

Kredittilsynet
Postboks 100 Bryn
0202 OSLO

Deres referanse: 06/2980

Oslo, 5. mai 2006

UNDERSØKELSE OM DIFFERENSIERT FORVALTNINGSGODTGJØRELSE

Det vises til brev fra Kredittilsynet av 24. mars i år, der Verdipapirfondenes forening (VFF) inviteres til å komme med innspill vedrørende behovet for å endre dagens regelverk for differensiert forvaltningsgodtgjørelse i verdipapirfond.

1. Konkurransesituasjonen

I de senere år har den norske fondsbransjen i sitt hjemmemarked møtt stadig økende konkurranse fra utenlandsregistrerte verdipapirfond. Av de vel 1 800 fondene (inklusive unit linked fond) som i dag markedsføres i det norske markedet er i underkant av 490 norskregistrerte. De fleste utenlandsregistrerte fondene som markedsføres i Norge er aksjefond, og de har etter hvert fått en betydelig markedsandel, særlig i institusjonsmarkedet. 82 prosent av de utenlandsregistrerte fondene som opererer i det norske markedet er registrert i Luxemburg. Nest største registreringssted er Irland med vel 11 prosent, etterfulgt av Storbritannia med 3 prosent og Sverige med vel 2 prosent. (Svært mange av de verdipapirfondene som er registrert i Luxemburg eller Irland er imidlertid opprettet av finanskonsern med hovedkontor i andre jurisdiksjoner, blant annet i Sverige). Våre medlemmer erfarer at fond fra ovennevnte jurisdiksjoner er underlagt regulering som gir vesentlig større spillerom i rabattering av forvaltningsgodtgjørelsen i det enkelte fond, gjennom andelsklasser i fondet og/eller gjennom utbetalinger fra fondsforvaltningsselskapet.

I tillegg til konkurransen fra utenlandsregistrerte fond i hjemmemarkedet, markedsfører noen av våre medlemmer også sine fond mot utenlandske markeder. Også ut fra dette hensynet er det viktig for norskregistrerte fond å kunne ha konkurransedyktig spillerom for rabattering.

Dernest er det viktig å få fram at norskregistrerte fond også møter konkurranse fra andre aktører i finansnæringen som banker (som tilbyr bankinnskudd og obligasjoner med ulike typer egenskaper (herunder aksjeindekserte produkter, valutaprodukter m.v.)), aktiv forvaltning og mellommenn for direkteplasseringer i verdipapirer. Slike aktører står relativt fritt til å fastsette sine priser og evt. individuelle eller volumbaserte rabatter uten nevneverdig regulering fra myndighetene.

Som det vil framgå under mener fondsbransjen at den er underlagt et for strengt og uhensiktsmessig regelverk i forhold til å kunne differensiere forvaltningsgodtgjørelsen innenfor sine enkelte mandater, og at dette hemmer norske forvaltningsselskapers konkurransedyktighet i storkundesegmentet i Norge og internasjonalt.

2. Norsk fondsbransjes syn på dagens muligheter for å kunne differensiere forvaltningsgodtgjørelsen innenfor det enkelte fondsmandat

Det første spørsmålet som Kredittilsynet ber om svar på i sitt brev er VFFs syn på om dagens modell for differensiering av forvaltningsgodtgjørelse anses hensiktsmessig. Per i dag kan forvaltningsgodtgjørelsen for det enkelte fondsmandat differensieres på tre måter:

- Vedtektsfestet differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen i det enkelte fond etter retningslinjene i forskrift for dette.
- Ved etablering av ett eller flere skyggefond, som i vedtekter og prospekt kun atskiller seg fra hverandre gjennom ulikt minste tegningsbeløp og tilhørende årlig forvaltningsgodtgjørelse.
- Etablering av fond i fond i det enkelte forvaltningsselskap, der fondet som retter seg mot massemarkedet investerer alle sine midler i underfond med likt mandat, men lavere forvaltningsgodtgjørelse rettet mot storkundesegmentet

En viktig del av bakgrunnen for at Stortinget i juni 2001 vedtok en lovhjemmel for å kunne differensiere forvaltningsgodtgjørelsen i det enkelte fond, var at dette kunne redusere antall skyggefond og dermed forenkle bransjestrukturen. Vi konstaterer at denne utviklingen ikke har funnet sted. Etter vår oppfatning ligger hovedårsaken i at forskriften om differensiert forvaltningsgodtgjørelse er utformet på en uhensiktsmessig måte. Av om lag 480 norskregistrerte fond var det 84 skyggefond ved utgangen av mars i år. Da Stortinget vedtok lovhjemmelen om differensiert forvaltningsgodtgjørelse i juni 2001 var det til sammenligning 41 norskregistrerte skyggefond. Siden den gang har det også blitt opprettet en rekke nye fond i fond som virkemiddel for å kunne differensiere forvaltningsgodtgjørelsen. Vi antar at det per i dag eksisterer minst 40 fond som inngår i slike strukturer. Vi har ingen fullstendig oversikt over antall fond som har innført differensiert forvaltningsgodtgjørelse, men antar at det dreier seg om færre enn 20 fond. Etter vår oppfatning er ingen av de tre ovennevnte mulighetene for differensiering av forvaltningsgodtgjørelse hensiktsmessige eller framtidsrettede, noe vi i det følgende vil gå nærmere inn på.

2.1 Forskrift om differensiert forvaltningsgodtgjørelse

En hovedinnvending mot dagens forskrift er at den ikke følger forvaltningsbransjens markedslogikk, som følge av at rabatteringen må være knyttet til antall andeler. Over tid vil andelsverdien i aksjefond stige vesentlig i verdi. De siste 35 årene har for eksempel Oslo Børs steget over 4000 prosent, og bare siden februar 2003 har Oslo Børs steget med 300 prosent. Dersom en investering på 10 mill. kroner ga rett til en bestemt rabatt i august 2000 vil en rabattering basert på antall andeler medføre at det må investeres 40 mill. kroner for å få rett på samme rabatt i dag. Like store beløp investert på ulikt tidspunkt kan m.a.o. gi opphav til ulik rabatt, hvilket gir ulik behandling av kunder med like store investeringer over tid (og med tilsvarende ulik inntjening på hver enkelt av dem for forvaltningsselskapet).

Forvaltningsselskapene kan bøte på dette gjennom med visse mellomrom nedjustere antall andeler som gir grunnlag for de ulike rabattsatser, hvilket vi antar vil kreve forutgående vedtak i forvaltningsselskapets styre og påfølgende godkjenning fra Kredittilsynet. Dette er etter vår oppfatning for lite fleksibelt og unødig tidkrevende.

Sett fra forvaltningsselskapets ståsted vil differensiert forvaltningsgodtgjørelse være et markedsrettet virkemiddel for å sikre konkurransedyktig pris, der samme fond kan benyttes overfor ulike kundesegmenter. Et rabatteringsopplegg basert på historisk kurs (kurs per andel på investeringstidspunktet) vil imidlertid over tid være et lite treffsikkert og konkurransedyktig virkemiddel i forhold til en slik målsetting. Særlig gjelder dette når konkurrerende leverandører (for eksempel tilbydere av aktiv forvaltning eller forvaltere av utenlandsregistrerte fond) vil kunne tilby rabattering uten bindinger til historiske markedsforhold.

Vi mener videre at den trappetrinnsmodellen som kreves brukt i forskriften er lite hensiktsmessig. Anta følgende rabattstruktur: Det gis ikke noen rabatt fra 0-100 andeler, en rabatt på 10 % fra 101 – 500 andeler og en rabatt på 20 % fra 501 - 1000 andeler. En kunde som tegner 700 andeler vil måtte bruke unødig tid på å kalkulere hva det effektive forvaltningshonoraret blir for det aktuelle fondet i forhold til andre investeringsalternativer på investeringstidspunktet. Dette framstår etter vår oppfatning som unødig komplisert, og bidrar også til unødig svekkelse av fondsproduktets gebyrtransparens innenfor en ramme av differensiert prising mellom kunder av ulik størrelse.

Dagens regler om differensiering basert på antall andeler skaper også kommunikasjonsmessige utfordringer ettersom andelsverdiene varierer mye fra fond til fond, selv blant fond forvaltet av samme forvaltningsselskap. Hovedårsaken til dette er at fondene har vært startet på ulikt tidspunkt og at verdipapirmarkedene fondene har investert i har utviklet seg ulikt.

2.2 Skyggefond

I slike strukturer har gjerne hovedfondet (som er åpent for massemarkedet) et stort antall andelseiere, og det finner sted daglige tegninger og innløsninger. De tilhørende skyggefondene består av et fåtall større kunder, der det kan gå noe tid mellom hver gang det tegnes eller innløses andeler, men der nettotransaksjonene ofte vil utgjøre vesentlig større beløp målt i prosent av fondets verdi. Den daglige nettotegningen i de fondene som inngår i strukturen vil derfor sjelden være synkronisert. Ettersom mandatene til hovedfondet og skyggefondene er like, vil forvalter i utgangspunktet bestrebe seg mot likest mulig porteføljesammensetning i alle fondene som inngår i strukturen. Dersom porteføljene i fondene skal ha identisk sammensetning på daglig basis, vil imidlertid transaksjonskostnadene (i prosent av forvaltet kapital) bli ulike fondene imellom, som følge av usynkronisert nettotegning i fondene. I praksis må derfor forvalter løpende avveie hensynet til likest mulig porteføljer og hensynet til at transaksjonskostnadene (spreader og kurtasje) ikke blir unødig høye. Dette er ikke alltid trivielle avveier, og skaper merkostnader fondsbransjen gjerne skulle vært foruten.

Skyggefond er også en dyr måte å differensiere pris på fordi den medfører duplisering av antall fondsregnskap med tilhørende økte kostnader til revisjon, og en del andre funksjoner innen fondsadministrasjon. Depotbankkostnader, og kostnader til internkontroll m.v. blir også unødig høye.

Ovennevnte merkostnader ved tilknyttet portefølje- og fondsadministrasjon setter også klare begrensninger for hvor mange prisklasser som kan etableres for det enkelte mandat gjennom bruk av dette virkemiddelet. Ovennevnte merkostnader ville fall bort dersom nettotegningen fra ulike kundesegmenter kunne internaliseres innenfor ett fond samtidig med at regelverket

ga mulighet for å differensiere forvaltningsgodtgjørelsen på en mer hensiktsmessig måte enn hva dagens forskrift gir mulighet for.

2.3 Fond i fond

Ved differensiering gjennom fond i fond løses en del av problemene knyttet til effektiv utnyttelse av porteføljeforvaltners kapasitet og unødige transaksjonskostnader. Problemene knyttet til duplisering av en rekke kostnader løses imidlertid ikke. Dessuten vil slike fondsstrukturer ikke være UCITS, med den konsekvens at de ikke uten videre kan markedsføres grenseoverskridende. Denne løsningen for å differensiere forvaltningsgodtgjørelsen er derfor heller ikke tilfredsstillende.

3. Norsk fondsbransjes syn på alternative modeller for differensiert forvaltningsgodtgjørelse

Kredittilsynet ber i sitt brev VFF om å redegjøre for mulige hensiktsmessige modifikasjoner av dagens forskrift, og evt. komme med forslag til andre modeller enn gjeldende rett. I tilknytning til begge ovennevnte alternativer bes vi også om å kommentere hvordan følgende forhold kan ivaretas i de modeller vi måtte foreslå:

- Hensynet til mer kostnadsriktig prising.
- Hensynet til å unngå eventuell kryssubsidiering.
- Hensynet til styrking av priskonkurransen.
- Hensynet til lik behandling av andelene, jf. vpfl § 6-1 første ledd.

I det følgende vil vi besvare disse spørsmålene.

3.1 Modifisering av dagens forskrift

Som det framgår i avsnitt 2 (over) mener vi at differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen etter dagens forskrift ikke er hensiktsmessig. Så lenge antall andeler ligger som et premiss for rabatter vil justering av evt. andre parametere i opplegget (for eksempel en endring av trappetrinnsmodellen slik at det blir enklere for andelseierne å foreta prissammenligninger) ikke medføre nevneverdige framskritt. Vi har derfor ikke noen forslag til alternative løsninger innenfor dagens modell som vi mener framstår som hensiktsmessig og framtidsrettet.

Vi ønsker imidlertid å anføre enkelte synspunkter på de føringer som er gitt i lovforarbeidene (jf. Ot.prp. nr. 98 2000-2001, avsnitt 3.6), som vi mener trekker i retning av en ny stortingsbehandling og derfor et nytt hjemmelsgrunnlag i spørsmålet om differensiert forvaltningsgodtgjørelse:

I departementets vurderinger (jf. avsnitt 3.6.4) vises det innledningsvis til at man ved å åpne opp for differensiering basert på antall andeler den enkelte andelseier besitter kan oppnå mer kostnadsriktig prising, hvilket også Stortinget sluttet seg til. I vår drøfting i avsnitt 2 (over) viser vi at en investor som ut fra dagens forskrift oppnådde en bestemt rabatt ved å investere 10 mill. kroner i februar 2003, kan risikere å måtte investere 40 millioner kroner for å oppnå samme rabatt om lag tre år senere. Sagt på en annen måte vil en som investerte 10 mill. kroner for tre år siden oppnå en annen rabatt enn en investor som investerer 10 mill. kroner i dag. Årsaken er at kriteriet for rabatter er basert på antall andeler og at det aktuelle markedet fondet investerer i har steget i verdi - og ikke at kostnadsforholdene i fondsforvaltningsselskapet har endret seg i løpet av disse tre årene. Vårt poeng er at det over

tid er motstrid mellom de to føringene om differensiering basert på antall andeler og kostnadsriktig prising i det enkelte fond. I denne sammenheng minner vi om at fond i utgangspunktet har en svært lang levetid, slik at disse effektene blir svært sterke. Etter vår oppfatning er dette et argument for at Stortinget behandler denne lovsaken på nytt.

I lovforarbeidene uttaler også departementet:

”En forutsetning for at godtgjørelsen skal kunne differensieres gjennom ulik tilordning på hver andel må etter departementets oppfatning være at investorene på en klar og oversiktlig måte gis nødvendig informasjon om andelsverdier og forvaltningskostnader.”

Jf. siste avsnitt i våre hovedinnvendinger mot dagens forskrift i avsnitt 2 over, mener vi at målsettingen om at andelseierne skal få klar oversikt over forvaltningskostnadene ikke er oppfylt gjennom dagens regler for differensiering. Hensynet til oversiktighet og effektiv priskonkurranse er derfor også et argument for at myndighetene bør foreta en fornyet vurdering av regelverket om differensiert forvaltningsgodtgjørelse, uavhengig av om vurderingen vil bli gjort på lov- eller forskriftsnivå.

3.2 Andre modeller for differensiering enn gjeldende rett

3.2.1 Prinsipielt om forholdet mellom kostnadsriktig prising, krysssubsidiering, likebehandling av andelseiere og priskonkurranse

Norsk fondsbransje er av den prinsipielle oppfatningen at premisset om kostnadsriktig prising og det avledede premisset om å unngå krysssubsidiering, er en lite hensiktsmessig innfallsvinkel til problemstillingen om differensiert forvaltningsgodtgjørelse. Premisset svekker norskregistrerte fondsprodukters konkurransekraft og utviklingsmuligheter samt priskonkurransen i det norske fondsmarkedet. Dette vil vi utdype i det følgende.

Norsk lovverk legger ingen føringer for nivået på forvaltningsgodtgjørelsen i det enkelte fond. Forvaltningsselskapene kan derfor fritt fastsette ulike nivåer på forvaltningsgodtgjørelsen mellom ulike fond som har likt minste tegningsbeløp og mandater, som ikke foranlediger ulike kostnader for å drifte fondene. Gitt at de to fondene oppnår lik forvaltningskapital, er det derfor allerede bredt akseptert at forvaltningsselskapet kan oppnå vidt forskjellige marginer mellom ulike fond. Dernest er det i praksis slik at enkelte fond har høyt forvaltningsvolum og er svært lønnsomme for forvaltningsselskapet, mens andre fond oppnår lavt volum og kan være direkte ulønnsomme. Vi mener derfor at begreper som kostnadsriktig prising og krysssubsidiering er irrelevante innfallsvinkler mellom fondene i mellom som er forvaltet av samme forvaltningsselskap.

I det enkelte fond er forvaltningsgodtgjørelsen den løpende godtgjørelse forvaltningsselskapet mottar for å forvalte fondet. Denne godtgjørelsen skal dekke forvaltningsselskapets løpende kostnader og en margin. Nivået på denne marginen er befestet med en rekke usikkerhetsmomenter utenfor forvaltningsselskapets kontroll. På inntektssiden vil for eksempel faktorer som akkumulert tegningsvolum og utviklingen i de verdipapirmarkeder fondet investerer i (forvaltningsgodtgjørelsen beregnes som kjent i prosent av fondets markedsverdi) påvirke marginen sterkt. På kostnadssiden (forutsatt at fondet ikke har differensiert forvaltningsgodtgjørelse) vil marginen påvirkes av om tegningen kommer fra få store kunder eller mange små (en tegning på 1 mill. kroner fra én kunde medfører vesentlig

lavere kostnader enn 1000 tegninger på 1000 kroner). Fond som ikke har differensiert forvaltningsgodtgjørelse har derfor en løpende og systematisk krysssubsidiering av små andelseiere på bekostning av de store, hvilket avspeiler at det ikke er såkalt kostnadsriktige priser mellom store og små kunder. Når lovgiver ikke stiller noe krav om kostnadsdekkende priser i fond uten differensiert forvaltningsgodtgjørelse, finner vi det ulogisk at et slikt prinsipp plutselig må gjelde dersom det innføres differensiering av denne. Etter vår oppfatning bør også differensiering kunne innføres basert på rene markedsvurderinger fra forvaltningsselskapets side – på samme måte som når et forvaltningsselskap fastsetter nivået på forvaltningsgodtgjørelsen før evt. rabattering.

Det er for øvrig et hovedprinsipp for hele finansnæringen (og for markedsøkonomien i sin helhet) at prisdannelsen for produkter skal finne sted i markedet uten noe krav om kostnadsriktig prising eller lik margin for store og små kunder. Bakgrunnen er at dette fremmer konkurransen og en dynamisk prisdannelse over tid, som gir det beste samfunnsøkonomiske resultat. Vi kan ikke se at fondsforvaltning utgjør noe unntak fra dette generelle styringsprinsippet, der målet er å oppnå det beste samfunnsøkonomiske resultat. På samme måte som når et forvaltningsselskap fastsetter forvaltningsgodtgjørelsen for et fond, må det kunne fastsette nivåer for differensiering ut fra en løpende vurdering av konkurransesituasjonen for ulike kundegrupper.

Det har ved enkelte anledninger vært anført at det unike ved verdipapirfond er den kollektive forvaltning av andelseieres midler og det lovfestede kravet om såkalt likebehandling av andelseierne - og at nettopp dette foranlediger det unike prinsippet om såkalt kostnadsriktige priser i tilknytning til differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen i det enkelte fond. Som nevnt over bygger ikke dagens norske lovgiving (eller utenlandsk lovgiving i andre EØS-land vi kjenner til) på prinsippet om kostnadsriktige priser i fond uten differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen. "Krysssubsidiering" mellom ulike andelseiere finnes derfor i rikt monn i slike fond. Lovgiver (verken i Norge eller i andre land vi kjenner til) har altså ment at verdipapirfondets kollektive særpreg og sentrale prinsipp om likebehandling avleder noe krav om kostnadsriktig prising i fond uten differensiert forvaltningsgodtgjørelse. Etter vår oppfatning tilsier ikke verdipapirfondets kollektive særpreg og prinsippet om likebehandling av andelseierne kostnadsriktige priser, men at det er en offentlig kjent forutberegnelighet i differensieringen av forvaltningsgodtgjørelsen og ryddighet omkring praktiseringen av denne.

3.2.2 Nærmere om fondsbransjens konkurransedyktighet

Som nevnt innledningsvis i dette brevet møter norsk fondsbransje sterkest konkurranse innen fondsområdet fra fond registrert i Luxembourg, Irland og Sverige (der de to førstnevnte for øvrig også er de mest nærliggende alternativene for norske aktører som vurderer utenlandsregistrering av sine fond). Heller ikke disse jurisdiksjonene praktiserer differensiering av pris ut fra en tankegang om kostnadsriktig prising. Vi vil i denne sammenheng minne om at de aller fleste konkurrerende fondene fra disse jurisdiksjonene er såkalte UCITS. Etter vår oppfatning legger heller ikke dette direktivet noen føring i retning av krav om kostnadsriktig prising, selv om likebehandling av andelseierne er et bærende prinsipp også i direktivet. En justering av premissene for norske regler om differensiering i tråd med hva vi argumenterer for over, vil dermed også medføre at konkurransedyktigheten til norsk fondsbransje bringes mer på linje med konkurrenter fra konkurrerende utenlandske jurisdiksjoner. Dette vil også ha stor betydning for de av våre medlemmer som har ambisjoner om å markedsføre sine fond i andre europeiske land, og ikke minst i det utenlandske institusjonssegmentet.

Det kollektive særpreget i verdipapirfond, der det føres ett regnskap for fondets portefølje med et tilhørende andelseierregnskap for eksempel 10.000 andelseiere medfører vesentlige kostnadsbesparelser sammenlignet en forvaltning av 10.000 separate porteføljer med et tilsvarende antall operative mandater og porteføljeregnskap m.v. (jf. for øvrig også våre resonnementer i tilknytning til skyggefond i avsnitt 2 over). Aktiv forvaltning er et marked preget av fri prisdannelse, og den rigide prisreguleringen i verdipapirfond er en grunn til at en del midler som forvaltes på denne måten ikke er plassert i fond. Dersom det kunne innføres større grad av prisfleksibilitet innenfor det enkelte fond, på linje med hva vi argumenterer for over, vil dette danne grunnlag for at en del av de midlene som i dag forvaltes aktivt kan legges i fond. Dette vil kunne redusere kostnadsnivået innen norsk finansforvaltning, og på marginen gjøre norsk finansforvaltningsbransje mer konkurransedyktig samlet sett.

3.2.3. Nærmere om forslag til nye regler for differensiert forvaltningsgodtgjørelse

Vårt utgangspunkt er at slike regler må gi større muligheter til å fastsette markedsbaserte priser i ulike kundesegmenter. Myndighetens sentrale rolle bør være at rabattsatser og forvaltningsgodtgjørelsen etter rabatt framgår på en klar og lett forståelig måte, slik at det blir enklest mulig å kunne sammenligne priser mellom ulike kundegrupper i det enkelte fond og mellom ulike fond, med sikte på effektiv priskonkurranse.

Differensiering basert på objektive kriterier

Det bør kunne etableres trappetrinnsmodeller for differensiert prising i det enkelte fond basert på kontrollerbare og objektive kriterier, uten krav om at det må knyttes til antall andeler i det respektive fond slik som i dag. Hovedpoenget er at alle andelseiere som befinner seg i det enkelte trappetrinn bør betale lik forvaltningsgodtgjørelse etter rabatter. Nærliggende kriterier for trappetrinnsmodellen vil kunne være markedsverdien til den enkelte andelseiers plassering i fondet eller akkumulert tegningsbeløp i fondet. Man kan også tenke seg at egne rabatter for andelseiere med innskuddspensjon i fondet eller tilleggsrabatter for ordinære andelseiere som binder seg for investert beløp i fondet for en bestemt periode. Vi kan ikke se hvorfor kriteriene må være like for alle norskregistrerte fond, så lenge kriteriene er entydige og rabattsatsene (evt. netto forvaltningsgodtgjørelse) framgår på en klart og lett forståelig måte, slik at det blir enklest mulig å foreta prissammenligninger mellom ulike fond. Det bør være opp til det enkelte forvaltningsselskap å fastsette kriteriene for trappetrinnsmodellen i det enkelte fonds vedtekter, som på vanlig måte må godkjennes av Kredittilsynet.

Verdipapirfond etableres med en intensjon om levedyktighet på flere tiår, men i et miljø der både konkurranseforhold og verdipapirmarkeder er i endring hele tiden. Det enkelte fonds vedtekter må derfor kunne ha en ordlyd som fastsetter minimumsnivå på rabatten i det enkelte trappetrinn, slik at forvaltningsselskapet over tid kan øke disse og samtidig ha mulighet til å kunne redusere dem igjen på et senere tidspunkt. Ettersom konkurranseforholdene også kan utvikle seg ulikt over tid i ulike kundesegmenter, bør forvaltningsselskapet ha mulighet til å kunne endre rabattsatsene i det enkelte trappetrinn (innenfor den vedtektsfestede ordlyd) uten å måtte foreta tilsvarende endringer i andre trappetrinn. En slik adgang kan etter vår oppfatning sidestilles med at et fondsforvaltningsselskap har adgang til å øke forvaltningshonoraret i ett fond (innenfor de rammer som er fastsatt i vedtektene), uten at det samtidig økes i andre fond. Dersom slike tilpasninger ikke vil kunne være mulig – altså at enhver økt rabatt bare kan gis med evigvarende virkning, vil det etter vår oppfatning bidra til å svekke priskonkurransen, med den konsekvens at vi vil få et høyere gjennomsnittlig prisnivå over tid enn hvis det åpnes for en slik dynamikk. Det sier seg selv at et forvaltningsselskap vil

være vesentlig mer tilbakeholden med å øke rabattsatsen for et fond i et bestemt trinn dersom det må være med evigvarende virkning enn hvis det har mulighet til med visse mellomrom å teste markedets priselastisitet.

Ovennevnte forslag til vedtektsutforming vedrørende rabattsatser i det enkelte trappetrinn vil følge det samme prinsippet som gjelder i dag for forvaltningsgodtgjørelsen, der vedtektene angir hvor høy den maksimalt kan være, og der forvaltningsselskapets styre gjennom fondets prospekt kan vedta lavere sats samt endringer i denne over tid innenfor vedtektens ordlyd. Reduksjon i rabattsatsen innenfor et trappetrinn bør følge de samme reglene for varslingsfrist til andelseierne og muligheten til å innløse uten kostnader som gjeldende regler i dag for økning i forvaltningsgodtgjørelsen.

Også når det gjelder den praktiske utforming av trappetrinnsmodeller bør regelverket være åpent for ulike vedtektsregulerte varianter, herunder modeller der rabatten i de ulike trinn kan gjelde fra første krone. Vi mener at det ikke er en myndighetsoppgave å fastsette én bestemt modell for hvordan trappen konstrueres, eller at denne må være lik for alle fond. Slike føringer svekker dynamikken i markedet, og bidrar ikke til mer sammenlignbare priser, ettersom intervallene for rabattsatsene uansett vil være forskjellige fra fond til fond forvaltet av samme selskap og mellom fond forvaltet av ulike selskap. I likhet med for fastsettelse av de objektive kriteriene for rabatt bør føringen for Kredittilsynets godkjenning av trappetrinnsmodeller være at det i hvert enkelt tilfelle være at prisbildet etter rabatt framstår som klart for eksisterende og potensielle andelseiere i det enkelte fond. Klarhet omkring pris i det enkelte fond er en forutsetning for å kunne foreta prissammenligninger og dermed oppnå effektiv konkurranse.

Rent teknisk kan rabatter gjennomføres på to måter; gjennom innføring av andelsklasser i det enkelte fond eller gjennom refusjon av deler av forvaltningsgodtgjørelsen fra forvaltningsselskapet. Dagens lovhjemmel åpner etter vår oppfatning for begge varianter. Ut fra vår dialog med departementet forut for den endelige fastsettelsen av dagens forskrift var det vår oppfatning av de daværende RISK-reglene var utslagsgivende for valg av sistnevnte løsning. (Daværende RISK-regler ville medføre at differensiering gjennom andelsklasser i fondet ville skape en viss forskjellsbehandling mellom andelseiere med og uten rabatt i det enkelte fond.) Også på dette punkt mener vi at det bør være opp til det enkelte forvaltningsselskap å ta stilling til valg av modell. Sett fra andelseiernes ståsted er det viktig at opplegget rundt rabatter framstår som klart og lett forståelig, mens det trolig er av underordnet betydning hvordan den gjennomføres rent teknisk. Forvaltningsselskapet bør derfor ha frihet til å kunne vurdere hvordan rabatteringen kan implementeres rent teknisk, ut fra hensyn til administrative kostnader, skattemessige og markedsmessige forhold m.v.

Differensiering basert på individuelle forhandlinger

Dagens forskrift åpner opp for at forvaltningsgodtgjørelsen i enkelttilfeller kan differensieres på annet grunnlag enn antall andeler, hvilket i praksis er en adgang forebeholdt store kundeforhold. Kredittilsynet har gitt tillatelse til differensiering på annet grunnlag, og la da til grunn at ”enhver, herunder eksisterende og potensielle andelseier samt Kredittilsynet, på forespørsel kan kreve å få opplyst hvilke individuelle rabatter som er gitt i forhold til antall andeler.. og at selskapet på egnet måte må opplyse om denne adgangen.”

Ovennevnte adgang åpner opp for individuelle prisforhandlinger. Blant foreningens medlemmer er det ulike synspunkter på om et evt. nytt regelverk for differensiert forvaltningsgodtgjørelse bør gi adgang til individuelle forhandlinger.

4. Avslutning

VFF er tilfreds med at Kredittilsynet nå har etablert en arbeidsgruppe som vil gjøre en fornyet vurdering av regelverket for differensiert forvaltningsgodtgjørelse, ettersom norsk fondsbransje i lengre tid har etterlyst et slikt initiativ. Vi mener at våre ovennevnte forslag til mer fleksibelt regelverk for differensiering basert på objektive og klare kriterier vil danne grunnlag for en mer effektiv prisdannelse. Et nytt og mer hensiktsmessig regelverk vil også danne grunnlag for å kunne sanere nærmere 100 av i overkant av 480 norskregistrerte fond, hvilket vil redusere kostnadene i fondsbransjen. Videre er dagens uhensiktsmessige regelverk for differensiering en av de avgjørende årsaker til at enkelte av våre medlemmer vurderer utenlandsregistrering av fond. Vi håper derfor at tilsynet vil prioritere dette arbeidet høyt i tiden framover.

Med hilsen
Verdipapirfondenes forening

Lasse Ruud
Adm. direktør