



FINANSTILSYNET

THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAY

Høringsnotat

Forslag til regulering av inntektsdelingsavtaler mellom forvaltningsselskap og andelseiere

19. mars 2025



1. Innledning og overordnet om forslaget.....	3
1.1. Om oppdraget.....	3
1.2. Kort om Finanstilsynets forslag til regulering	3
2. Om forvaltningsgodtgjørelsen og ulike rabattordninger i verdipapirfond	3
3. Gjeldende rett og EØS-rett.....	7
3.1. Gjeldende rett	7
3.2. EØS-rett.....	10
4. Inntektsdelingsavtaler opp mot norsk rett.....	12
5. Regulering og praksis i andre land.....	13
6. Finanstilsynets vurderinger og forslag til regulering.....	13
7. Økonomiske og administrative konsekvenser	16
8. Forslag til endringer i verdipapirfondloven.....	16

1. Innledning og overordnet om forslaget

1.1. Om oppdraget

Finansdepartementet ga 18. desember 2024 Finanstilsynet i oppdrag å vurdere behovet for regelendringer som åpner for at forvaltningsselskap for verdipapirfond på visse vilkår kan inngå avtaler om inntektsdeling overfor profesjonelle investorer.

Finansdepartementet viser til at andelsklasser i mange tilfeller dekker selskapenes behov for differensiert forvaltningsgodtgjørelse. Likevel ser departementet at ordninger med avtaler med enkeltkunder kan være operasjonelt mindre krevende, sammenlignet med å drifte andelsklasser, og at dette kan være spesielt gjeldende for mindre selskaper. Det er også vist til at inntektsdelingsavtaler i andre EØS-land trekkes frem som et argument for økt fleksibilitet overfor institusjonelle investorer.

Finansdepartementet ber Finanstilsynet om å lage utkast til høringsnotat innen 1. mai 2025, som inkluderer utkast til nødvendige lov- eller forskriftsendringer.

1.2. Kort om Finanstilsynets forslag til regulering

Finanstilsynet foreslår at det åpnes for at forvaltningsselskap for verdipapirfond skal kunne inngå inntektsdelingsavtaler på linje med det som er vanlig i andre EØS-land, og i samsvar med de regler som gjelder for slike avtaler etter EØS-retten.

Finanstilsynet ser at en særnorsk regulering på området kan skape utfordringer for norske forvaltningsselskaper i en sterk internasjonal konkurranse der utenlandske tilbydere har større fleksibilitet med hensyn til differensiering av pris. Finanstilsynet legger vekt på at inntektsdelingsavtaler gir selskapene større fleksibilitet og en forbedret posisjon i konkurransen om de største kundene. Inntektsdelingsavtaler vil dermed kunne bidra til stordriftsfordeler og grunnlag for reduserte enhetskostnader som vil kunne komme hele andelseierfelleskapet til gode.

Finanstilsynet foreslår at det tas inn et nytt femte ledd i verdipapirfondloven § 4-5. Bestemmelsen foreslås formulert som at kravene til likebehandling ikke er til hinder for at forvaltningsselskap inngår individuelt forhandlede avtaler om vederlag med andelseier innenfor rammene for god forretningsskikk og bestemmelsene om vederlag til andre enn verdipapirfondet. De begrensninger som vil følge av kravene til god forretningsskikk, herunder blant annet at de øvrige andelseierne ikke skal bli skadelidende, vil etter Finanstilsynets vurdering gi andelseierfelleskapet fortsatt god beskyttelse.

2. Om forvaltningsgodtgjørelsen og ulike rabattordninger i verdipapirfond

Forvaltningsgodtgjørelsen som løpende blir belastet fondet utgjør forvaltnings-selskapenes inntekt fra verdipapirfondsførelsen, og er samtidig den pris andelseierne betaler for forvaltningen. Forvaltningsgodtgjørelsen utgjør en årlig prosentsats av fondets forvaltningskapital.

Regler for forvaltningsgodtgjørelsen fastsettes i fondets vedtekter og opplyses om i prospekt og nøkkelinformasjon. Fondsdokumentasjonen for det enkelte fond danner grunnlaget for det avtaleforholdet som gjelder mellom forvaltningsselskapet og andelseierne om fondsinvesteringen og prisen for forvaltningen.

Etter verdipapirfondloven § 4-5 skal hver andel i et verdipapirfond gi lik rett i fondet. Tilsvarende bestemmelse var inntatt i tidligere verdipapirfondlov, fra vedtakelsen i 1981. Bestemmelsen gir uttrykk for et fondsrettslig likebehandlingsprinsipp, og forstås slik at samtlige fondsandeler i fondet skal ha lik størrelse og at forvaltningsgodtgjørelsen knyttet til hver andel skal være lik.

Lovgivningen har siden endringer 2003 inneholdt unntak fra kravet til likebehandling.

Tidligere verdipapirfondlov åpnet, etter en endring ved lov 15. juni 2001 nr. 48, for at det kunne fastsettes i fondets vedtekter at forvaltningsselskapet skal ha en godtgjørelse som ikke fordeles likt på hver andel. Med hjemmel i en ny lovbestemmelse ble det fastsatt nærmere regler om differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen i forskrift. Endringene kom som et svar på et uttalt behov fra bransjen om å kunne fravike det lovfestede prinsippet om at samtlige andeler i et fond gir lik rett i fondet.

Etter forskrift om differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen for verdipapirfondsandeler skulle rabattene uttrykkes som en prosentvis rabatt på den godtgjørelse som daglig ble belastet fondet. Det skulle etableres kvantumsintervaller med ulik forvaltningsgodtgjørelse, og hver rabattsats skulle bare gjelde innenfor sitt kvantumsintervall. Differensieringen måtte være saklig begrunnet. Dette innebar blant annet at alle andeler som kvalifiserte til den fastsatte rabatten måtte behandles likt. De andelseiere som befant seg innenfor de ulike rabattklassene fikk dermed lik rett i fondet.

For å unngå at andelene skulle få ulik verdiutvikling ble andelene i fondet belastet den ordinære forvaltningsgodtgjørelsen. Andelseierne fikk deretter sin samlede rabatt refundert fra forvaltningsselskapet i henhold til de rabattklasser de hørte inn under.

Bestemmelser om rabattordningene skulle komme frem av fondets vedtekter, prospekt, delårsrapporter og salgsmateriale, og Finanstilsynet kunne stille nærmere vilkår for ordningene.

I 2007 ble forskriften om differensiert forvaltningsgodtgjørelse revidert. Det ble lempet på enkelte av kravene og gjort forenklinger. Blant annet var det markedsverdien av den enkeltes andel i fondet som skulle utgjøre grunnlaget for å differensiere, og ikke antall andeler, slik det var tidligere. Rabatten skulle også gjelde for hele forvaltningskapitalen til kunden, og ikke bare innenfor angitte kvantumsintervall. De nye reglene la bedre til rette for at ett og samme verdipapirfond kunne markedsføres mot både massemarkedet og storkundesegmentet, og dermed for en operasjonell forenkling. Behovet for å etablere flere verdipapirfond med ulik forvaltningsgodtgjørelse og lik investeringsprofil (såkalte skyggefond) og fond i fond-løsninger, ble redusert med de endringer som kom.

Reglene om differensiert forvaltningsgodtgjørelse ble opphevet ved innføringen av andelsklasser ved ikrafttreddelsen av gjeldende verdipapirfondlov 1. januar 2012. Det ble ikke ansett som nødvendig å ha bestemmelser om differensiert forvaltningsgodtgjørelse når det ble åpnet for å etablere andelsklasser med blant annet ulike vilkår for forvaltningsgodtgjørelse. For verdipapirfond som har andelsklasser er andelsverdien verdien av fondet dividert på antall andeler, justert for virkningen av de vilkår som kjennetegner den enkelte andelsklasse. I et verdipapirfond med andelsklasser med ulike vilkår for forvaltningsgodtgjørelse, blir andelsverdien justert for forvaltningsgodtgjørelsen i den enkelte klasse.

Ved innføringen av andelsklasser ble det lagt til grunn at ordningen kunne bidra til en mer kostnadseffektiv forvaltning, og derigjennom styrke konkurransevnen for den norske bransjen i det europeiske markedet. Mer kostnadseffektiv forvaltning ville gjøre det lettere å utnytte stordriftsfordeler, noe som ble antatt å komme alle andelseierne til gode.

Det er etter hvert blitt svært utbredt med andelsklasser i norske verdipapirfond. Mange har etablert andelsklasser der ulik forvaltningsgodtgjørelse kobles sammen med ulike krav til minste tegningsbeløp, eller kostpris, slik at prisen andelseieren betaler reduseres med høyere innskudd i fondet. Den bakenforliggende begrunnelse for differensieringen, er at det er knyttet skalafordeler til større innskudd, der enhetskostnaden faller med økt forvaltningskapital.

De fleste norske verdipapirfond som selges i massemarkedet har også andelsklasser med lavere forvaltningsgodtgjørelse for kunder som tegner seg gjennom distributører som ikke mottar betaling fra forvaltningsselskaper, såkalte nettoandelsklasser. Lavere forvaltningsgodtgjørelse begrunnes da med et lavere kostnadsnivå som følge av at forvaltningsselskapet ved salg av disse andelsklassene ikke betaler for distributørens tjenester. Utbredelsen av nettoandelsklasser i det norske markedet de senere årene har kommet som følge av bransjens tilpasninger til de strengere reglene i MiFID II for å motta returprovisjoner i distribusjonsleddet. Ny prismodell, der kunden betaler distributøren direkte for distributørens tjenester og forvaltningsselskapet gjennom den forvaltningsgodtgjørelse som belastes fondet, har bidratt til å redusere interessekonflikter og øke konkurransen i distribusjonsleddet. Finanstilsynets prisundersøkelser har vist reduserte totalpriser, men at det er store prisforskjeller mellom tilbyderne.

En inntektsdelingsavtale er en annen måte å gi kunder bedre prisbetingelser på enn ved bruk av andelsklasser. En inntektsdelingsavtale i verdipapirfondssammenheng er en avtale som inngås direkte mellom et forvaltningsselskap og en enkelt større kunde om rabatt på forvaltningsgodtgjørelsen. Forvaltningsselskapet belaster kundens fondsandeler med den godtgjørelse som er fastsatt for fondet og som det opplyses om i fondsdokumentasjonen, for så å tilbakeføre en andel til kunden. Selskapet bruker med andre ord sin inntekt fra forvaltningsgodtgjørelsen til å refundere en avtalt andel til andelseieren. I likhet med hvordan reglene om differensiert forvaltningsgodtgjørelse etter den tidligere forskriften fungerte, får kunden refundert rabatten fra forvaltningsselskapet, og på samme måte som tidligere, får ikke andelene ulik verdiutvikling som en konsekvens av slike inntektsdelingsavtaler.

Avtalene innebærer at de kunder som får fremforhandlet en slik avtale i praksis betaler en lavere pris for forvaltningen enn den som er fastsatt for fondet. Det er i praksis lite eller ingen transparens rundt denne type avtaler, i motsetning til ved andelsklasser.

Etter det Finanstilsynet erfarer, kan slike rabattavtaler inneholde vilkår om at kunden tegner seg for nye andeler for det beløpet som tilbakeføres. Finanstilsynet har også sett eksempel på at avtalene ikke er basert på størrelsen på kundens investeringer i enkeltfond, men kundens samlede investeringer i fond forvaltet av selskapet, eller et utvalg av fond.

Verdipapirfondloven med forskrifter inneholder ikke regler om individuelle rabattavtaler, og det har gjennom årene vært ulikt syn på hvordan en skal vurdere inntektsdelingsavtaler opp mot regelverket. I hovedtrekk ble slike avtaler frem til 2007 vurdert som ulovlig omgåelse av likebehandlingsprinsippets krav om at forvaltningsgodtgjørelsen skal fordeles likt på hver andel. Refusjon av deler av forvaltningsgodtgjørelsen måtte gjelde betaling for kjøp av varer eller tjenester, for eksempel markedsføringstjenester.

Finanstilsynet endret sin forvaltningspraksis i 2007. Ny forvaltningspraksis ble formidlet i rundskriv 14/2007. Etter ny praksis kunne forvaltningsselskapet på visse vilkår og innenfor et begrenset omfang inngå avtaler om inntektsdeling med enkelte større kunder. Praksisen bygget på at Finanstilsynet så på selskapenes disponering av egen inntekt fra forvaltningsgodtgjørelsen som et forhold mellom kunden og forvaltningsselskapet, og ikke mellom kunden og verdipapirfondet. Inntektsdeling ble vurdert som prinsipielt forskjellig fra forvaltningsgodtgjørelsen, og det ble reist spørsmål om det forelå tilstrekkelig lovmessig grunnlag for å avskjære forvaltningsselskapets adgang til å disponere over sin inntekt.

Finanstilsynet presiserte at bruk av avtaler om inntektsdeling for å gjennomføre en generell differensiering av forvaltningsgodtgjørelsen ble sett på som en omgåelse av loven. Det samme gjaldt dersom selskapene gikk over til å inngå avtaler om inntektsdeling på standardisert grunnlag av et visst omfang. Informasjon om adgangen til å inngå inntektsdelingsavtaler skulle ikke inngå i vedtektene, prospektet, eller i markedsføringen for det enkelte fondet.

Praksisendringen i 2007 kom som et tiltak for å møte bransjen sitt ønske om større fleksibilitet i forhandlinger om pris overfor store kunder med særskilt forhandlingsstyrke. Betingelsene kunne individuelt tilpasses det enkelte kundeforholdet og forvaltningsselskapet måtte ikke opplyse markedet om prisen. Dette ga mer fleksibilitet enn det som kunne oppnås ved å benytte adgangen til å differensiere godtgjørelsen etter de generelle reglene i forskriften, og etter dagens regler om andelsklasser. Det ble lagt til grunn at endringen kunne bidra til å styrke selskapenes konkurranseevne.

Finanstilsynet kom i 2022 til at Finanstilsynets praksis ikke var i tråd med norsk lovgivning, og informerte bransjen om dette. Finanstilsynet kom til at avtalene måtte vurderes etter dets realitet, som er å tilgodese enkelte andelseiere med lavere pris

enn det som er vedtatt og opplyst om for fondet. Slike avtaler kunne dermed ikke kun anses som et rettsforhold mellom forvaltningsselskapet og kunden om disponering av selskapets egen inntekt, men må vurderes opp mot lovens krav.

Finanstilsynets rettslige vurderinger har vært knyttet opp mot særnorske lovbestemmelser, som ikke har sin direkte motsats i UCITS-direktivet. De aktuelle bestemmelsene om likebehandling, og til dels også om kostnader, er inntatt i norsk lov for å gi et styrket vern av andelseierne. De vurderinger som ble gjort opp mot lovens krav i 2022 dreide seg med andre ord ikke om hvordan UCITS-direktivet med underliggende EU-rettsakter var å forstå, eller at Finanstilsynet legger til grunn en annen eller strengere forståelse av direktivbestemmelser enn andre. UCITS-direktivet er et rammedirektiv med minimumsregler, der medlemsstatene kan vedta strengere nasjonale regler til beskyttelse av andelseiernes interesser. Se punkt 3 for en nærmere beskrivelse av gjeldende rett og EØS-retten.

Finanstilsynets erfaringer etter endringen i 2022 er at rabattavtaler med enkeltkunder ble benyttet i et større omfang enn de snevre rammene i rundskrivet la opp til, og at enkelte benyttet slike avtaler mer eller mindre som en ordinær måte å gi større kunder rabatt på, som et alternativ til å opprette andelsklasser.

3. Gjeldende rett og EØS-rett

3.1. Gjeldende rett

Om verdipapirfond som organisatorisk investeringsinnretning

Verdipapirfond er en kollektiv investeringsform der flere går sammen om å plassere midler i verdipapirmarkedet, og der forvaltningskapitalen eies kollektivt av andelseierne. Forvaltningsselskap har enerett til å forvalte verdipapirfond. Et viktig hensyn i reguleringen er å beskytte andelseierne, slik at sparing og investering gjennom verdipapirfond kan være et egnet alternativ, særlig for forbrukere og andre ikke-profesjonelle investorer. Innholdet i fondsdokumentasjonen for det enkelte fond, med utgangspunkt i fondets vedtekter og prospekt, danner grunnlaget for det avtaleforholdet som gjelder mellom forvaltningsselskapet og andelseierne om fondsinvesteringen.

Verdipapirfondloven med forskrifter regulerer både virksomheten til forvaltningsselskapet og inneholder produktregler for fondet. Lovgivningens preseptoriske regler om blant annet likebehandling og kostnader begrenser forvaltningsselskapets avtalefrihet.

Om forvaltningsgodtgjørelsen og kostnader

Lovgivningen inneholder regler om forvaltningsgodtgjørelsen og andre kostnader. Regler om forvaltningsgodtgjørelsen skal fastsettes i fondets vedtekter, og det skal opplyses om kostnadene i fondets prospekt, nøkkelinformasjon og periodiske rapporter, se verdipapirfondloven § 4-4 første ledd nr. 4, § 8-1 tredje ledd nr.10, § 8-3 andre ledd nr. 4 og verdipapirfondforskriften § 8-1 første ledd nr. 2 bokstav m). Endringer i vedtektene må besluttes av styret i forvaltningsselskapet, og det må gis

samtykke og godkjenning fra henholdsvis andelseiermøte og Finanstilsynet, se verdipapirfondloven § 4-14 og § 4-17, jf. § 4-4.

Etter verdipapirfondloven § 4-6, jf. § 1-2 første ledd nr. 3, skal forvaltningsgodtgjørelsen dekke forvaltningsselskapets kostnader til verdipapirfondsforvaltningen, dvs. kostnader til både porteføljeforvaltning, administrasjon og markedsføring. Det er kun nærmere angitte kostnader som kan belastes fondet utover forvaltningsgodtgjørelsen. Forvaltningsselskapet må kalkulere de ulike kostnadselementene, slik som faste og variable interne kostnader, kostnader til depotmottaker og markedsføring når forvaltningsgodtgjørelsen skal fastsettes. UCITS-direktivet har ikke en tilsvarende bestemmelse som verdipapirfondloven § 4-6 som fastsetter hvilke kostnadselementer som fondet kan belastes med.

Kravene til god forretningsskikk i verdipapirfondloven § 2-15 stiller en rekke krav til hvordan et forvaltningsselskap innretter sin virksomhet for å ivareta verdipapirfondenes og andelseiernes interesser og markedets integritet på beste måte. Blant annet skal foretaket bestrebe seg på å unngå interessekonflikter ved å sørge for at andelseiernes og fondenes interesser går foran forvaltningsselskapets, samt at enkelte fond eller andelseiere ikke usaklig tilgodeses på bekostning av andre fond eller andelseiere. Selskapet plikter etter de nærmere reglene om god forretningsskikk i verdipapirfondforskriften § 2-25 nr. 4 å sørge for at verdipapirfondet og andelseierne ikke påføres unødige kostnader.

Kravet til likebehandling

Etter verdipapirfondloven § 4-5 første ledd gir hver andel i et verdipapirfond lik rett i fondet. Bestemmelsen gir uttrykk for et fondsrettslig likebehandlingsprinsipp, og tolkes slik at forvaltningsgodtgjørelsen knyttet til hver andel skal være lik. Se blant annet drøftelsene i forbindelse med introduksjonen av andelsklasser i Prop. 149 L (2010-2011).

I punkt 6.3.1.2 i proposisjonen skriver departementet blant annet følgende:

"Bestemmelsen om lik rett i fondet og muligheten til å avgrense stemmeretten ble fastsatt ved vedtakelsen av verdipapirfondloven i 1981. I forbindelse med innføringen av adgangen til differensiert forvaltningsgodtgjørelse uttales det i Ot. Prp. 98 (2001-2002) punkt 3.6.1:

«Etter verdipapirfondloven § 6-1 første ledd gir hver andel i et verdipapirfond lik rett i fondet. Denne bestemmelsen blir i praksis forstått slik at det er et krav at samtlige fondsandeler i fondet skal ha lik størrelse samt at forvaltningsgodtgjørelsen knyttet til hver andel skal være lik.»"

Og i punkt 6.3.5.2 om departementets vurderinger fremgår følgende:

"Departementet slutter seg til vurderingen om at dersom det gis adgang (gjennom forskriftsregler om andelsklasser) til å fravike prinsippet om at alle andeler i et fond gir lik rett i fondet, bør dette fremgå direkte i loven. Dette er i tråd med hvordan

adgangen til differensiert forvaltningsgodtgjørelse, som i realiteten innebærer unntak fra samme prinsipp, er forankret i verdipapirfondloven § 6-1 første ledd annet punktum. Vurderingen av om det bør gis adgang til å etablere andelsklasser bør således behandles her, i lovproposisjonen, og ikke i sin helhet delegeres til forskrift."

UCITS-direktivet har ingen tilsvarende bestemmelse om at hver andel gir lik rett i fondet.

Det følger av verdipapirfondloven § 4-5 andre ledd at kravet til likebehandling ikke er til hinder for at et verdipapirfond kan ha flere andelsklasser etter nærmere regler i forskrift.

Etter verdipapirfondforskriften § 4-2 kan verdipapirfond ha andelsklasser med ulike vilkår for utdeling eller reinvestering av utbytte, forvaltningsgodtgjørelse, minste tegningsbeløp og ulik utstedelsesvaluta med eventuell valutasikring. Det skal opplyses om kjennetegnene for den enkelte andelsklasse i fondets vedtekter og prospekt.

Lavere forvaltningsgodtgjørelse i en andelsklasse kombineres normalt med høyere beløp for minstetegning, eller kostpris. Slike andelsklasser kan dermed benyttes for å tilgodese andelseiere som går inn i fondet med større beløp med en lavere forvaltningsgodtgjørelse. Lovgiver har på denne måten anerkjent at det å gi kvantumsrabatt gjennom bruk av andelsklasser med ulike vilkår for forvaltningsgodtgjørelse kan være en saklig måte å skille mellom andelseiere på, der enhetskostnadene faller med økt forvaltningskapital.

Dersom et verdipapirfond har andelsklasser, skal ikke andelseierne i én andelsklasse tilgodeses på bekostning av andelseierne i en annen andelsklasse, og kostnader som utelukkende kan henføres til én andelsklasse, skal ikke belastes andelseierne i en annen andelsklasse. Andelseierne innad i en klasse skal likebehandles. Dette innebærer bl.a. at andelseiere i én og samme andelsklasse, skal belastes lik forvaltningsgodtgjørelse. Det vises til verdipapirfondloven § 4-5 tredje og fjerde ledd. For verdipapirfond som har andelsklasser er andelsverdien verdien av fondet dividert på antall andeler, justert for virkningen av de vilkår som kjennetegner den enkelte andelsklasse, se forskriften § 4-2 tredje ledd.

Betingelsene for andelsklasser med ulik forvaltningsgodtgjørelse skal fastsettes etter en helhetlig prisfastsettelsesprosess, der alle relevante kostnader må identifiseres og kvantifiseres på forhånd. Betingelsene for de enkelte andelsklassene fastsettes i fondets vedtekter. Dermed gis andelseierne mulighet til innflytelse på beslutningene gjennom representasjon i forvaltningssselskapets styre og ved eventuell behandling på andelseiermøte. Vedtektene er gjenstand for myndighetskontroll i forbindelse med Finanstilsynets behandling av saker om nye verdipapirfond, eller endrede vedtekter. Prosessen i forbindelse med fastsettelse og godkjenning av prismodellen i et verdipapirfond med andelsklasser bidrar til at differensieringen vil baseres på saklige kriterier ut fra hva som vil være i hele andelseierfelleskapets interesser. Differensiering gjennom andelsklasser sikrer transparens og at eksisterende og mulige nye andelseiere vil få tydelig informasjon om prisbetingelsene.

Dersom en forvalter (nominee) skal føres inn i andelseierregisteret i stedet for andelseieren følger det av verdipapirfondforskriften § 13-5 at forvalteren ikke skal regnes som én andelseier i relasjon til de vilkår som gjelder for å tegne seg i et verdipapirfond med andelsklasser. Dette betyr at forvalteren ikke kan slå sammen tegningsbeløp fra flere andelseiere for å tegne andeler i en andelsklasse med lavere forvaltningsgodtgjørelse enn det den enkeltes tegning gir rett til etter vilkårene for den enkelte andelsklasse.

Kravet til likebehandling er gjentatt i verdipapirfondforskriften § 2-25 om god forretningsskikk. Paragrafen gjennomfører, med noen tilpasninger, artikkel 22 i Kommisjonens gjennomføringsdirektiv 2010/43/EU. Etter forskriftens § 2-25 første ledd nr. 1 plikter forvaltningsselskapet å handle i verdipapirfondets og andelseiernes beste interesser ved at det behandler andelseierne korrekt, herunder sørger for likebehandling av andelseierne og at andelseierne i én andelsklasse ikke tilgodeses på bekostning av andelseierne i en annen andelsklasse. Etter samme paragraf nr. 3 skal forvaltningsselskapet sørge for at prismodeller er korrekte og transparente.

Om vederlag til andre enn verdipapirfondet

Verdipapirfondforskriften § 2-32 presiserer kravet til god forretningsskikk og plikten til å handle i verdipapirfondets interesse i verdipapirfondloven § 2-15, der forvaltningsselskapet mottar vederlag fra eller yter vederlag til andre enn verdipapirfondet. Bestemmelsen gjennomfører artikkel 29 i Kommisjonens gjennomføringsdirektiv 2010/43/EU. Forvaltningsselskapet kan i forbindelse med kollektiv porteføljeforvaltning og administrasjon av et verdipapirfond kun motta vederlag fra, eller yte vederlag til andre enn verdipapirfondet dersom:

- 1) andelseierne gis skriftlig forhåndsinformasjon om vederlagets art og verdi, eller beregningsmåte dersom verdien ikke kan fastsettes, og
- 2) vederlaget er egnet til å forbedre kvaliteten på virksomheten og ikke vil svekke foretakets overholdelse av plikten til å ivareta verdipapirfondets interesser på beste måte.

Det presiseres i andre ledd at dette ikke skal være til hinder for reelle utgifter som muliggjør, eller er nødvendige for å gjennomføre virksomheten, slik som kostnader til depotmottaker.

3.2. EØS-rett

UCITS-direktivet er et rammedirektiv med minimumskrav, der medlemsstatene kan vedta strengere nasjonale regler til beskyttelse av andelseiernes interesser.

UCITS-direktivet med underliggende rettsakter er gjennomført i verdipapirfondloven med forskrifter. UCITS-direktivet har ingen bestemmelser som tilsvarer verdipapirfondlovens krav i § 4-5 om at hver andel gir lik rett i fondet, eller kravet om likebehandling av andelseierne i forskriftens regler om god forretningsskikk i § 2-25. UCITS-direktivet har heller ingen bestemmelse som tilsvarer de norske reglene om hvilke kostnader som kan belastes fondet i § 4-6.

UCITS-direktivet art. 14 første ledd stiller krav til hvilke overordnede prinsipper som et minimum må gjelde for forvaltningsselskapers virksomhetsutøvelse. Etter de

utfyllende bestemmelsene om god forretningsskikk i artikkel 22 i Kommisjonsdirektiv 2010/43/EU skal forvaltningsselskap påse at verdipapirfondenes og andelseiernes interesser ivaretas rettferdig og på beste måte, og at interessene til grupper av andelseiere ikke settes foran interessene til andre grupper. Forvaltningsselskap skal også innrette seg slik at verdipapirfondet og dets andelshavere ikke blir påført unødige kostnader. ESMA har i "Supervisory briefing on the supervision of costs in UCITS and AIFs" fra 4. Juni 2020 utdypet enkelte tema knyttet til kostnader i fond som et tiltak for å sikre harmonisert tilsynspraksis¹.

UCITS-direktivet har heller ikke regler om differensiert forvaltningsgodtgjørelse, eller inntektsdelingsavtaler, men det forutsettes i enkelte av bestemmelsene at verdipapirfond skal kunne inndeles i ulike andelsklasser. Dette fremgår for eksempel av art. 78 syvende ledd om de nærmere kravene til nøkkelinformasjon og i art. 93 første ledd om informasjon som skal gis ved grensekryssende markedsføring.

EU-Kommisjonen kom i 2021 med en uttalelse om artikkel 29 i kommisjonsdirektiv 2010/43/EU og rabattavtaler ("fee rebate arrangements")². Artikkel 29 i kommisjonsdirektivet er gjennomført i § 2-32 i verdipapirfondforskriften. Kommisjonen uttaler at rabattavtaler baserer seg på de honorarer forvaltningsselskapet mottar for forvaltnings- og administrasjonstjenestene, og at avtalene skal vurderes som betaling for slike tjenester. Kommisjonen bekrefter at selskapene må vurdere avtalene opp mot de strenge vilkårene for betalinger i artikkel 29.

I tolkningsuttalelsen vises det til at rabatter gjennom inntektsdelingsavtaler må anses som relatert til porteføljeforvaltnings- og administrasjonstjenester og at slike avtaler må oppfylle nærmere angitte krav som følger av art. 29 i kommisjonsdirektiv 2010/43/EU. Det vises til at kommisjonsdirektivet fastsetter strenge vilkår for vederlag mottatt fra eller ytt til tredjeparter. Vilråene skal sikre at forvaltningsselskaper opptrer ærlig, rettferdig og profesjonelt, og særlig ivareta UCITS'ets beste interesser, likebehandling av andelseierne og transparens i virksomheten.

I tillegg til krav om informasjon og åpenhet om vederlagets art og verdi, stiller artikkel 29 krav om at vederlaget må være egnet til å forbedre kvaliteten på virksomheten, og ikke vil svekke foretakets overholdelse av plikten til å ivareta fondets interesser på beste måte.

EU-kommisjonen har tolket kravene slik at forvaltningsselskapet skal kunne demonstrere at rabattavtaler vil forbedre kvaliteten på den relevante tjenesten for fondet. Kravet om forbedret kvalitet viser til kvaliteten på UCITS-tjenestene til fordel for alle fondets andelseiere, og ikke kun kvaliteten på tjenestene for de kundene som omfattes av særavtalene.

¹ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39-1042_supervisory_briefing_on_the_supervision_of_costs.pdf

² Se spørsmål 968 i ESMA's Q&A: <https://www.esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/968>

Forvaltningsselskapet må også demonstrere at avtalene ikke vil svekke foretakets overholdelse av plikten til å ivareta verdipapirfondets interesser på beste måte. Kommisjonen viser i den anledning særlig til plikten etter art. 22 til å handle i UCITS'ets og andelseiernes interesser. Etter art. 22 er forvaltningsselskapet forpliktet til å behandle alle andelseiere rettferdig, handle i tråd med andelseiernes beste interesse og til ikke å plassere en gruppe andelseieres interesser over andres. Derfor må forvaltningsselskapet være i stand til å vise at alle andelseiere betaler sin rettferdige andel for fondets virksomhet, hensyntatt rabattene og UCITS'ets kostnadsstruktur. Kommisjonen understreker at rabattavtaler ikke må ha en negativ innvirkning på andre andelseiere.

På anmodning fra nasjonale tilsynsmyndigheter skal forvaltningsselskapene kunne fremlegge nøyaktige og dokumenterte begrunnelser for oppfyllelse av vilkårene.

4. Inntektsdelingsavtaler opp mot norsk rett

Verdipapirfondloven med forskrifter inneholder ikke regler om inntektsdelingsavtaler, men inneholder preseptoriske regler om blant annet kostnader og likebehandling som begrenser forvaltningsselskapets avtalefrihet. Bakgrunnen for begrensingene er fondenes juridiske struktur som kollektiv investeringsform, til forskjell fra individuelle investeringsformer som individuell porteføljevaltning, der godtgjørelsen kan fastsettes individuelt. Når verdipapirfondloven inneholder regler om både forvaltningsgodtgjørelsen og likebehandling, står ikke forvaltningsselskapet fritt til å inngå avtaler med enkelte av andelseierne om godtgjørelsen.

Spørsmålet om individuelle inntektsdelingsavtaler anses som et rettsforhold mellom forvaltningsselskapet og den enkelte kunden er vurdert i en uttalelse fra EU-Kommisjonen. Uttalelsen gjaldt konkret spørsmålet om artikkel 29 i kommisjonsdirektiv 2010/43/EU kommer til anvendelse for slike avtaler (gjennomført § 2-32 i verdipapirfondforskriften). Kommisjonen uttaler at rabattavtaler baserer seg på de honorarer forvaltningsselskapet mottar for forvaltnings- og administrasjonstjenestene, og at avtalene skal vurderes som betaling for slike tjenester. Kommisjonen bekrefter at selskapene må vurdere avtalene opp mot de strenge vilkårene for betalinger i artikkel 29³.

Når inntektsdelingsavtalene vurderes opp mot verdipapirfondlovens krav om at hver andel i et verdipapirfond skal gi lik rett i fondet, jf. § 4-5 første ledd, og dette kravet forstås slik at forvaltningsgodtgjørelsen knyttet til hver andel skal være lik, vil kravet til likebehandling etter Finanstilsynets vurdering være til hinder for at forvaltningsselskapene inngår individuelle avtaler om å refundere en andel av forvaltningsgodtgjørelsen. Etter Finanstilsynets vurdering kan en ikke se isolert på at forvaltningsgodtgjørelsen belastes likt i fondet, men må se på resultatet av avtalen,

³ Se spørsmål 968 i ESMA's spørsmål og svar:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34_43_392_qa_on_application_of_the_ucits_directive.pdf

og som innebærer at kunden gis lavere forvaltningsgodtgjørelse enn de øvrige andelseierne.

Verdipapirfondloven vil, med dens begrensninger i avtalefriheten gjennom kravet til likebehandling og regulering av kostnader, innebære at det etter norsk rett ikke er adgang til å avtale individuelle rabatter på forvaltningsgodtgjørelsen. Ettersom den norske reguleringen, etter Finanstilsynets vurdering, avskjærer muligheten for individuelt forhandlede avtaler om rabatter på forvaltningsgodtgjørelsen, er det heller ikke aktuelt etter dagens regulering å vurdere slike avtaler opp mot den generelle forskriftsbestemmelsen om forvaltningsselskapets adgang til å yte vederlag til andre enn verdipapirfondet.

Det er Finanstilsynets syn at individuelle rabattavtaler vil være et unntak fra verdipapirfondlovens krav til likebehandling, og at et slikt unntak må komme klart til uttrykk i regelverket. Det vises her til drøftelsene om innføring av adgang til å etablere andelsklasser i Prop. 149 L (2010-2011). Under vurderingene av om det burde tillates andelsklasser i verdipapirfond i pkt. 6.3.5.2, uttrykte departementet at dersom det gis adgang (gjennom forskriftsregler om andelsklasser) til å fravike prinsippet om at alle andeler i et fond gir lik rett i fondet, bør dette fremgå direkte i loven. Departementet viste til hvordan adgangen til differensiert forvaltningsgodtgjørelse, som i realiteten var et unntak fra samme prinsipp, var forankret i daværende verdipapirfondlovs § 6-1.

5. Regulering og praksis i andre land

EU-retten stenger ikke for inntektsdelingsavtaler, men krever at forvaltningsselskap må sørge for at avtalene ikke er i strid med kravene til god forretningsskikk og de regulatoriske begrensningene for å kunne betale vederlag til andre enn fondet i Kommisjonens gjennomføringsforordning. Finanstilsynet legger til grunn at reglene er gjennomført i nasjonal lovgivning i EØS, slik at denne reguleringen også gjelder som begrensning for slike avtaler i andre land.

Finanstilsynet har ikke kjennskap til at andre EØS-land har spesifikk regulering om inntektsdelingsavtaler i nasjonal lovgivning, men er kjent med at det er praksis for slike avtaler i Sverige og i en rekke andre EØS-land. Det synes å være en utbredt praksis med rabattavtaler i institusjons- og storkundemarkedet i store deler av Europa. Så langt Finanstilsynet er kjent med har det i de senere årene ikke vært en tilsynsmessig oppfølging i EØS av overholdelse av de vilkårene som kommer til anvendelse for inntektsdelingsavtaler etter EØS-retten.

Det er også utbredt praksis i EØS med andelsklasser i verdipapirfond, med ulike vilkår for forvaltningsgodtgjørelsen.

6. Finanstilsynets vurderinger og forslag til regulering

Forvaltningsselskap skal påse at andelseiernes interesser ivaretas rettferdig og på beste måte, og at interessene til grupper av andelseiere i et verdipapirfond ikke settes foran interessene til andre grupper. Vernet av andelseierfellesskapets

interesser er særlig viktig sett i lys av verdipapirfond som investeringsform der forvaltningskapitalen eies kollektivt av samtlige andelseiere, og at det skal egne seg for forbrukere og andre ikke-profesjonelle investorer.

Forvaltning og administrasjon av verdipapirfond er i betydelig grad basert på kostnader som i liten grad endres i takt med endringer i forvaltningskapitalen. Dette gir grunnlag for utnyttelse av stordriftsfordeler med lavere enhetskostnader. At et verdipapirfond kan tiltrekke seg kunder som kommer inn med betydelige innskudd, bidrar til å holde gjennomsnittskostnadene nede og muliggjøre lavere priser. Det er et rimelig utgangspunkt at kunder som bidrar til lavere gjennomsnittskostnader, skal kunne få dette reflektert i prisen.

Bruk av andelsklasser er en transparent og forutsigbar måte å gi enkelte andelseiere i ett og samme verdipapirfond lavere forvaltningsgodtgjørelse på. Ved andelsklasser sikrer en at andelseiere som kommer inn i fondet med like store beløp betaler den samme prisen for forvaltningen. Andelsklasser baseres på objektive og saklige kriterier, og forutsetter at prisene blir fastsatt etter en grundig prosess, der alle relevante kostnader identifiseres og kvantifiseres. En grundig prosess for fastsettelse av godtgjørelsen bidrar til å hindre usaklig forskjellsbehandling av andelseiere. Der forvaltningsselskapet kan vise til et saklig grunnlag for å tilgodese en større gruppe andelseiere med gunstigere prisbetingelser enn øvrige andelseiere, bør dette som utgangspunkt gjøres gjennom etablering av andelsklasser i fondet.

Finanstilsynet forstår EU-retten slik at den, i motsetning til norsk rett, ikke er til hinder for at det inngås avtaler om rabatter gjennom inntektsdelingsavtaler, men slike avtaler må oppfylle bestemte vilkår. Etter det Finanstilsynet forstår, er det i enkelte land en forholdsvis utbredt praksis for bruk av rabatter i form av inntektsdelingsavtaler. Inntektsdelingsavtaler gir ytterligere fleksibilitet for forvaltningsselskapene for å tiltrekke seg kunder som bringer inn store volum.

Det europeiske regelverket legger til rette for et felles indre marked for etablering og markedsføring av verdipapirfond i Europa (UCITS-fond). Forvaltningsselskap etablert i ett EØS-land kan etablere og forvalte UCITS-fond i et annet EØS-land, og UCITS-fond kan effektivt markedsføres i samtlige EØS-land etter et enkelt notifikasjonssystem. Det er svært mange utenlandske verdipapirfond som markedsføres inn i Norge. Dette gjelder særlig fond fra jurisdiksjoner som Irland og Luxembourg, men også fra de øvrige nordiske landene. Enkelte norske forvaltningsselskap har etablert UCITS-fond utenfor Norge, og som markedsføres både i og utenfor Norge. Dersom norske forvaltningsselskaper heller velger å etablere fond utenfor Norge, og norske kunder i økende grad ender opp med å benytte utenlandske fond, vil ikke vernet av andelseierne i praksis ivaretas på det nivået norsk regulering legger opp til.

Finanstilsynet ser at en særnorsk regulering på området, kan skape utfordringer for norske forvaltningsselskaper i en sterk internasjonal konkurranse der utenlandske tilbydere har større fleksibilitet med hensyn til differensiering av pris.

Manglende adgang til å inngå avtaler om inntektsdeling innebærer de facto en konkurransemessig ulempe for den norske fondsbransjen. Utenlandske konkurrenter vil i forhandlingene med de største kundene kunne utnytte fordelene av å ha kunnskap om de priser norske forvaltningsselskaper opererer med. Ved å kunne ha noe fleksibilitet til å avtale individuelle rabatter med de aller største kundene, vil dette kunne styrke de norske forvaltningsselskaperenes konkurranseevne.

En adgang til å kunne inngå individuelt fremforhandlede rabattavtaler vil kunne redusere behovet for et større antall andelsklasser i storkundesegmentet. Dette gjelder særlig for forvaltningsselskap med få antall kunder i dette segmentet. Finanstilsynet ser at det kan være operasjonelt mindre krevende og kostnadsbesparende å kunne inngå rabattavtaler i slike situasjoner, sammenlignet med alternativet å opprette og drifte andelsklasser for én enkelt, eller noen helt få andelseiere. Hensynet til en mer kostnadseffektiv drift, særlig for små og mellomstore aktører, taler derfor for at det bør kunne inngås individuelt fremforhandlede avtaler overfor de største aktørene. Finanstilsynet legger vekt på at dette kan bidra til en forenkling og effektivisering av forvaltningsselskaperenes virksomhet, som vil kunne komme hele andelseierfellesskapet til gode.

Finanstilsynet mener på denne bakgrunn at det bør innføres et unntak fra det særnorske kravet til likebehandling i verdipapirfondloven, slik at selskapene gis adgang til å inngå rabattavtaler i tråd med de krav som kommer til anvendelse for slike avtaler etter EØS-retten. De begrensninger som vil følge av kravene til god forretningsskikk, herunder blant annet at de øvrige andelseierne ikke skal bli skadelidende, vil etter Finanstilsynets vurdering gi andelseierfellesskapet god beskyttelse.

Finanstilsynet foreslår at det tas inn et nytt femte ledd i verdipapirfondloven § 4-5 om at kravene til likebehandling ikke er til hinder for at forvaltningsselskap inngår individuelt forhandlede avtaler om vederlag med andelseier innenfor rammene for god forretningsskikk og bestemmelsene om vederlag til andre enn verdipapirfondet. Adgangen til å inngå slike avtaler vil da begrenses av de regler som ellers gjelder for slike avtaler i EØS, se nærmere under punkt 3.2, og vil følge utviklingen i EØS-retten. Forslag til nytt femte ledd er formulert slik at det vil være mulig med inntektsdelingsavtaler også knyttet til fond som har etablert andelsklasser. Det vil dermed være mulig med en kombinasjon av andelsklasser og inntektsdelingsavtaler.

Finanstilsynet ser at det kan være et spørsmål om det ikke bare skal kunne inngås avtaler med institusjonelle andelseiere, men også distributører eller rådgivere som representerer større profesjonelle andelseiere. Det er også et spørsmål om hva som kan inngå som grunnlag for en vurdering og beregning av eventuelle rabatter, for eksempel om en skal kunne ta hensyn til kundens samlede forvaltningskapital hos selskapet. Finanstilsynet ser ikke grunn til å regulere dette nærmere i loven, men viser til at forvaltningsselskap ved bruk av inntektsdelingsavtaler uansett vil måtte innrette seg etter de reglene som gjelder med hensyn til god forretningsskikk og adgangen til å betale vederlag til andre enn kunden. Finanstilsynet ser ikke bort fra at det her vil kunne skje en utvikling av EØS-retten, og at praksisen i Norge i så fall vil måtte tilpasses deretter.

7. Økonomiske og administrative konsekvenser

Så langt Finanstilsynet erfarer er det p.t. en utbredt aksept for at forvaltningsselskaper i andre EØS-land kan inngå inntektsdelingsavtaler med større profesjonelle og institusjonelle kunder. Adgangen til å inngå slike avtaler supplerer adgangen til å differensiere på forvaltningsgodtgjørelsen ved bruk av andelsklasser. I en sterk internasjonal konkurranse om de største fondskundene er det en ulempe for norske aktører å ikke kunne konkurrere om kundene på like vilkår.

Ved å åpne for å kunne inngå avtaler om inntektsdeling vil forvaltningsselskapene kunne inngå slike avtaler innenfor de begrensninger som følger av EØS-retten, og på linje med det som er utbredt i EØS. Forvaltningsselskapenes konkurranseevne vil dermed styrkes. Inntektsdelingsavtaler gir forvaltningsselskapene større fleksibilitet i konkurransen om de største kundene, og reduserer behovet for antall andelsklasser i storkundesegmentet. Dette gjelder særlig for forvaltningsselskap med få kunder i dette segmentet. Å kunne inngå rabattavtaler innenfor de rammer som følger av forslaget vil være operasjonelt mindre krevende, og gi en mer kostnadseffektiv drift, sammenlignet med alternativet å opprette og drifte andelsklasser for én enkelt, eller noen få andelseiere.

Med de krav som vil gjelde med forslaget, må avtalene ikke være egnet til å svekke forvaltningsselskapets overholdelse av plikten til å ivareta fondets og andelseiernes beste interesser. Selskapet kan ikke plassere en gruppe andelseieres interesser over andres, og selskapet må være i stand til å vise at alle andelseiere betaler sin rettferdige andel for fondets virksomhet, hensyntatt rabattene og fondets kostnadsstruktur. Avtaler om inntektsdeling skal således ikke ha en negativ innvirkning på andre andelseiere. Utover dette legger Finanstilsynet til grunn at forslaget har mindre økonomiske og administrative virkninger for enkeltpersoner, næringsvirksomhet og offentlige myndigheter.

8. Forslag til endringer i verdipapirfondloven

I lov 25. november 2011 nr. 44 om verdipapirfond gjøres følgende endringer:
Nytt § 4-5 femte ledd skal lyde:

5) Bestemmelsene i første og fjerde ledd er ikke til hinder for at forvaltningsselskap inngår individuelt forhandlede avtaler om vederlag med andelseier innen rammene for god forretningsskikk og bestemmelsene om vederlag til andre enn verdipapirfondet i verdipapirfondforskriften.

Finanstilsynet
Revierstredet 3
P.O. Box 1187 Sentrum
NO-0107 Oslo

Tel. +47 22 93 98 00
post@finansilsynet.no
finansilsynet.no

