

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

Oslo, 21. april 2004

Vedtektsendringer og fusjon mellom verdipapirfond – myndighetenes skjønnsutøvelse og utviklingen i denne

1. Innledning

Norsk fondsbransje opplever at Kredittilsynets skjønnsutøvelse de siste årene har blitt stadig mer restriktiv når det gjelder behandlingen av søknader om vedtektsendringer generelt og fusjoner mellom verdipapirfond spesielt. Kredittilsynet avslår nå søknader man etter tidligere praksis samtykket til. Denne utviklingen har medført at bransjens muligheter til å tilpasse seg markedsmessige og strukturelle endringer gjennom vedtektsendringer og fondsfusjoner er blitt sterkt begrenset. Resultatet blir at forvaltningsselskapene enten avviker fond eller ”tvinges” til å opprettholde et uhensiktsmessig og uoversiktlig fondssortiment. Dette mener vi vil være alternativer som verken er i bransjens eller andelseiernes interesse.

Vi vil innledningsvis minne om at bransjens behov for å fusjonere verdipapirfond dels skyldes de strukturtilpasninger som skjer i finansnæringen (jf. blant annet den forestående fusjonen mellom Avanse Forvaltning og DnB Investor), og som normalt medfører behov for å samordne fondstilbudet. Dels skyldes det ønsket om å erstatte kostnadskrevende strukturer som tidligere er etablert for å tilby ulike markedssegmenter ulike pris (enten gjennom identiske skyggefond eller fond i fond-strukturer) med innføring av differensiert forvaltningsgodtgjørelse – som er en mer kostnadseffektiv måte å gjøre dette på. Videre kan behovet for fondsfusjoner også skyldes at forvaltningsselskaper ønsker å rydde opp i fondslanseringer som det viser seg at det ikke har vært tilstrekkelig etterspørsel etter.

Den konkrete foranledningen for at Verdipapirfondenes Forening retter denne henvendelsen til Finansdepartementet, er at departementet har til behandling to saker fra to av våre medlemsselskaper (Avanse Forvaltning AS og Nordea Fondene AS) som berører klage på vedtak fattet av Kredittilsynet om å avslå søknad om fusjon av fond, jf. vedlagte to brev datert 20. oktober 2003 (vedlegg 1 og 2). Med basis i at departementets avgjørelse i disse to sakene sannsynligvis vil skape presedens for lignende saker framover, ønsker foreningen å gjøre departementet kjent med de vurderinger som bransjen har når det gjelder myndighetenes

skjønnsutøvelse i forbindelse med vedtektsendringer og fondsfusjoner og behovet som vi mener foreligger for å endre denne. Enkelte av de problemstillinger som foreningen tar opp nedenfor har direkte relevans til de to nevnte klagesakene, men vi vil også trekke fram en rekke andre saker som vi mener er viktige for å kunne danne seg et samlet bilde over hvordan Kredittilsynet utøver sitt skjønn i forbindelse med vedtektsendringer og fondsfusjoner.

Brevet er bygd opp på følgende måte: I kapittel 2 foretar vi en gjennomgang av det rettslige grunnlaget for fastsettelse av og endringer i vedtekter, avvikling av fond og fusjoner. Videre inneholder kapitlet en vurdering av hvordan bransjen så langt har oppfattet forholdet mellom fondsvedtekter og prospekter. Kapittel 3 gir en oversikt over områder hvor Kredittilsynets skjønnsutøvelse etter bransjens oppfatning nå framstår som urimelig streng. Denne oversikten dokumenteres med konkrete eksempler på saker som har vært behandlet i Kredittilsynet. Dette gjelder både de to klagesakene som er nå er til behandling i departementet, men vi trekker også fram saker som ikke er blitt påklagd eller er som er så nye at det foreløpig ikke er avgjort om det skal klages. Kapittel 4 inneholder en vurdering av de konsekvenser som bransjen mener at den strenge skjønnsutøvelsen vil medføre. Avslutningsvis gis det i kapittel 5 enkelte forslag til hvordan skjønnsutøvelsen konkret bør justeres.

Formålet med dette brevet er altså å gjøre departementet kjent med de synspunkter som norsk fondsbransje har på hvordan myndighetenes skjønnsutøvelse bør være i tilknytning til endring av vedtekter og fusjoner mellom fond. Vårt primære anliggende er at skjønnsutøvelsen ikke må være så restriktiv at den i praksis er til hinder for at bransjen gjennom vedtektsendringer og fondsfusjoner kan tilpasse seg de endringer som finner sted i verdipapirmarkedene og strukturelle endringer mellom forvaltningsselskap.

2. Rettslig utgangspunkt

2.1 Fastsettelse av vedtekter

Verdipapirfondloven (vpfl) § 3-4 første ledd angir at verdipapirfondets vedtekter skal vedtas av styret og deretter stadfestes av tilsynsmyndigheten. Kravene til vedtektenes innhold er regulert i vpfl § 3-3. I henhold til § 3-3 punkt 4 skal vedtektene angi:

«retningslinjer for plassering av verdipapirfonds midler, herunder hvorvidt midler kan plasseres i utenlandske verdipapirer, opsjoner eller terminer, og om og i så fall hvordan fondets midler i henhold til samtykke kan fravike lovens alminnelige plasseringsbestemmelser.»

Kredittilsynet har utarbeidet standardvedtekter som forvaltningsselskapene benytter i stor utstrekning ved etableringen av nye verdipapirfond. I henhold til standardvedtektenes § 4 og 5 skal det framgå hvilke finansielle instrumenter og hvilke geografiske markeder fondet *kan* plassere i.

2.2 Vedtektsendringer

Adgangen til å foreta endringer i et verdipapirfonds vedtekter framgår av vpfl § 3-4 annet ledd, som lyder:

«Endringer i vedtektene må godkjennes av tilsynsmyndigheten. Godkjenning kan bare gis når endringen antas å være i andelseiernes interesser. Endringene trer ikke i kraft før tre uker etter at endringene er kunngjort. Tilsynsmyndigheten fastsetter hvorledes kunngjøringen skal foregå og kan fastsette en kortere frist for ikrafttredelsen av endringene.»

Bestemmelsen ble innført i 1981 og bygger på Europarådets og OECDs retningslinjer. Forarbeidene til bestemmelsen viser tydelig at lovgiver mente at det vil være et «klart behov» for å kunne endre vedtektene og at dette skulle kunne gjennomføres selv om ikke samtlige andelseiere kan antas å være enig i endringen, jf. avsnitt 5 i Ot.prp. 68 (1980-81)) hvor følgende er anført:

«Det er et klart behov for å kunne endre vedtektene. Her dreier det seg imidlertid om endring av bestemmelser som andelseierne har tegnet andeler på grunnlag av og i tillit til. Som det framgår av de alminnelige motiver, er det neppe mulig å finne organisasjonsmessige løsninger som gir andelseierne reelle muligheter for å ta stilling til vedtektsendringer. Det er derfor neppe noe praktisk alternativ å tillegge en tilsynsmyndighet den oppgave å ivareta andelseiernes interesser i denne sammenheng. Paragrafens annet ledd er utformet med sikte på det.

I følge bestemmelsen skal vedtektsendringer bare kunne erkjennes når de antas å være i andelseiernes interesser. Dette vilkår innebærer ikke at tilsynsmyndigheten er avskåret fra å godkjenne for eksempel en forhøyelse av forvaltningsselskapets godtgjørelse når det er saklig grunnlag for det. Forhøyelsen kan være nødvendig for at fondet skal kunne fortsette. Tilsynsmyndigheten må her ha mulighet for å kunne treffe en skjønnsmessig avgjørelse som tar utgangspunkt i andelseiernes interesser. Andelseiere som er uenig i endringen, har ellers den mulighet at de kan forlange sine andeler utløst. For at de skal kunne nytte denne adgang vil godkjente endringer normalt først tre i kraft etter en frist fra kunngjøring om endringene.»

Utover at UCITS-direktivet art. 4 nr. 4 forutsetter at enhver endring av verdipapirfondets vedtekter skal godkjennes av myndighetene, er ikke vedtektsendringer eksplisitt regulert i direktivet. Den norske reguleringen på dette punkt synes imidlertid etter vår oppfatning å være i tråd med det gjennomgående prinsippet i direktivene om ivaretagelse av andelseiernes interesser.

Kredittilsynets praksis er at vedtektsendringer som det samtykkes til skal kunngjøres i minst to «alminnelig leste aviser», eller gjennom brev til samtlige andelseiere. Hovedregelen er videre at endringene først trer i kraft tre uker etter at kunngjøringen har funnet sted. Denne prosessen sikrer dermed at andelseierne blir informert om vedtektsendringen og de som er

uenige i endringen får samtidig en rimelig tid på seg til å innløse sine andeler før endringen trer i kraft.

I forbindelse med revisjonen av verdipapirfondloven i 2001 ble det innført et tilleggskrav i § 3-4 annet ledd som innebar at beslutninger om vedtektsendringer bare er gyldige dersom dette støttes av et flertall av de andelseiervalgte styremedlemmene. For øvrig har bestemmelsen stått uendret siden 1981.

2.3 Avvikling av verdipapirfond

Vpfl § 4-13 angir at:

«Med samtykke av tilsynsmyndigheten kan et forvaltningsselskap gjøre vedtak om at et verdipapirfond som selskapet forvalter, skal avvikles. Departementet kan i forskrift fastsette hvordan avviklingen skal skje.»

Det er ikke fastsatt noen forskrift med hjemmel i bestemmelsen, hvilket innebærer at vilkårene for avvikling av verdipapirfond vil utledes av den praksis Kredittilsynet har fulgt i enkeltsaker. Vilårene for avvikling er etter det vi har kunnet konstatere – i en forkortet form – følgende: Alle andelseiere skal skriftlig underrettes om avviklingen og årsaken, porteføljen av verdipapirer skal realiseres innen en fastsatt frist, og kostnader ved avviklingen skal bæres av forvaltningsselskapet. Dersom andelseierne tilbys å tegne andeler i et annet verdipapirfond, skal dette skje kostnadsfritt.

2.4 Fusjon mellom verdipapirfond

Det er ikke utformet særskilte regler i verdipapirfondloven som regulerer adgangen til fusjon mellom verdipapirfond. UCITS direktivet omhandler heller ikke fusjoner spesielt. Kredittilsynet uttaler i brev til departementet av 20. oktober 2003 i tilknytning til ankesak fra Nordea Fondene AS (vedlegg 2) følgende:

«Fusjon av verdipapirfond reguleres ikke direkte i verdipapirfondloven, men følger av langvarig praksis hos Kredittilsynet og forvaltningsselskapene.»

I utgangspunktet er det rettslig sett to mulige alternativer å betrakte en fusjon på; enten som:

- avvikling av det overdragende verdipapirfondet, jf, vpfl 4-13 annet ledd, eller som
- endring av det overdragende (ev. også overtagende) verdipapirfondets vedtekter, jf. vpfl. § 3-4 annet ledd

Kredittilsynet har gjennom sin praksis valgt det siste alternativet, dvs. at fusjoner mellom verdipapirfond rettslig sett betraktes som en vedtektsendring (der vedtektsendringen som et minimum vil være navneendring på fondet). Praksis har således vært at Kredittilsynet har tillatt fusjon gjennom å samtykke til endring av det overdragende verdipapirfonds vedtekter – under den forutsetning at andelseierne i det overdragende verdipapirfondet kostnadsfritt mottar andeler i det overtagende verdipapirfondet.

Når Kredittilsynet samtykker til en fondsfusjon, settes det – etter det vi har forstått – følgende vilkår:

- Andelseierne skal skriftlig varsles om fusjonen og tidspunktet for denne (som normalt skal skje tre uker etter at andelseierne er varslet).
- Andelseierne i det overdragende fondet skal utførlig informeres om forskjellen mellom vedtektene i det overdragende fondet og det overtagende fondet. De skal også informeres om skatterettslige følger av de valg de gis.
- Andelseierne i det overdragende fondet skal holdes skadesløse, og skal tilbys kostnadsfri tegning i det overtagende fondet. Bytteforholdet skal beregnes ut fra de kurser som gjelder på det tidspunkt fondene slås sammen.
- Dersom det overtagende fondet i sine vedtekter har bestemmelser om minste tegningsbeløp og/eller bestemmelser om minste beløp en andelseier kan ha innestående i fondet, kan disse bestemmelsene ikke gjøres gjeldende overfor andelseiere i det overdragende fondet, og som har et lavere beløp innestående i fondet.

Denne prosessen sikrer dermed at andelseierne blir informert om fusjonen og de endringer den ev. vil innebære. Kostnadene ved fusjonen bæres av forvaltningsselskapet. Andelseiere som ikke ønsker å bli med får samtidig en rimelig tid på seg til kostnadsfritt å innløse sine andeler før fusjonen trer i kraft.

2.5 Prospekt for verdipapirfond

Vpfl § 7-2 angir at forvaltningsselskapets styre skal fastsette prospekt for hvert verdipapirfond. Det nærmere kravet til prospektets innhold er regulert i prospektforskriften av 28. juli 1994. Det fremgår av forskriftens § 2 at prospektet skal inneholde:

«...den informasjon som kreves for å kunne foreta en velbegrunnet bedømmelse av fondet og risikoen forbundet med investering i fondet».

Hvilken informasjon som må fremgå av prospektet, er regulert i prospektforskriftens § 3 nr 2 som oppstiller kravene til informasjon om fondet. Av pkt. 2.9 (krav til beskrivelse av investeringsmål og investeringspolitikk) samt kategorier av aktiva i henhold til nytt pkt. 2.7a, skal det også angis en tydelig og lettfattelig beskrivelse av fondets risikoprofil. Etter pkt. 2.11 siste avsnitt, skal det også oppgis et mål for risiko for fondet.

Prospektforskriften § 4 pålegger styret ansvaret for at prospektet oppfyller forskriftens krav. Adgangen til og fremgangsmåten ved endringer av prospekt, fremgår ikke av forskriften. Vpfl § 7-2 første ledd angir at ”Ved endringer av betydning for andelstegnere og andelseiere skal prospektene oppdateres”, hvilket implisitt innebærer at det er adgang til å foreta endringer i prospektet og at endringskompetansen tilligger styret. Vpfl inneholder ikke noe krav om at de andelseiervalgte styremedlemmene må gi samtykke til endringer i prospektet, slik tilfellet er ved vedtektsendringer, jf. § 3-4 annet ledd.

2.6 Forholdet mellom vedtekter og prospekter

Etter vår oppfatning har vedtektene dannet en ytre ramme for investeringsmandatet til det enkelte fond, som blant annet klargjør:

- fondets geografiske investeringsunivers (for eksempel finansielle instrumenter notert på børs eller regulert marked i Norge, EØS eller OECD)
- hvilke typer finansielle instrumenter fondet kan investere i (aksjer, og/eller rentebærende verdipapirer og evt. muligheter for bruk av derivater i tilknytning til disse finansielle instrumentene)
- spredningskrav (diversifiseringsbestemmelser).

Standardvedtektene (som de fleste selskaper har lagt til grunn) gir en ufullstendig beskrivelse av de elementer som vil inngå i et investeringsmandat, og har av bransjen vært ansett å bare definere en ytre ramme for mandatet. Forvaltningsselskapene har gjennom prospekter, produktark, annet markedsføringsmaterieell eller gjennom interne rutinebeskrivelser derfor foretatt innsnevring eller presiseringer av investeringsmandatet i forhold til hva som framgår av vedtektene. Dette gjelder bl.a. på følgende områder:

- Geografisk investeringsunivers. For eksempel har et stort antall aksjefond med vedtekter som definerer investeringsuniverset til aksjer notert på børs eller i regulert marked (+ inntil 10 % unoterte) i hele OECD-området gjennom prospekter mv. innsnevret investeringsuniverset til å gjelde kun norske aksjer, kun nordiske aksjer mv. Tilsvarende gjelder for mange obligasjonsfond.
- Bransjeunivers. De fleste såkalte bransjefond har bare et geografisk investeringsunivers definert i sine vedtekter, mens innsnevringen til bestemte bransjer framgår av prospekter mv.
- Videre har prospekter mv. ofte innsnevret eller presisert investeringsmandatet ytterligere ved å klargjøre om fondet for eksempel skal
 - investere i vekst- eller verdiorienterte aksjer, eller begge deler
 - investere i store eller små aksjeselskap ("large caps"/ "small caps") eller begge deler,
 - forvaltes passivt (indeksnært) eller aktivt, og gitt nærmere informasjon om fondet tar høy eller lav absolutt eller relativ risiko.
 - ha høy eller lav durasjon (gjelder rentefond), samt maksimums-/minimumsgrenser for svingninger i fondets durasjon.
- Vedtektene angir ofte at fondets årlige forvaltningsgebyr kan utgjøre inntil X prosent, mens prospektet klargjør størrelsen på det faktiske forvaltningshonoraret.

Mens et fonds vedtekter skal godkjennes av Kredittilsynet etter vedtak i forvaltningsselskapets styre, er det, som omtalt over, styret – uten Kredittilsynets godkjenning – som vedtar de innsnevrende eller presiserende opplysninger i prospekter mv.

Det har ikke vært praksis for at prospekter, produkt-/faktaark mv. inneholder eksplisitte forbehold om at de omtalte innsnevring eller presiseringer i forhold til vedtektene kan bli endret gjennom vedtak i forvaltningsselskapets styre. Det har imidlertid vært lang innarbeidet praksis i bransjen at forvaltningsselskapets styre av vedtatt mindre endringer i utnyttelsen av investeringsmandatet innenfor det mulighetsområde som framgår av det enkelte fonds vedtekter. Dette gjelder for eksempel:

- Aksjefond som har hatt begrensninger på maks. 20 % aksjeandel i utenlandske aksjer og resten i norske, endres til maks 50 % utenlandske aksjer (der OECD er vedtektsbegrensningen).
- Pengemarkedsfond som for å kvalifisere for å bli klassifisert i kategorien «Pengemarkedsfond med lav kredittrisiko» i Verdipapirfondenes Forenings klassifiseringsopplegg har gjort endringer i prospekter mv. om at fondet blant annet kun vil investere i sertifikater med BIS-vekt mindre eller lik 20 prosent.

Innenfor grensen av vedtektene og den forventning andelseier berettiget har fått gjennom prospekter og annet markedsføringsmateriale har forvaltningsselskapene lagt til grunn at det kan gjøres justeringer i forvalters utnyttelse av mandatet. Det har således vært praksis for at det har vært foretatt endringer i prospekter av forhold som ikke er omtalt i vedtektene, for eksempel om det enkelte fonds investeringer i "large caps"/"small caps", vekst- eller verdiorienterte aksjer, om fondet skal forvaltes aktivt eller passivt eller evt. endringer i forvaltningshonorarets størrelse (oppover eller nedover innenfor den ramme vedtektene fastsetter). Slike justeringer har vært meddelt gjennom prospekt (ev. gjennom annet markedsføringsmateriale), i henhold til de regler som gjelder for dette, jf. vpfl. § 7-2 første ledd siste punktum. Hvor store endringer som evt. kan gjøres innenfor rammene av vedtektene, blir ansett å være avhengig av hvordan prospektene er utformet.

Som følge av denne forståelse har selskapene ment at det ikke er nødvendig å endre vedtektene i forhold til investeringsmandat med mindre man ønsker å foreta en utvidelse av mandatet slik dette er formulert i vedtektene. Endringer som innebærer innskrenkning av mandatet innenfor hva som kan anses som en forsvarlig endring i prospektet har ikke nødvendigvis gjort vedtektsendringer, men har vært gjennomført som beskrevet over.

Når det gjelder vedtekter er utgangspunktet ganske likt som for prospekter: Vedtektene inneholder ikke eksplisitte forbehold om at de kan bli endret, men på den annen side er det heller ikke konkrete dispositive utsagn om at endringer ikke vil bli foretatt. Praksis har vært at de kan bli endret med visse mellomrom. Endringsadgangen er som omtalt hjemlet i vpfl § 3-4, annet ledd og forutsetter både at Kredittilsynet må godkjenne endringene, og at slik godkjenning bare kan finne sted når de *"antas å være i andelseiernes interesser"*. En slik forutsetning er ikke eksplisitt gitt når det gjelder adgangen for forvaltningsselskapets styre til å vedta endringer i prospekter. Et eksempel illustrerer dette: En økning i forvaltningsgebyret (innenfor rammen av det maksimale nivå som er fastsatt i vedtektene) ligger etter vår oppfatning åpenbart innenfor forvaltningsselskapets styres beslutningsmyndighet, selv om et slikt vedtak ikke nødvendigvis vil være i andelseiernes interesser (i alle fall ikke i deres subjektive oppfatning av sine interesser).

De ulike reglene for endring av vedtekter og prospekter tilsier at forvaltningsselskapet er gitt kompetanse til å gjennomføre endringer i forvaltningen innenfor rammen av prospektenes dispositive utsagn. Forvaltningsselskapene har gjennom en årrekke utøvd sin kompetanse innenfor dette området i samsvar med dette og med deres vurdering av hva som ville være i andelseiernes interesser. I den grad endringer i forvaltningen av verdipapirfondet ligger

innenfor forvaltningsselskapets kompetanse, er det etter vår oppfatning ikke rettslig grunnlag for å foreta (indirekte) innskrenkinger i denne kompetansen gjennom den saksbehandling som søknad om fusjon mellom verdipapirfond vil representere.

3. Kredittilsynets skjønnsutøvelse i tilknytning til vedtektsendringer og fondsfusjoner

3.1 Generelt

Det foreligger ingen enhetlig kommunisert praksis for fondsfusjoner og vedtektsendringer, men bransjen har gjennom behandling av enkeltsaker en formening om hvordan Kredittilsynet vurderer slike søknader. Basert på en rekke tilbakemeldinger fra flere av foreningens medlemsselskaper, er det tydelig at Kredittilsynet i løpet av de siste par årene har blitt mer restriktivt når det gjelder sin praktisering av § 3-4 annet ledd i tilknytning til fusjoner mellom fond. Denne utviklingen bekreftes da også av Kredittilsynet i brev til Finansdepartementet av 20. oktober 2003 i forbindelse med vurderingen av en klage fra Avanse Forvaltning AS (vedlegg 1), der det uttales:

«Det har funnet sted en gradvis utvikling i Kredittilsynets vurdering av søknader om å fusjonere fond. Tidligere ble forvaltningsselskapenes egen vurdering og kategorisering av fondene vektlagt i større grad.»

Ut fra de sakene som foreningen kjenner til, er det særlig på følgende områder at Kredittilsynets skjønnsutøvelse nå framstår som restriktiv, jf. avsnitt 3.2 – 3.9 nedenfor.

3.2 Forholdet mellom vedtekter og prospekt.

Som omtalt i avsnitt 2.1 skal det i henhold til standardvedtektenes § 4 og 5 framgå hvilke finansielle instrumenter og hvilke geografiske markeder fondet *kan* plassere i. Ordlyden er altså ikke *skal*. Etter vår oppfatning støtter dette opp om vår vurdering i avsnitt 2.6 om at vedtektene angir en ytre ramme for investeringsmandatet til det enkelte fond. Kredittilsynet legger imidlertid nå til grunn at forvaltningsselskapene ikke har anledning til å innsnevre investeringsmandatet med hensyn til finansielle instrumenter eller markeder i prospektet, jf. side 3 i Kredittilsynets brev til Finansdepartementet av 20. oktober 2003 vedrørende anke fra Avanse Forvaltning (vedlegg 1) hvor det heter:

«Etter Kredittilsynets oppfatning kan ikke forvaltningsselskapet i prospekt eller annet materiell innsnevre eller utvide investeringsmandatet for fondet med hensyn til finansielle instrumenter eller markeder. At fondet for eksempel ikke har utnyttet sitt mandat fullt ut innebærer ikke at det dermed kan fusjoneres med et fond med et snevrere mandat. I hvilken grad sektor eller bransje kan endres i forhold til opplysninger i opprinnelig prospekt, vil avhenge av om og i hvilken grad det er tatt forbehold om i prospektet.»

At forvaltningsselskapet ikke kan utvide investeringsmandatet i prospektet i forhold til hva som er definert i vedtektene er åpenbart, men Kredittilsynets oppfatning om at prospekter mv. ikke kan innsnevre mandatet, er – særlig i tilknytning til geografisk angitte markeder – nye

signaler som vil skape en helt ny arbeidsdeling mellom vedtekter og prospekter i forhold til innarbeidet praksis.

Kredittilsynet gjentar denne oppfatningen i et brev til Nordea Fondene datert 2. mars 2004 (vedlegg 3), og uttaler i tillegg følgende:

«Det ligger forutsetningsvis i vurderingene over at det må stilles krav om at opplysningene i prospektet skal være i samsvar med, og gjenspeile, investeringsmandatet i vedtektene, og fondets investeringspolicy. Et prospekt som i større grad avviker fra fondets vedtekter kan etter omstendighetene være et brudd på god forretningsskikk, jf vpfl § 4-2.»

Så vidt vi kan bedømme gir Kredittilsynet her uttrykk for at mandatbeskrivelsen (med hensyn til hvilke finansielle instrumenter og markeder fondet kan investere i) skal være identisk i vedtekter og prospekter. Etter vår oppfatning vil dette i praksis medføre at vedtektene på disse områdene vil overta en del av rollen prospektene tidligere har hatt. Kredittilsynets oppfatning om at ”sektor” eller ”bransje” ikke kan endres i prospekter uten at det er tatt eksplisitt forbehold om det i prospektet, er også nytt i forhold til tidligere innarbeidet praksis i bransjen, jf. vår gjennomgang av bransjens praksis i avsnitt 2.6 over, og framstår dessuten som uforankret i vpfl.

Bransjen har oppfattet beskrivelsen av fondets hovedkarakter som dispositiv, mens enkeltelementer i prospektene som ikke berører fondets hovedkarakter ikke har vært ansett som dispositive.

3.3 Vedtekter til fusjonerende fond må være (tilnærmet) identiske.

Kredittilsynet har tidligere akseptert fusjoner mellom fond dersom vedtektene var overlappende, jf. vedlagte brev datert 31. mai 2000 der Kredittilsynet samtykker til en rekke fondsfusjoner i forbindelse med at Avanse Forvaltning og Gjensidige Fondsforsvaltning ble slått sammen (vedlegg 4). Kredittilsynet synes imidlertid nå å sette som forutsetning at vedtektene til de aktuelle fondene må være tilnærmet identiske for at samtykke til en fusjon i det hele tatt kan vurderes. Dette framgår blant annet av avslaget (som ikke ble anket) til Alfred Berg Industrifinans Fondsforsvaltning AS, jf. vedlagte brev datert 3. april 2003 (vedlegg 5). Selskapet hadde søkt om å få fusjonert fondet F-Obligasjon inn i fondet ABIF-Obligasjon samt fondet Alfred Berg Obligasjon inn i fondet ABIF Pensjon. Når det gjelder den førstnevnte saken skriver Kredittilsynet følgende:

«Kredittilsynet finner ikke å kunne samtykke i avvikling av F-Obligasjon ved fusjon med ABIF-Obligasjon. Kredittilsynet har i sin vurdering lagt vekt på at kravene til likvid plassering for de to fondene er vesentlig forskjellig, jf. § 5. Det vises til at det for fondet F-Obligasjon i vedtektene § 5 er oppgitt at fondet kan handle på alle børser i OECD-området, mens det i vedtektene § 5 for fondet ABIF Obligasjon er oppgitt at fondet i hovedsak bare skal kunne plassere sine midler i finansielle instrumenter notert på norsk børs eller annet norsk regulert marked.»

Avslaget i den andre saken begrunnes på samme måte.

Det forhold at selskapet påpeker at fondet F-Obligasjon har vært markedsført og forvaltet som et norsk obligasjonsfond (dvs. at fondet ikke har investert i annet enn norske rentepapirer), og dermed ikke har utnyttet den rammen som vedtektene har gitt for å kunne investere utenfor Norge, tillegges ingen vekt fra Kredittilsynets side. (Dette kan muligens være forårsaket av den oppfatningen som Kredittilsynet kommuniserte i Avanse-saken, jf. avsnittet over. Foreningen er som nevnt tidligere uenig i tilsynets lovanvendelse her).

Tilsynet la heller ikke vekt på at selskapet hadde innhentet samtykke fra i alt 11 av 16 andelseiere (68,8 % tilslutning), jf. avsnitt 3.8 under.

3.4 Investeringspolicyen må (i høy grad) være lik.

I tillegg til å kreve tilnærmet identiske vedtekter (med hensyn til omtale av finansielle instrumenter og markeder) som en forutsetning for i det hele tatt vurdere hvorvidt det kan gis samtykke til en fondsfusjon, synes Kredittilsynet nå å legge til grunn at også andre dimensjoner ved forvaltningen av de aktuelle fondene langt på vei må være tilnærmet de samme for at samtykke til fusjonen kan gis. I Kredittilsynets ovennevnte brev til departementet av 20. oktober 2003 (vedlegg 1) uttales følgende midt på side 3 om kravet til likeartethet i tilknytning til fondsfusjoner (med mindre samtlige andelseiere har gitt sin tilslutning til fusjon):

«Kredittilsynet er opptatt av at forutsetningene for andelseiernes beslutning om å investere i det aktuelle fondet ikke endres i nevneverdig grad. Kredittilsynet vurderer det videre slik at markedene og sektorene som fondene i følge sine vedtekter og prospekt investerer i, må være tilnærmet de samme. Videre må investeringspolicyen, dvs. måten forvalteren forvalter fondet på, i høy grad være lik.»

Så vidt vi forstår medfører siste setning at Kredittilsynet også legger vekt på likeartethet med hensyn til dimensjoner som vekst/verdi, ”small cap”/large cap”, aktiv eller indekxnær forvaltningsfilosofi, absolutt og/eller relativ risikofokus og risikoramme, altså at kravet til likeartethet blir mer flerdimensjonalt sammenlignet med tidligere. Mulighetene for å fusjonere fond blir dermed meget sterkt begrenset hvis kravet er at fondene langs samtlige dimensjoner i praksis må være identiske.

3.5 Fusjon mellom fond med ulik innretning.

Kredittilsynet anfører som begrunnelsen for å avslå Avanses og Nordeas søknader om fondsfusjoner (jf. vedlegg 1 og 2) at et fond som foretar direkte investeringer i finansielle instrumenter ikke kan endres til et fond i fond (fif) fordi det er tale om forskjellige ”innretninger”. Tilsvarende begrunnelse er også gitt i et nylig avslag til WarrenWicklund Asset Management, jf. Kredittilsynets brev til selskapet datert 28. februar i år (vedlegg 6).

I begge de to aktuelle ankesakene foretar imidlertid Kredittilsynet en nærmere vurdering av hvorvidt det direkte investerende fondet og underfondet i fif reelt sett kan sies å ha vært tilstrekkelig likeartet til at fusjonen kan samtykkes til. Det framstår derfor for oss som uklart

hvorvidt Kredittilsynet er av den oppfatning at et direkte investerende fond under enhver omstendighet ikke kan fusjoneres inn i et fif. Vår oppfatning er at fondsfusjoner ikke kan nektes utelukkende på bakgrunn av en vurdering av forskjeller i formell ”innretning”, uten at det foretas en vurdering av om fondene reelt sett kan sies å være tilstrekkelig likeartet.

I Kredittilsynets brev til WarrenWicklund Asset Management datert 28. februar i år, hevder Kredittilsynet at det tidligere ikke har «godkjent at fond endres fra direkte investeringer til fif». Dette medfører imidlertid ikke riktighet. Blant annet godkjente Kredittilsynet 11. desember 2000 vedtektsendringer for fondene Avanse Europa og Avanse USA som medførte at begge av disse to fondene ble omgjort fra direkte investerende til fif, jf. vedlagte dokumentasjon (vedlegg 7). Kredittilsynet samtykket dessuten i 2000 til å omgjøre fondet Postbanken Eurospar fra et direkteinvesterende fond til et fif.

3.6 Kostnadsøkninger og fondsfusjoner.

Kredittilsynet vil normalt ikke godkjenne vedtektsendringer dersom dette medfører økte forvaltningsgebyrer for andelseiere. I brev til departementet datert 20. oktober 2003 (vedlegg 1) heter det:

«Høyere kostnader vil normalt ikke være i andelseiernes interesse. Kostnadsstrukturen i de fusjonerende fondene må derfor vurderes, og er et vesentlig moment ved Kredittilsynets vurdering av om samtykke skal gis.»

Etter vår oppfatning har Kredittilsynets seneste praksis gått enda lengre, ved at man i prinsippet krever reduksjon av forvaltningsgodtgjørelsen for å godkjenne visse typer fondsfusjoner. Følgende sak illustrerer dette:

Storebrand Fondene søkte 12. desember 2002 om å få avvikle underfondet i en fond i fondstruktur, og videreføre hovedfondet som et direkte investerende fond. Begge fond har vært forvaltet av forvaltningsselskapet, og hovedfondet vil i framtiden bli forvaltet identisk med hvordan underfondet tidligere har vært forvaltet. Storebrand Fondene søkte i samband med fusjonen om å få godkjent en økning i forvaltningsgebyret i det direkte investerende fondet til summen av forvaltningsgebyret i det tidligere hovedfondet og underfondet – altså slik at andelseierne i det direkte investerende fondet belastes et like høyt forvaltningsgebyr som hva de direkte og indirekte ble belastet tidligere. I vedlagte brev til selskapet av 12. februar 2004 (jf. vedlegg 8) fastslår Kredittilsynet at det ikke er i andelseiernes interesse at hele besparelsen forvaltningsselskapet forutsetningsvis oppnår ved å redusere antall fond tilfaller forvaltningsselskapet. Kredittilsynet signaliserer imidlertid at det vil kunne godkjenne søknaden dersom forvaltningsgebyret i det direkte investerende fondet fastsettes lavere enn hva andelseierne samlet sett ble belastet med tidligere, der forvaltningsselskapet må gi en begrunnet oppfatning av hvor stor del av besparelsen som bør komme andelseierne til gode. Denne skjønnsutøvelsen er vi sterkt kritiske til, jf. avsnitt 5.4 under.

3.7 Kostnadsdekning for forvaltningsselskapene

Kredittilsynet har nylig avslått en søknad fra WarrenWicklund Asset Management AS om å endre vedtektene for fondet RF Aksjefond til et fif med NB Aksjefond som underfond, jf.

vedlagt brev fra Kredittilsynet datert 28. februar 2004 (vedlegg 6). Med unntak av navnene, er disse to fondene identiske. Selskapets forslag til omlegging vil for andelseierne i de to fondene ikke medføre noen som helst reell endring. Kredittilsynet viser i avslaget til at det aldri tidligere har godkjent at fond endres fra direkte investeringer til fif, noe som ikke medfører riktighet, jf. avsnitt 3.5 over. I tillegg påpeker Kredittilsynet at omleggingen som selskapet ber om samtykke til vil innebære at forvaltningsgodtgjørelsen i RF Aksjefond reduseres fra 2,0 til 0,0 prosent (forvaltningsgodtgjørelsen i NB Aksjefond holdes uendret på 2,0 prosent) og at fondet således vil være helt uten inntekter i den løpende forvaltningen. Dette mener Kredittilsynet er uforenlig med premisset om at inntektene fra et fond skal være tilstrekkelig til å dekke kostnadene slik at det ikke skjer noen kryssubsidiering.

Etter vår oppfatning er et slikt premiss ikke hjemlet i verdipapirfondloven. Vi viser til at det ikke er uvanlig at noen fond er lønnsomme for forvaltningsselskapet (der lønnsomheten også vil være sterkt varierende fra fond til fond), mens andre er ulønnsomme (altså ikke har kostnadsdekning). Dette har etter vår vurdering heller ikke noe med kryssubsidiering å gjøre. Etter vår oppfatning baserer dessuten Kredittilsynet seg på rene formalistiske vurderinger om forvaltningsgodtgjørelsen for andelseierne, jf. at andelseiere i de to fondene vil betale nøyaktig samme forvaltningsgodtgjørelse som i dag. Reelt sett skjer det altså ingen endringer verken for andelseierne i de to fondene eller for forvaltningsselskapet (utover at den omsøkte strukturen vil medføre en forenklet forvaltningsprosess for selskapet, jf. selskapets brev til Kredittilsynet datert 2. oktober 2003 (vedlegg 6).

3.8 Vedtektsendringer skal antas å være i andelseiernes interesse

I henhold til vpfl § 3-4 annet ledd skal godkjenning av vedtektsendringer bare gis når endringen antas å være i andelseierens interesse. Kredittilsynet legger i utøvelsen av dette skjønnet til grunn at vedtektsendringer som ut fra en objektiv vurdering ikke åpenbart kan sies å være i andelseiernes interesse, krever aksept fra andelseierne før samtykke kan gis. Vi har forstått Kredittilsynet slik at det mener at slik aksept i så fall må foreligge fra samtlige andelseiere. Dette betyr altså at én andelseier med én andel i prinsippet kan blokkere interessene til samtlige øvrige. Vi kan imidlertid vanskelig se at forarbeidene til denne bestemmelsen gir grunnlag for at hver og en andelseiers subjektive oppfatning skal kunne få avgjørende vekt, jf. omtale av forarbeidene til vpfl innledningsvis i avsnitt 2.2 over.

Etter vår oppfatning er det ikke grunnlag for en innfallsvinkel hvor det er hver enkelt andelseiers subjektive oppfatning, ev. manglende initiativ (svarer ikke på henvendelsen fra forvaltningsselskapet om å samtykke til vedtektsendringen) som tillegges avgjørende vekt. Når Kredittilsynet vurderer andelseiernes interesse, legges det til grunn hva som vil være i en alminnelig andelseiers interesse – uten at man spør den enkelte. Der Kredittilsynet er i tvil om endringen er i andelseiernes interesse, godtas denne dersom det foreligger aksept fra samtlige andelseiere. Etter vår oppfatning innebærer dette at man går fra en objektiv vurdering av hva som normalt vil være i andelseiernes interesse, til et regime hvor hver enkelt andelseier gis vetorett. Dette er det etter vårt syn ikke grunnlag for. Prinsippet bør etter vår oppfatning være hva som kan anses å være i den ”normale” andelseierens interesse, altså en objektiv vurdering. Der Kredittilsynet ikke selv kan gjøre denne vurderingen, er det betimelig å søke andre mulige indikatorer på hva som er i andelseiernes interesse, for eksempel ved å spørre

dem. Dersom et (tilstrekkelig) flertall av andelseierne er for en vedtektsendring, foreligger det etter vår oppfatning tilstrekkelig presumpsjon for at endringen er i andelseiernes interesse, og således bør godkjennes.

Kredittilsynets praksis på dette punkt er blant annet til hinder for muligheten til å kombinere fondsfusjoner mellom to identiske fond hvor den eneste forskjellen er minimumstegning og forvaltningsgodtgjørelsen, med innføring av differensiert forvaltningsgodtgjørelse, jf. nærmere drøfting i avsnitt 3.10 under.

3.9 Skattemessige forhold

Ofte vil bakgrunnen for at forvaltningsselskapene ønsker å fusjonere fond være at forvaltningskapitalen i ett av fondene er liten og interessen for nytegning likeså. Fondets størrelse, kombinert med diversifiseringsreglene i verdipapirfondloven kan også i slike tilfeller medføre at transaksjonskostnadene i forbindelse med innløsninger eller nytegninger kan bli uforholdsmessig høye, hvilket svekker fondets avkastningspotensial. I slike situasjoner vil det som oftest heller ikke være lønnsomt for forvaltningsselskapet å bruke resurser på å markedsføre fondet, fordi potensialet for nytegning per markedsføringskrone brukt på det aktuelle fondet er mye dårligere sammenlignet med tilsvarende potensial i andre fond. Dermed er det svært sannsynlig at fondet forblir lite. Avvikling av fondet vil derfor ofte være eneste alternativ dersom fondet ikke kan fusjoneres med et annet fond. Eventuelle skattemessige konsekvenser som andelseiere utsettes for hvis et aktuelt fond legges ned, fordi fusjon ikke godkjennes, tillegges imidlertid ingen vekt i vurderingen, jf. side 3 i Kredittilsynet brev til departementet av 20. oktober 2003 vedrørende klagen fra Avanse (vedlegg 1):

«Kredittilsynet anser ikke skatteargumentet som relevant ved vurderingen av om to fond kan fusjoneres. Dessuten vil skatteposisjonen normalt være forskjellig for de enkelte andelseierne avhengig av den enkelte andels inngangsverdi i forhold til verdien på avviklingstidspunktet. Derfor er det ikke mulig generelt å si noe om den skattemessige side.»

Ut fra hva vi har kjennskap til har Kredittilsynet hele tiden hatt denne oppfatningen. Den er altså ikke ny.

Vi viser til at for andelseiere i aksjefond vil det ofte kunne være en større ulempe hvis et fond blir lagt ned enn hvis det blir fusjonert inn i et annet fond med et noe annet mandat enn fondet de først har investert i. Årsaken er at de som har vært andelseiere i aksjefond gjennom mange år kan ha opparbeidet store urealiserte gevinster (eller tap) som utløser skatteplikt hvis fondet legges ned, men som ikke utløser skatt/skattefradrag hvis fondet innfusjoneres i et annet fond. I det enkelte fond vil andelseiernes skatteposisjon kunne ha store variasjoner både når det gjelder fortegn og styrke, jf. Kredittilsynets vurdering av skatt i siste avsnitt på side 3 i ovennevnte brev til Finansdepartementet av 20. oktober 2003 vedrørende klage fra Avanse Forvaltning (vedlegg 1). Vi er imidlertid uenige i Kredittilsynets oppfatning av at skattemessige konsekvenser som følge av dette ikke er relevant ved vurderingen av fondsfusjoner. Den skattemessige ulempe ved nedleggelse av fond består etter vår oppfatning av at den enkelte andelseier ikke lenger står fritt til å velge tidspunktet for når en evt.

skattemessig gevinst eller et fradrag realiseres hvis fondet alternativt legges ned. Dette vil særlig medføre et vesentlig økonomisk tap for andelseiere med store opparbeidede skattekreditter, og med intensjon om lang gjenværende spareperiode før realisering.

Ovennevnte moment – altså at en restriktiv holdning til å godkjenne fondsfusjoner vil medføre flere nedleggelse av fond med negative skattemessige konsekvenser for mange andelseiere – bør etter vår oppfatning også tas med i vurderingen for myndighetenes skjønnsutøvelse og vurdering av hva som er i andelseiernes interesser i tilknytning til fondsfusjoner.

3.10 Differensiert forvaltningsgodtgjørelse

Ved lovrevisjonen i 2001 ble det innført adgang til å differensiere forvaltningsgodtgjørelsen i det enkelte fond, jf. vpfl § 6-1. I Ot.prp. 98 (2000-2001) viste departementet til at Kredittilsynet mente at en slik adgang kunne bidra til å forenkle bransjestrukturen, og følgende uttalelse fra høringsnotatet ble sitert (jf. avsnitt 3.6.2 s. 20):

«Det antas at manglende adgang til differensiering av forvaltningshonoraret i et enkelt fond har vært en vesentlig drivkraft bak opprettelsen av mange verdipapirfond, der den eneste forskjellen er minimumstegning og forvaltningsgodtgjørelsen. Sannsynligvis vil markedsaktørene selv finne det lønnsomt å redusere antallet like fond dersom den klareste begrunnelsen for å ha likeartede fond bortfaller. Hvis dette er tilfelle vil økt adgang til å differensiere forvaltningsgodtgjørelsen kunne bidra til å forenkle bransjestrukturen».

Etter vår oppfatning gir dette sitatet et klart signal om at innføringen av adgangen til å kunne differensiere forvaltningsgodtgjørelsen blant annet var motivert ut i fra ønsket om å legge til rette for en sanering av antall fond som var like med unntak av honorarstruktur. En slik sanering vil kunne gjennomføres ved en kombinasjon av fusjoner og vedtektsendringer.

Kredittilsynets skjønnsutøvelse som innebærer at fusjon nektes dersom dette ikke kan anses å være i samtlige andelseieres interesse, jf. avsnitt 3.8 over, innebærer imidlertid at det i praksis er umulig å få til den ønskete saneringen gjennom vedtektsendringer og fusjoner. Dette skyldes at det i fondet med høyeste minste tegningsbeløp (og lav forvaltningsgodtgjørelse) kan være andelseiere som har innløst deler av sin beholdning, slik at andelsverdien er lavere enn minstebeløpet for å kunne tegne andeler i fondet. En eventuell fusjon med et identisk fond, som har lavere minste tegningsbeløp (og høyere forvaltningsgodtgjørelse), kombinert med innføring av differensiert godtgjørelse – hvor differensieringen etter forskriften skal skje i henhold til antallet andeler den enkelte har – vil, etter Kredittilsynet gjeldende praksis, bli nektet dersom det viser seg at én andelseier får økt sin forvaltningsgodtgjørelse (selv om altså dette skyldes at vedkommende har innløst det mest av sin beholdning).

Kredittilsynet aksepterer heller ikke at andelseiere som ellers vil fått økt sin forvaltningsgodtgjørelse ved fondsfusjon kombinert med innføring av differensiert forvaltningsgodtgjørelse, gis ”amnesti”, jf. Kredittilsynets avslag av 12. februar 2004 (vedlegg 10) på søknad fra DnB Investor datert 18. desember 2003 (vedlegg 9) om å fusjonere

et fond i fond (fif) inn i sitt underfond, der begge fond har vært forvaltet av DnB Investor og der strukturen i sin tid ble etablert for å kunne differensiere på pris. Søknaden om fusjon begrunnes med at selskapet heller ønsker å differensiere på grunnlag av forskrift om differensiert forvaltningsgodtgjørelse. Kredittilsynet avsto søknaden om å bruke unntaksbestemmelsen i forskrift om differensiert forvaltningsgodtgjørelse til å bidra til at ingen av andelseierne i de to fondene får høyere forvaltningsgebyr enn hva de tidligere ble belastet ("amnesti").

Dette medfører at bransjen ikke kan se mulige løsninger for å implementere forskriften om differensiert forvaltningsgodtgjørelse i fondsstrukturer som tidligere ble etablert for å differensiere på pris i påvente av denne forskriften. Dermed innebærer Kredittilsynets praksis at det i liten grad vil være mulig å få til den fondssaneringen som nettopp var en viktig del av bakgrunnen for at adgangen til differensiert forvaltningsgodtgjørelse ble innført i verdipapirfondloven.

4. Konsekvenser av Kredittilsynets skjønnsutøvelse

4.1 To utfall – nedleggelse eller fortsatt uhensiktsmessig struktur

Konsekvensen av den restriktive skjønnsutøvelsen som Kredittilsynet nå praktiserer, jf. avsnittene over, er at en rekke ønskede fondsfusjoner fra forvaltningsselskapenes side ikke kan gjennomføres. Dette kan gi to utfall:

- Enten medfører praksisen at forvaltningsselskapene over tid velger å legge ned mange fond,
- eller så medfører praksisen en uhensiktsmessig og i økende grad uoversiktlig fondsstruktur (mange nesten like fond) i det enkelte forvaltningsselskap.

Etter vår oppfatning er det ikke slik at en restriktiv skjønnsutøvelse for fondsfusjoner uten videre er den eneste løsningen som kan sies å være i andelseiernes interesser:

- Det førstnevnte scenariet kan neppe sies å være i andelseiernes interesse, jf. at dette utløser skattemessig realisasjon, som vil kunne ha store negative konsekvenser for mange andelseiere i aksjefond og kombinasjonsfond med stor aksjeandel, jf. avsnitt 3.9 over.
- Ønsket om å foreta fondsfusjoner er ofte et resultat av fusjon mellom forvaltningsselskaper. Det å "tvinge" forvaltningsselskapene til å opprettholde en uoversiktlig fondsstruktur med mange relativt like fond (men som etter en streng skjønnsutøvelse ikke er likeartede nok til å kunne fusjoneres), bidrar til å vanskeliggjøre den finansielle rådgivningen og kundens valgsituasjon.
- Begge ovennevnte utviklingstrekk vil også medføre at norsk forvaltningsbransje i tiltakende grad vil måtte drive med unødige høye kostnader (også nedleggelse av fond kan

være kostnadskrevende), hvilket vil svekke bransjens konkurransedyktighet. Etter vår oppfatning vil heller ikke det være i andelseiernes langsiktige interesse.

4.2 Tilbakevirkende kraft

Vi vil understreke at den strenge praksisen som Kredittilsynet har lagt seg på når det gjelder behandlingen av søknader om fondsfusjon er ny. Vi tenker her særlig på forholdet mellom vedtekter og prospekt hvor Kredittilsynet nå uttaler at forvaltningsselskap i prospekt eller annet materiell ikke kan *«innsnevre eller utvide investeringsmandatet for fondet med hensyn til finansielle instrumenter eller markeder»* i forhold til hva som er opplyst i fondets vedtekter.

Verken standardvedtekter eller prospektforskriften har vært tilpasset en slik forståelse, og dette har heller ikke vært kommunisert til selskapene utover de konkrete avgjørelsene som Kredittilsynet i den senere tid har tatt i enkeltsaker. Dersom selskapene på forhånd hadde vært klar over hvordan Kredittilsynet ville utøve sitt skjønn, ville man hatt mulighet til å tilpasse seg deretter, dvs. formulert vedtekter og prospekter/faktaark annerledes. Det er etter vår oppfatning således urimelig at det som i store trekk fortøner seg som en klar innstramning i skjønnsutøvelsen på denne måten gis "tilbakevirkende kraft". I den grad Kredittilsynets "nye" skjønnsutøvelse blir stående, er det etter vårt skjønn et minstekrav at dette i så fall kun gjøres gjeldende for nye fond.

4.3 Jurisdiksjonsarbitrasje

Vi vil påpeke at Kredittilsynets restriktive praksis representerer en konkurransemessig ulempe for norsk fondsbransje med fare for det man kan kalle «jurisdiksjonsarbitrasje», dvs. at norske forvaltningsmiljøer i økende grad vil foretrekke å etablere nye fond i utenlandske jurisdiksjoner framfor i Norge. Dette blant annet som følge av mer fleksible regler for vedtektsendringer i tilknytning til fondsfusjoner. I tillegg vises det til at et stort antall norske fond gjennom fif investerer sine midler i utenlandske underfond, som nettopp ofte vil være registrert i jurisdiksjoner med mer liberalt regelverk i forhold til vedtektsendringer og fondsfusjoner. Videre er det verd å bemerke at minst 25-30 % av det norske markedets nettotegning i aksjefond de siste årene har vært i utenlandsregistrerte fond (de fleste registrert i Luxembourg og Irland). Dette medfører under enhver omstendighet at den statiske «beskyttelse» Kredittilsynet ønsker å gi norske andelseiere mot vedtektsendringer som åpner for fondsfusjoner mellom ikke-identiske fond under enhver omstendighet vil bli "uthulet" i vesentlig grad.

5. Forslag til justering av skjønnsutøvelsen

5.1 Innledning

I det følgende ønsker foreningen å antyde hvordan skjønnsutøvelsen etter vårt syn bør legges til grunn ved myndighetenes vurderinger av fondsfusjoner eller endringer i vedtekter.

5.2 Vurdering av investeringsmandater

Ved vurdering av vedtektsendringer knyttet til investeringsmandat, herunder fondsfusjoner, er vårt hovedsynspunkt at myndighetenes skjønnsutøvelse bør bli mindre restriktiv enn det den er i dag.

Etter vår oppfatning bør vedtektene fortsatt danne en ytre ramme for investeringsmandatet til det enkelte fond. Fondets investeringsmandat i henhold til fondsvedtektene definerer hvilke markeder og finansielle instrumenter fondets midler *kan* plasseres i. Prospektene bør fortsatt kunne innsnevre mandatet (jf. omtale av dagens regime i avsnitt 2.6 og drøftingen i avsnitt 3.2 over), forutsatt at dette ikke innebærer at fondets karakter endres (for eksempel at et fond som etter vedtektene skal være et kombinasjonsfond bare investerer i aksjer). Adgangen til å kunne foreta endringer i et prospekt, herunder forhold som ikke er omtalt i fondets vedtekter, begrenses i utgangspunktet av hvordan prospektet er utformet med tanke på hvilke forventninger dette har skapt for andelseierne. Samtlige endringer som ikke kan sies å endre fondets karakter bør således kunne foretas.

Også når Kredittilsynet skal vurdere om det bør godkjenne en ordinær fusjon mellom to fond, bør utgangspunktet fortsatt være om de to fondenes investeringsmandater er likeartede nok (der det er underfondets investeringsmandat som bør vurderes i de tilfeller et fif er involvert i fusjonen). Denne vurderingen bør gjøres i to trinn:

- En nødvendig betingelse bør være at vedtektenes investeringsmandat i de berørte fondene helt eller delvis er overlappende. Etter vår oppfatning bør graden av overlapp mellom de to fondenes vedtektsregulerte investeringsmandat ikke ha noen betydning. Hvis investeringsmandatene ikke har noe overlapp, vil forutsetningen for en fusjon ikke være til stede.
- Hvis fondenes investeringsmandat er overlappende, bør neste trinn være å vurdere om investeringsmandatene i henhold til prospekter mv. tilsier at fondene er tilstrekkelig likeartet til at de kan fusjoneres. Slike vurderinger vil i stor grad måtte bli skjønnsmessige. Norsk fondsbransjes hovedpoeng er at denne skjønnsutøvelsen ikke må være så restriktiv at den i praksis vil være til hinder for at fusjoner kan finne sted.

Vi vil også påpeke at det ved vurdering av likeartethet bør tas høyde for den innarbeidede praksis at styret i forvaltningsselskapene har kunnet vedta mindre utvidelser i den geografiske eller bransjemessige avgrensning som har vært gitt i prospekter mv. innenfor rammen av vedtektenes mulighetsområde. Når det har vært mulig å vedta slike endringer for det enkelte fond utenom noen fusjonssituasjon, bør denne muligheten også tas med i betraktning i tilknytning til en fondsfusjon.

Vi mener dessuten at skjønnsutøvelsen også bør ta hensyn til at alternativet til fusjon ofte vil være avviklingen av fondet, noe som for mange andelseiere vil være en dårligere løsning, jf. diskusjonen i avsnitt 3.9 over.

Vi vil samtidig understreke viktigheten av at andelseierne skriftlig informeres om fusjonen og de endringer den eventuelt vil innebære, samt at andelseierne som ikke ønsker å bli med får rimelig tid på seg til kostnadsfritt å innløse sine andeler før fusjonen trer i kraft. Etter vår oppfatning innebærer de vilkår som Kredittilsynet stiller når det samtykkes til fusjon, jf. omtale i avsnitt 2.4 over, nettopp at disse hensynene ivaretas på en betryggende måte.

5.3 Vurdering av forvaltningsgodtgjørelse

I tilknytning til vurderingen av konsekvenser for forvaltningsgodtgjørelsen ved fondsfusjoner, bør det i utgangspunktet skilles mellom følgende situasjoner:

- *Fusjon mellom to fond rettet mot massemarkedet som har hatt ulikt nivå på forvaltningsgodtgjørelsen*
Det at begge fond er innrettet mot massemarkedet innebærer at de har relativt lave minste tegningsbeløp. I slike tilfeller bør alle andelseiere etter vår oppfatning få lik forvaltningsgodtgjørelse som i det billigste fondet, hvilket innebærer uendret pris for andelseierne i det billigste fondet, og prisnedgang for andelseierne i det dyreste fondet.
- *Fusjon mellom to fond med identiske mandater rettet mot ulike markedssegmenter*
Det at de to fondene har vært innrettet mot ulike markedssegmenter innebærer at det har vært relativt stor forskjell på minste tegningsbeløp i de to fondene. Sterk priskonkurranse i storkundesegmentet medførte at mange forvaltningsselskap i årene før fastsettelse av forskrift om differensiert forvaltningsgodtgjørelse etablerte fondsstrukturer der mandatene og utøvelsen av disse var identiske, men der den eneste forskjellen mellom fondene har vært ulikt minste tegningsbeløp og tilhørende forvaltningsgebyr. To typer strukturer har vært benyttet:
 - Enten såkalte ”skyggefond”, altså separate fond med identiske mandater og utøvelse av disse, men der den eneste forskjellen består i ulikt minste tegningsbeløp og tilhørende ulik forvaltningsgodtgjørelse,
 - eller fif der både underfondet og hovedfondet forvaltes av samme forvaltningsselskap og der underfondet er åpent for tegning også fra andre enn hovedfondet. Minste tegningsbeløp i underfondet er da vesentlig høyere enn for fif, med tilhørende lavere forvaltningsgebyr.

Fusjon av fond i ovennevnte to tilfeller vil i praksis bare finne sted gjennom innføring av differensiert forvaltningsgodtgjørelse. (Hvis ikke, vil alle andelseierne måtte tilbys den laveste forvaltningsgodtgjørelsen i fondsstrukturen før fusjonen).

Vi mener at andelseiere med likt antall andeler bør motta den samme rabatt når det skjer en fusjon som kombineres med innføring av en trappetrinnsbasert differensiert forvaltningsgodtgjørelse. Herunder bør også andelseiere i det billigste fondet, som har innløst andeler slik at deres innestående i fondet på fusjonstidspunktet er lavere enn minste tegningsbeløp i det billige fondet, betale det forvaltningsgebyret trappetrinnsmodellen fastsetter selv om dette skulle bli dyrere enn hva de betalte før. Denne løsningen er imidlertid uforenlig med det prinsipp Kredittilsynet til nå har lagt til

grunn, nemlig at ingen andelseiere skal måtte belastes økt forvaltningsgodtgjørelse, jf. drøftingen i avsnitt 3.10 over. Vårt forslag er basert på hva som kan betraktes som størst grad av likebehandling av andelseierne i de to fusjonerende fondene. Ved innløsninger i det billigste fondet slik at innestående blir lavere enn minste tegningsbeløp er i en viss forstand forutsetningen for å oppnå den lave prisen brutt. Samtidig kan det framstå som forskjellsbehandling hvis en andelseier fra det billige fondet skal betale lavere forvaltningsgodtgjørelse enn en andelseier fra det dyre fondet hvis de har om lag like mye innestående i det fusjonerte fondet.

Subsidiært mener vi at det bør kunne samtykkes til den såkalte ”amnesti-løsningen” som DnB Investor søkte om, men som Kredittilsynet avsto, jf. omtale i avsnitt 3.10 over.

5.4 Inngripen i prisdannelsen

I avsnitt 3.6 over er det gitt en omtale av søknad fra Storebrand Fondene om å avvikle et underfond og omgjøre fif til et direkte investerende fond. I tilknytning til fif vil det formelt sett være fastsatt et maksimalt nivå på forvaltningsgebyret i vedtektene i hovedfondet og tilsvarende i vedtektene for underfondet, der andelseierne i fif belastes summen av disse. Forvaltningsselskapenes kostnader i tilknytning til det enkelte fond kan inndeles i tre grupper:

- markedsførings- og distribusjonskostnader,
- kostnader med andelseieradministrasjon,
- kostnader i tilknytning til forvaltningen av fondets midler.

En fif-struktur kan i en viss forstand sammenlignes med at hovedfondet ”utkontrakterer” forvaltningen – og dermed også forvaltningskostnadene – til underfondet, slik at forvaltningsselskapet bare står igjen med de to førstnevnte kostnadskomponentene i tilknytning til hovedfondet. Dette er også årsaken til at hovedfondet isolert sett har et lavere forvaltningsgebyr enn det samlede forvaltningsgebyret i hoved- og underfondet.

Kredittilsynet aksepterer at hovedfondets kostnader må øke (gjennom ”innkontraktering” av selve forvaltningen) hvis det gjøres om til å bli direkte investerende. Kredittilsynet vil imidlertid ikke godkjenne at forvaltningsgodtgjørelsen i hovedfondet økes til summen av forvaltningsgodtgjørelsen i hoved- og underfond. Begrunnelsen er at det ikke er i andelseiernes interesser hvis hele den besparelse som forvaltningsselskapet oppnår ved å redusere antall fond tilfaller forvaltningsselskapet. Kredittilsynet signaliserer imidlertid at det vil kunne godkjenne søknaden hvis forvaltningshonoraret reduseres noe, der forvaltningsselskapet må gi en begrunnet oppfatning av hvor stor del av besparelsen som bør komme andelseierne til gode.

Vi er sterkt kritiske til Kredittilsynets skjønnsutøvelse på dette punkt, som vi ikke kan se noe grunnlag for verken i vpfl eller i dennes forarbeider. Etter vår oppfatning er andelseiernes interesser ivaretatt ved at deres samlede forvaltningsgodtgjørelse ikke øker i forbindelse med at fif gjøres direkte investerende. I tillegg vil vi anføre følgende:

Det er et bærende prinsipp for hele finansnæringen (og for en markedsøkonomi i sin alminnelighet) at prisdannelsen for et hvert produkt finner sted i markedet, og ikke på grunnlag av en slags avanseregulering med utgangspunkt i variable produksjonskostnader. Vi kan ikke se at lovgiver har gitt noen føringer som gir grunnlag for avvik fra dette bærende prinsippet i tilknytning til forvaltning av verdipapirfond. Det enkelte forvaltningsselskaps fastsettelse av forvaltningsgodtgjørelsen ved etableringen av et fond fastsettes derfor ut fra en vurdering av hva markedet er villig til å betale, gitt konkurransesituasjonen, på lik linje med hva som er tilfelle i alle andre deler av finansnæringen. På dette grunnlag mener vi at Kredittilsynet går alt for langt når det fortolker ivaretagelsen av andelseiernes interesser i vpfl § 3-4 til også å omfatte prisreduksjoner for andelseierne i tilknytning til at forvaltningsselskapet oppnår eventuelle kostnadsbesparelser ved å omgjøre et fif til et direkte investerende fond. Ut fra en slik markedsøkonomisk innfallsvinkel har vi også det prinsipielle syn at det uansett vil være svært vanskelig å begrunne hvor stor andel av en evt. kostnadsbesparelse i forvaltningsselskapet som bør komme andelseieren til gode i forbindelse med en vedtektsendring som gjør et fif direkte investerende (i motsetning til for eksempel et sameie som skal utligne evt. kostnadsendringer mellom deltakerne).

Kredittilsynets skjønnsutøvelse er også den samme i tilknytning til DnB Investors søknad om å fusjonere et fif inn i sitt underfond (jf. nærmere omtale i avsnitt 3.10 foran).

5.5 Klarere arbeidsdeling mellom vedtekter og prospekter

Vi vil foreslå at det gjennom prospektforskriften kreves at prospektene skal inneholde alle innsnevrende eller presiserende opplysninger for det enkelte fond, både i forhold til geografisk eller bransjemessig investeringsområde, type finansielle instrumenter fondet kan investere i og i forhold til alle andre relevante parametere. Dette bør gjelde både for eksisterende og nye fond. Produktark og annet markedsføringsmaterieell (herunder forenklede prospekter) bør bare være dokumenter som gir mer forkortet eller populariserte beskrivelse av innholdet i prospektene, og bør ikke lenger ha noen rolle som ytterligere utdypende eller presiserende materiale (hvilket ofte er tilfelle i dag).

Dernest foreslår vi at prospektforskriften bør klargjøre at forvaltningsselskaper som ønsker å ha muligheten for å gjøre endringer i fondenes prospekter må ta inn en "passus" i prospektet som gjør oppmerksom på at gjeldende innsnevring i forhold til vedtektene, samt øvrige presiseringer, gjelder inntil videre, og tydeliggjør i hvilken grad styret i det enkelte forvaltningsselskap kan beslutte å gjøre endringer i prospektene innenfor rammen av vedtektenes mulighetsområde. En slik omtale bør innarbeides i prospektene for alle eksisterende og nye fond.

Ovennevnte to forslag medfører etter vår oppfatning at arbeidsdelingen mellom vedtekter, prospekter og annet markedsføringsmateriale blir klarere, hvilket vil være til nytte for alle involverte parter.

Med vennlig hilsen
Verdipapirfondenes Forening

Lasse Ruud
Adm. direktør

Vedlegg:

- Vedlegg 1: Brev fra Kredittilsynet til Finansdepartementet datert 20.10.2003 vedrørende klage fra Avanse Forvaltning.
- Vedlegg 2: Brev fra Kredittilsynet til Finansdepartementet datert 20.10.2003 vedrørende klage fra Nordea Fondene.
- Vedlegg 3: Brev fra Kredittilsynet til Nordea Fondene datert 2.3.2004 vedrørende vedtektsendringer.
- Vedlegg 4: Brev fra Kredittilsynet til Avanse Forvaltning datert 31.5.2000 vedrørende avviklig og fusjon av fond.
- Vedlegg 5: Brev fra Kredittilsynet til Alfred Berg Industrifinans Fondsforvaltning datert 3.4.2003 vedrørende avslag på søknad om fusjon.
- Vedlegg 6: Brev fra Kredittilsynet til WarrenWicklund Asset Management datert 28.2.2004 vedrørende vedtektsendringer for RF Aksjefond, samt forutgående korrespondanse.
- Vedlegg 7: Brev fra Kredittilsynet til Avanse Forvaltning datert 11.12.2000 vedrørende vedtektsendringer for Avanse Europa og Avanse USA, samt forutgående korrespondanse mellom selskapet og Kredittilsynet.
- Vedlegg 8: Brev fra Kredittilsynet til Storebrand Fondene datert 11.10.2004 (feildatert) vedrørende avvikling og vedtektsendring, samt forutgående korrespondanse.
- Vedlegg 9: Brev fra DnB Investor til Kredittilsynet datert 18.12.2003 vedrørende søknad om fusjon av fond.
- Vedlegg 10: Brev fra Kredittilsynet til DnB Investor datert 12.2.2004 vedrørende søknad om vedtektsendring.

Kopi: Kredittilsynet