydere av ulike spareprodukter. Derfor var det så viktig at Kredittilsynet innbefattet en analyse av distributøradferd, og ikke bare foretok en analyse av det norske verdipapirfondmarkedet isolert sett i sin utredning. Og basert på ovennevnte konklusjoner i utredningen støtter vi også Kredittilsynets planer om fortsatt å arbeide med å håndheve reglene i den nye Verdipapirhandelloven, med sikte på å få endret distributørens adferd i positiv retning med hensyn til kundenes interesser, jf. tilsynets omtale i siste avsnitt under punkt 6.1 i utredningen.

På side 43-45 i utredningen drøfter Kredittilsynet også om det vil være formålstjenelig å forby tittelen "rådgiver" dersom man mottar betaling fra andre enn kunden, og å påby tittelen "selger" dersom man mottar godtgjørelse direkte eller indirekte fra produsent. Vi opplever dette som en mer sematisk diskusjon, fordi vi ikke tror det er på dette punkt "skoen har trykket" de siste årene. Etter vår oppfatning er det distributørens adferd og ikke de ansattes tittel som er sakens kjerne. Som Kredittilsynet skriver i siste setning i ovennevnte sitat er det mye som tyder på at personlig rådgiving har stor påvirkningskraft, og vi tror ikke den endres i nevneverdig grad dersom de ansatte i distributøraparatet må gå over til å kalle seg "selgere".

Avslutningsvis vil vi minne om at distribusjonsaktører kan selge enkelte spareprodukter til privatpersoner utenfor det konsesjonsbelagte regleverket (for eksempel unit linked produkter og produkter som er innpakket gjennom kommandittselskapsformen). Dette vurderer vi som uheldig ut fra vanlige sparerers interesser.

Nærmere om skyggefond

På side 17 i utredningen sier Kredittilsynet at "*Fond kan organiseres som fond-i-fond hvor såkalte skyggefonds portefølje er identisk med hovedfondets, mens minimumsinnskudd, transaksjonskostnader og forvaltningsgebyr kan variere.*" Gjennom denne framstillingen definerer Kredittilsynet også begrepet "skyggefond", som inngår i framstillingen flere steder i utredningen. Som Kredittilsynet påpeker benyttes denne type strukturer for å kunne tilby konkurransedyktige priser til store kunder. Kredittilsynet unnlater imidlertid å nevne at det også er svært vanlig i norsk fondsbransje å etablere verdipapirfond med identiske mandater og ulike priser, uten at disse inngår i fond-i-fond, men der formålet er det samme. I bransjen er det gjerne sistnevnte struktur som går under betegnelsen "skyggefond", eller i det minste inngår i betegnelsen "skyggefond".

En viktig årsak til at Stortinget i juni 2001 vedtok en lovhjemmel for å kunne differensiere forvaltningsgodtgjørelsen i det enkelte fond, var at dette kunne bidra til å redusere omfanget av ovennevnte strukturer, og dermed også forenkle bransjestrukturen. Dette er en utvikling som ikke har funnet sted. Ovennevnte strukturer har økt i omfang de siste 5-6 årene, og utgjør nå om lag 20 prosent av antall norskregistrerte verdipapirfond. Vi har ingen fullstendig oversikt over antall fond som har innført differensiert forvaltningsgodtgjørelse i henhold til forskriften som åpner opp for dette, men det dreier seg trolig om fem til ti verdipapirfond. Hovedårsaken til ovennevnte utvikling er at forskriften om differensiert forvaltningsgodtgjørelse har vært utformet på en uhensiktsmessig måte. Men, som Kredittilsynet påpeker i utredningen, representerer heller ikke skyggefond eller fond i fond hensiktsmessige eller framtidrettede muligheter for differensiering av forvaltningsgodtgjørelse. Disse løsningene er lite kostnadseffektive og medfører operative utfordringer i den løpende forvaltningen.

Sammenligning av historisk avkastning mot indeks

På side 31 i utredningen skriver Kredittilsynet følgende:

"Både i Sverige og Norge har ulike medier rettet kritisk søkelys mot måten fondsforvaltnings-selskapene har markedsført egne resultater på. Resultatene vises ofte i et diagram der grafen for det enkelte fonds utvikling sammenlignes med grafen til den tilhørende indeksen som fondet måler seg mot. To metoder, som begge kan gi et feilaktig bilde av forvaltningsselskapenes resultater, er blitt omtalt. Den ene metoden er å vise grafen for fondets avkastning uten at utbytte er trukket ut fra forvaltningskapitalen, mens grafen til indeksen det måles mot er justert for utbetalt utbytte. Den andre

metoden er å knytte det enkelte fond til en bestemt indeks, mens grafen for fondets utvikling over tid viser langt større sammenfall (korrelasjon) med grafen til en annen indeks. Informasjon om utbyttejustering både for fond og indeks, og informasjon om eventuelle andre indekser som passer bedre med et fonds utvikling, finnes tilgjengelig på nettet, men det krever noe faglig innsikt for å få øye på slike forhold. Derfor er brukervennlig informasjon og transparens svært viktig for sparerne.”

Kredittilsynet henviser med rette til en mangeårig praksis i svensk fondsbransje, der verdipapirfondenes avkastning har vært sammenlignet med indekser som ikke har inkluderte utbetalte utbytter, og at dette også har vært sterkt kritisert av svenske medier. Et tiltakende mediepress, særlig gjennom første halvår i fjor, medførte også at svensk fondsbransje til slutt valgte å endre denne praksisen ved å gå over til det som har vært en mangeårig norsk praksis, nemlig kun sammenligne fondspresentasjon mot utbyttejusterte indekser.

Vi er således ikke kjent med at ulike norske medier i nevneverdig grad har rettet tilsvarende kritikk mot norsk fondsbransje, slik tilsynet hevder. Vi tror også Kredittilsynet vil ha svært vanskelig for å dokumentere dette.

Dernest, og kanskje mer alvorlig, kjenner vi oss overhodet ikke igjen i Kredittilsynets framstilling av realitetene – nemlig de to ”metodene” som Kredittilsynet hevder ”ofte” blir brukt i den norske bransjen ved sammenligning av fondenes avkastning mot indeks, og som vi er enige i at i så fall er kritikkverdige. For oss fortøner det seg som Kredittilsynet uten videre har lagt til grunn at forholdene er de samme i den norske og svenske bransjen, uten å ha sjekket dette nærmere. Kredittilsynets framstilling gir også inntrykk av at det ikke er kjent med fondsbransjens selvregulering, samt hva vi oppfatter som tilhørende bransjepraksis, på området:

- I VFFs bransjestandard for markedsføring av verdipapirfond framgår det av pkt. 6 om sammenligninger av avkastning at **”Presentasjonen skal være utformet slik at sammenligningen i sin helhet stemmer overens med god bransjeskikk og ikke er villedende i noe henseende”**. Videre framgår det at **”sammenligningen ikke kan skje med referanseindeks som ikke er justert for utbytte”**.
- VFF har siden denne standarden ble vedtatt i 2000 kjøpt presseklipp som i prinsippet gir oss full oversikt over all annonsering i norske medier om verdipapirfond. Vi tør derfor påstå at vi har et svært godt grunnlag for håndheve standarden. Vi har også et eget markedsføringsutvalg, som vurderer om enkeltannonser kan medføre brudd på standarden. Etablering av standarden ble gjort i samarbeid med Forbrukerombudet, som har fastslått at det betrakter brudd på standarden som brudd på god markedsføringskikk etter markedsføringslovens bestemmelser. Siden etableringen av standarden i 2000 har vi overhodet ikke registrert et brudd som omhandler sammenligning med ikke utbyttejusterte indekser (eller annen utilbørlig bruk av indekssammenligninger). Ovennevnte standard omfatter forøvrig ikke bare forvaltningsselskapenes annonsering, men alt salgsfremmende materiell.
- VFFs standard om informasjon og klassifisering av verdipapirfond, som ble etablert i 1998, pålegger selskapene å innrapportere en rekke data om fondskurser, kostnader, referanseindeks m.v. på daglig basis til Oslo Børs Informasjon OBI), som er databaseoperatør for opplegget. Denne databasen, og bransjens tilhørende selvregulering, danner basis for alle avkastningstall m.v. om verdipapirfond i norske medier, samt på Finansportalens nettsted. **Det framgår av bransjestandarden at det ikke vil bli beregnet indeksrelative nøkkeltall i opplegget for verdipapirfond som sammenligner seg mot en referanseindeks som ikke inkluderer utbytter**. Finansportalen har for eksempel med daglig oppdatert ”information ratio” (IR) i sin oversikt over ulike nøkkeltall for aksjefond, men der IR etter gjeldende regler ikke skal beregnes for fond som ikke sammenligner seg mot en utbyttejustert indeks. Det er OBI, og ikke bransjen selv, som har det operative ansvaret for å følge opp ovennevnte retningslinjer, men der det enkelte forvaltningsselskap selvsagt også har et ansvar for å påpeke evt.

implementeringsfeil i den grad de måtte oppstå i enkelttilfeller. Vi har imidlertid ikke blitt kjent med at slike feil har oppstått gjennom de 10 årene opplegget har vært i drift.

- Valg av indekser for et verdipapirfond er ingen eksakt vitenskap, bl.a. fordi det ikke alltid eksisterer indekser av tilstrekkelig høy kvalitet, eller som er godt tilpasset det aktuelle verdipapirfondets investeringsunivers. For å gi retningslinjer som kan bidra til mest mulig vel-funderte valg av indekser, vedtok derfor VFF i 2000 en bransje anbefaling om kriterier ved valg av referanseindekser for aksjefond. Det følger også av denne anbefalingen at indekser som velges bør være justert for utbytte.

Ovennevnte standarder (som er forpliktende for alle våre medlemmer) og anbefaling, finnes på vår nettside www.vff.no. Vår oppfatning er at fondsbransjen i Norge har drevet mangeårig og seriøs selv-regulering i tilknytning til indekssammenligninger, og der den utbredte praksis ikke er klanderverdig, men snarere forbilledlig.

Ettersom vi er overbevist om at det ikke har funnet sted tendensiøse indekssammenligninger i forvaltningsselskapenes annonsering, må det være annet markedsføringsmaterieell eller forvaltningsselskapenes ulike typer resultatpresentasjoner som Kredittilsynet evt. sikter til. Dersom Kredittilsynets påstander skulle medføre riktighet, vil altså de involverte forvaltningsselskap uansett ha brutt ovennevnte forpliktende bransjestandarder. En praksis som antydnet av Kredittilsynet vil for øvrig også være ufor- enlig med de krav som stilles i Global Investment Performance Standards (GIPS), som vi også har inntrykk av at våre medlemmer er opptatt av å følge.

På side 44 skriver Kredittilsynet videre følgende: *"Kredittilsynet vil også se nærmere på verdipapirfondenes resultatpresentasjon med hensyn til utbyttejustering og referanseindeks"*.

Dette varslede initiativet finner vi svært ønskelig, ikke fordi vi mener at dette i utgangspunktet er fornuftig ressursbruk av Kredittilsynet, men i lys av at Kredittilsynet i utredningen har formidlet inntrykket av at det er en relativt utbredt praksis i norsk fondsbransjen å framstille indekssammenligninger på en kritikkverdig måte. Vi finner det også ønskelig at dette arbeidet påbegynnes så snart som mulig, og gjerne etter et initiativ fra Finansdepartementet. Dersom det skulle vise seg at Kredittilsynet da ikke finner belegg for ovennevnte påstander, finner vi det svært kritikkverdig at tilsynsmyndigheten har bidratt til å formidle et slikt bilde av fondsbransjens avkastningsprestasjoner overfor allmennheten, med de tilhørende negative effekter for bransjens renommé.

Fusjon av verdipapirfond

På side 42 i utredningen henviser Kredittilsynet til lovforslaget om å åpne opp for sammenslåinger av verdipapirfond, og sier følgende: *"Hensyn som taler for å tillate fusjon er at produksjonskostnadene kunne reduseres."*

EU-Parlamentet har for få uker siden vedtatt et nytt UCITS-direktiv som åpner for fusjoner av fond på tvers av landegrenser. En viktig motivasjon for dette vedtaket har vært at gjennomsnittstørrelsen 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.

I forslaget til direktiv påpekes det at gjennomsnittstørrelsen på verdipapirfond i USA ved utgangen av 2005 tilsvarte 7.554 millioner kroner, mens gjennomsnittstørrelsen 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.

Vi er positive til at departementet har utarbeidet et lovforslag som åpner for fusjon av verdipapirfond. Vi minner imidlertid om at det snart har gått ett år siden høringsfristen for denne saken. Videre har det nå gått to år siden Finansdepartementet fastslo at Kredittilsynets mangeårige praksis med å tillate fondsfusjoner ikke var tilstrekkelig hjemlet i lov om verdipapirfond. Siden departementet stoppet adgangen til å slå sammen fond, har det dannet seg et oppdemmet behov for at sammenslåinger igjen skal bli tillatt. Adgangen til å fusjonere verdipapirfond har også direkte sammenheng med regelverket for differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen innenfor samme verdipapirfond. Dersom forskrift om differensiert forvaltningsgodtgjørelse får en mer hensiktsmessig utforming, vil ikke de kostnadsmessige og operasjonelle fordelene ved dette kunne realiseres så lenge det er umulig å fusjonere de ulike skyggefondsstrukturer som eksisterer i markedet per i dag. Dermed må en lovgang for å fusjonere fond få en såpass fleksibel utforming at den ikke bare gjør slike fusjoner mulige rent teoretisk, men at det rent praktisk blir tilstrekkelig attraktivt å gjennomføre dem.

Vi ønsker også å minne om at Norge, oss bekjent, er det eneste landet i Europa uten adgang til sammenslåing mellom innenlandske verdipapirfond. Vi vil uansett bli pålagt å åpne opp for grenseoverskridende fondsfusjoner (dvs. fusjon mellom UCITS-fond registrert i to ulike EØS-land) innen implementeringsfristen for det nye UCITS-direktivet i juli 2011. Vi vil derfor anmode om at departementet setter fortgang i arbeidet med å legge fram et lovforslag som åpner for sammenslåing av norsk-registrerte verdipapirfond, og kan ikke se noen argumenter for at dette skal utsettes til implementeringsfristen for det nye direktivet.

Forbud mot minimum tegningsbeløp og regulering av tegnings- og innløsningsprovisjoner

På side 45 i utredningen nevner Kredittilsynet muligheten for nytt regelverk som fastsetter et forbud mot skyggefond i kombinasjon mot forbud mot minimum tegningsbeløp i verdipapirfond. Tanken er at dette vil kunne gi en såkalt "free-rider" effekt, gjennom at småsparerne kan få del i at store kunder presser ned forvaltningsgebyrene.

Dette vil etter vårt syn ikke være en gjennomtenkt løsning. Det sier seg selv at 1000 andelseiere som plasserer 10.000 kroner hver i et verdipapirfond medfører vesentlig større kostnader for fondsforvaltningsselskapet (jf. kostnader til legitimasjonskontroll, drift av andelseierregister, periodisk lovpålagt kunderapportering, skatterapportering m.v.) enn én kunde som plasserer 10 millioner kroner i fondet. Et forvaltningsselskaps kostnader til forvaltning og drift av verdipapirfond er nemlig i all hovedsak en fusjon av to variable; antall verdipapirfond under forvaltning (jr. nærmere omtale i avsnittet over om funksjon av verdipapirfond) og antall andelseiere. Et indirekte pålegg om likt forvaltningshonorar for alle kunder vil derfor medføre en tvungen krysssubsidiert mellom store og små kunder, som ikke er samfunnsøkonomisk lønnsom uavhengig av om det er de store eller små kundene som på denne måten tilgodeses. I praksis vil en effektiv "free-rider" effekt uansett ikke bli resultatet. Slike regler ville sette norsk fondsbransje i en håpløs konkurransesituasjon i forhold til tilbydere av konkurrerende spareprodukter, og i praksis framtvinge utflagging av verdipapirfondene – hvert fall de verdipapirfondene som er rettet mot storkunder.

Tilsvarende argumenter kan anføres i tilknytning til den skisserte løsningen innledningsvis i punkt 6,4 i utredningen om at myndighetene evt. kan vurdere å gripe inn for å regulere tegnings- og innløsningsgebyrene.

Rent generelt vil vi også anføre at lovpålagt lik prising mellom stor og små kunder generelt ikke framstår som velegnede virkemidler for å fremme samfunnsøkonomisk effektive løsninger. Hvis Kredittilsynets antydde løsninger skulle se dagens lys ville det også innebære at myndighetenes virkemidler for å oppnå effektiv priskonkurranse vurderes svært ulikt for verdipapirfond i forhold til både andre plasseringsprodukter og alle andre tjenesteområder innenfor finansnæringen. Vi har vanskelig for å se hvilke forhold som kan tilsa så annerledes virkemiddelbruk på verdipapirfondsområdet når helt annen virkemiddelbruk er funnet mest hensiktsmessig for å oppnå gode samfunnsøkonomiske løsninger på andre områder i finansnæringen.

Endrede regler for differensiert forvaltningsgodtgjørelse

I siste avsnitt på side 45 i utredningen anfører Kredittilsynet at forskriften om differensiert forvaltningsgodtgjørelse bør åpne opp for såkalt "ekte trapp" framfor dagens trinnvise modell for rabattering (såkalt "uekte trapp"), dersom departementet ikke skulle gå inn for forbud mot minimumsinnskudd i verdipapirfond.

Norsk fondsbransje har som kjent ikke vært tilfreds med forskriften, slik den opprinnelig ble utformet av departementet. Selv om det har vært gjort enkelte forbedringer underveis, er det fortsatt vår oppfatning at regelverket for differensieringen er for rigid og ikke tilpasset den markedsmessige situasjonen i fondsbransjen:

- Trappetrinnsmodellen som kreves brukt i forskriften (såkalt "uekte trapp") er lite kundevennlig. Kundene vil måtte bruke unødig tid på å kalkulere hva det effektive forvaltningshonoraret blir for det aktuelle fondet. Dette bidrar til å vanskeliggjøre sammenligninger mellom forskjellige verdipapirfond og i forhold til andre investeringsalternativer. Dette framstår som unødig komplisert, og bidrar også til en uheldig svekkelse av fondsproduktets gebyrtransparens innenfor en ramme av differensiert prising mellom kunder av ulik størrelse.
- Reglene i dagens forskrift er til de grader særnorske, og harmonerer ikke med internasjonal bransjepraksis. Dette representerer særlig en ulempe for de av våre medlemmer som prøver å videreutvikle sin virksomhet mot utenlandske investorer, men bør også være tankevekkende i forhold til å oppnå et velfungerende innenlandsk fondsmarked.

Vi er enige med Kredittilsynet at en justering av forskriften fra "uekte" til "ekte trapp" vil representere en forbedring, som både gjør rabatteringen mer transparent og lettere sammenlignbar med prisingen av konkurrerende produkter. Vi er imidlertid kritiske til forslaget om at differensieringen kun skal kunne skje i henhold til én bestemt mal. Selv om den nye malen etter vår vurdering er langt å foretrekke framfor den eksisterende, mener vi at forskriften bør åpne for at differensieringen bør kunne skje på ulike grunnlag.

Det følger av lovforarbeidene at differensieringen skal skje etter objektivt kontrollerbare kriterier og at det skal være saklig grunnlag for den. Etter vår oppfatning vil også andre kriterier enn markedsværdien av den enkelte andelseiers investering» kunne tilfredsstillende disse kravene, blant annet følgende eksempler:

- Differensiering etter antallet andeler, (slik forskriften tidligere åpnet opp for)
- Differensiering i henhold til akkumulert tegningsbeløp.
- Differensiering mellom innskuddspensjonskunder og øvrige andelseiere.
- Differensiering etter lengden på kundeforholdet.
- Differensiering av det faste og/eller det variable forvaltningsgodtgjørelseselementet i verdipapirfond som praktiserer fortjenestodeling.

Etter vår vurdering er dette eksempler på differensiering som både vil være objektivt kontrollerbart og saklig begrunnet.

Vi viser videre til at en rekke norske forvaltningsselskaper aktivt markedsfører sine fond utenfor landets grenser. For å kunne hevde seg i denne konkurransen med utgangspunkt i norskregistrerte verdipapirfond, er det blant annet viktig å ha muligheten til å kunne differensiere forvaltningsgodtgjørelsen i henhold til de kriterier som er kutyme i det enkelte marked (så lenge dette er saklig begrunnet og objektivt kontrollerbart). Også dette hensynet tilsier at det vil være feil å knytte adgangen til å differensiere kun opp mot bare én bestemt mal.

I norsk fondsbransje har det, som departementet er vel kjent med, i flere år vært et sterkt ønske om også å få adgang til å kunne etablere andelsklasser. Vi mener derfor at forskriftskravet om at rabatteringen må organiseres slik at rabatten refunderes fra forvaltningsselskapet til andelseieren, jf. forskriftens § 4, bør oppheves. Dette vil gjøre det mulig å etablere rene andelsklasser i det enkelte fond, hvor det kan belastes ulik forvaltningsgodtgjørelse i fondet mellom de ulike klassene (men hvor andelseiere innenfor hver enkelt klasse betaler samme godtgjørelse).

Internasjonalt har andelsklasser blitt en stadig vanligere måte å organisere differensiert forvaltningsgodtgjørelse på. Bl.a. har den danske økonomi- og ervervsministeren i slutten av januar fremmet et utkast til lovforslag som åpner for bruk av andelsklasser i danske verdipapirfond. Forslaget finnes på http://www.ft.dk/Samling/20081/lovforslag/L120/som_fremsat.htm.

På ovennevnte bakgrunn vil vi derfor tilrå at forskriftens § 4 endres slik at bestemmelsen ikke lenger er til hinder for at differensieringen også kan organiseres gjennom bruk av andelsklasser. Etter vår vurdering bør det imidlertid være opp til hvert enkelt forvaltningsselskap å avgjøre hvorvidt man ønsker å organisere differensieringen gjennom opprettelse av andelsklasser eller gjennom å refundere rabatten fra forvaltningsselskapet til den enkelte andelseier (dagens system). Det enkelte forvaltningsselskap vil da ha muligheten til å vurdere praktiske og operative sider ved ovennevnte to måter å rabattere på, hvilket våre medlemsselskaper vurderer som viktig.

Vi vil påpeke at bruk av andelsklasser også er svært aktuelt for å segmentere ulike andelseieres behov, uten samtidig å differensiere forvaltningsgodtgjørelsen (jf. også det danske lovforslaget). For eksempel kan det være et markedsmessig grunnlag for å opprette egen andelsklasse for andelseiere som ønsker å få utbetalt utbytte som fondet mottar (utbyttebetalende andelsklasser). Det vil også kunne være aktuelt å inndele et fond der den daglige andelsverdien noteres i flere valutaer. Begge deler er eksempler på andelsklasseinndelinger som er vanlig internasjonalt. Bruk av andelsklasser vil i slike situasjoner være en effektiv og ryddig måte å ta hensyn til ulike andelseiergruppers behov på, og som særlig er viktige for forvaltningsselskaper som satser på å markedsføre sine fond internasjonalt.

Oppsummert er det vår tilrådning at forskriften om differensiert forvaltningsgodtgjørelse utformes slik at differensieringen kan skje etter ulike kriterier og på ulike måter – forutsatt at disse er saklig begrunnet og objektivt kontrollerbare. Herunder bør det legges til rette for differensiering basert på "ekte trapp", men der dette også bør kunne organiseres gjennom bruk av andelsklasser.

Nærmere om skatteregler

Avslutningsvis i utredningen kommer Kredittilsynet så vidt inn på at dagens regler for gevinstbeskatning i aksjefond kan medføre innlåsingeffekter, men drøfter ikke dette nærmere da det anser skatt som å ligge utenfor mandatet.

Pkt. 5 i mandatet som Finansdepartementet ga Kredittilsynet lyder innledningsvis som følger:
"Vurdere om det er behov for tiltak – herunder regler – som kan bedre konkurransen og effektiviteten i det norske verdipapirfondsmarkedet."

Etter vår oppfatning er imidlertid også skatteregler av sentral betydning for konkurransen og effektiviteten både i verdipapirfondsmarkedet spesielt og i sparemarkedet generelt. Som kjent har vi ganske entydige erfaringer både i Norge og internasjonalt for at skatteregler har svært stor betydning for adferden i sparemarkedet. I denne omgang vil vi begrense oss til å nevne to forhold:

1. Dagens skatteregler for realisasjonsbeskatning ved flytting fra et aksjefond til et annet medfører en innlåsingeffekt for personmarkedet. Mye kan derfor tale for at en skattemessig modell som ikke utløser realisasjonsbeskatning ved flytting mellom aksjefond, men først ved en endelig realisasjon, kan medføre mer effektiv konkurranse i forhold til både forvaltningshonorar, tegnings- og innløsningshonorar.

2. I statsbudsjettet for 2008 ble det vedtatt å øke ligningsverdien til aksjer, verdipapirfond og grunnfondsbevis fra 85 til 100 prosent av markedsverdi. Argumentet var at dette ga skattemessig nøytralitet mellom verdsettelse av rentebærende plasseringer og aksjer, i tillegg til å gi gunstig fordelings effekt (de rikeste har mest aksjer). Samtidig forsterket denne endringen den manglende nøytraliteten mellom ligningsverdien til aksjer og aksjefond på den ene side og ulike former for fast eiendom på den annen side, hvilket ikke ble omtalt ved framleggelsen av forslaget.

Kjøp av bolig og fritidsbolig er dels velferdsobjekter og dels en plasseringsform. Kjøp av utleieboliger og næringseiendom er i all hovedsak rene investeringer. Alle disse plasseringsformene er langsiktige plasseringer, og der særlig de to sistnevnte er sterke konkurrenter til sparing i aksjer og aksjefond. Ovennevnte eiendoms plasseringer har svært lav skattemessig formuesvurdering, typisk i området 10-30 prosent av markedsverdi. Dette skaper to effekter:

- Nordmenn gis skattemessige incentiver til å konsentrere sin langsiktige sparing i boliger, fritidsboliger, utleieeiendom og næringseiendom framfor å investere i aksjer og aksjefond. Etter vår oppfatning skaper dette kraftige "forstyrrelser" markedet for langsiktig sparing, og med negativ volumeffekt for de to sistnevnte plasseringsalternativene (mens forstyrrelsen i markedet for rentebærende plasseringer trolig er noe mindre ettersom de for mange har en kortere plasseringshorisont og dermed er mindre nærliggende substitutter).
- Ettersom investeringer i ulike typer fast eiendom er godt anlagt for lånefinansiering, vil de som har god evne til å betjene store lån også kunne bruke eiendoms plasseringer til å fjerne eller redusere formuesskatten de i utgangspunktet måtte betale, slik at fortegnet på den gunstige fordelings effekten som det ble argumentert med i nasjonalbudsjettet 2008 ikke blir så entydig likevel.

Generelt bør skatteregler utformes slik at hver enkelt av oss, når vi tilpasser oss til dem rent privatøkonomisk, ikke skaper for store samfunnsøkonomisk uheldige resultater. Gitt at det er ønskelig med beskatning av formue, bør det tilstrebes å utforme disse reglene på en måte som gir bedre skattemessig nøytralitet mellom alle plasseringsalternativer, inklusive ulike former for plasseringer i fast eiendom, enn hva som er tilfelle i dag. Mer nøytrale skatteregler av fast eiendom i sin alminnelighet ville åpenbart også bidratt både til lavere enhetskostnader og mer effektiv konkurranse i markedet for aksjefond, ettersom en større del av langsiktig sparing ville finne veien fra fast eiendom til finansielle spareprodukter.

Med vennlig hilsen



Lasse Ruud
Adm.dir