

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

Oslo, 22.05.2025

Deres ref.:
23/3147

Høringsuttalelse – Forslag til regulering av inntektsdelingsavtaler mellom forvaltningsselskap og andelseiere.

1. Innledning

Verdipapirfondenes forening (VFF) viser til høring om inntektsdelingsavtaler, med høringsfrist 23. mai 2025.

VFF vil innledningsvis uttrykke anerkjennelse for Finansdepartementets pågående arbeid med å sørge for konkurransedyktige rammebetingelser for fondsbransjen. Dette er et viktig arbeid for en industri som i stor grad er tilrettelagt for konkurranse på tvers av ulike jurisdiksjoner.

EU-regelverk på området, som UCITS og AIFMD, åpner blant annet for at fond og forvaltningsselskap kan etableres i ulike jurisdiksjoner, samtidig som reglene legger til rette for grensekryssende markedsføring gjennom forenklede notifikasjonsprosesser. Norske fond og norske kapitalforvaltere møter derfor direkte og betydelig konkurranse fra aktører etablert utenfor Norge. Norske investorer har følgelig tilgang til et stort og internasjonalt fondsunivers, og det samme gjelder for norske og utenlandske distributører av verdipapirfond.

VFF vil i denne sammenheng, nok en gang, understreke viktigheten av mest mulig like/harmoniserte regler innenfor EU-området. Nasjonale særregler og såkalt «gold plating» kan virke konkurransevridende og svekke norske aktørers muligheter til å konkurrere på like vilkår med utenlandske aktører. Flere EU-land, som for eksempel Sverige, har bevisst valgt å unngå særregler på dette området, nettopp av hensyn til konkurranseevne og likeverdige rammevilkår i det felles europeiske markedet.

Dette er etter VFFs vurdering særlig relevant i forbindelse med den foreliggende høringen om inntektsdeling. Vi registrerer at Finanstilsynet i høringsnotatet viser til særnorske regler, jf. punkt 2 på side 7, og har lagt til grunn en tolkning som etter vårt syn verken er i samsvar med gjeldende rett eller med lovgiverens intensjon, jf. nærmere omtale nedenfor.

Det er fra politisk hold uttrykt et tydelig ønske om å sikre konkurransedyktige vilkår for den norske fondsbransjen. Det setter vi pris på. Hensiktsmessige regler for inntektsdeling og betaling for distribusjon står helt sentralt for å oppnå dette. Det fremlagte høringsforslaget løser enkelte deler av de utfordringer bransjen har stått overfor. For å nå målet om større konkurransekraft, er det etter

Besøksadresse

Hansteens gate 2
0253 Oslo

Postadresse

Postboks 2524 Solli
0202 Oslo

Telefon

23 28 45 50

E-post vff@vff.no

Internett www.vff.no

Org.nr.

876 497 832 mva

VFFs syn imidlertid avgjørende at nytt regelverk reelt styrker muligheten til å konkurrere med utenlandske aktører på like vilkår - både overfor enkeltinvestorer/sluttkunder og gjennom ekstern distribusjon.

2. Nærmere om forvaltningspraksis før høringsforslaget

Som Finansdepartementet vil være godt kjent med, har Finanstilsynet over tid fremmet tolkninger og lovforslag som samlet sett har svekket konkurransekraften til norske fond betydelig. De aktuelle initiativene kan oppsummeres på følgende måte:

- Rundskriv 14/2007: Finanstilsynet uttalte at verdipapirfondloven ikke er til hinder for individuelt avtalte rabattavtaler, så lenge disse ikke representerer en ulovlig omgåelse av de dagjeldende reglene om differensiert forvaltningsgodtgjørelse. Denne avklaringen var viktig for norsk fondsbransje, og bidro til økt konkurransekraft.

Brev datert 21. juni 2022: I brevet vurderte Finanstilsynet det tidligere rundskrivet fra 2007 opp mot en ganske nylig tolkningsuttalelse fra EU-kommisjonen i en Q&A fra ESMA om forvaltningsselskapets betalinger til andelseiere. Essensen i uttalelsen i Q&A-en er at slike betalinger anses som forvaltningsrelaterte, og dermed underlagt UCITS-reglenes krav til betalinger fra forvaltningsselskapet til andre enn fondet. Samtidig presiserer kommisjonen at rabatter kan tillates dersom vilkårene i direktivet er oppfylt. Finanstilsynet har valgt å legge denne tolkningen til grunn i Norge, men gått vesentlig lengre, ved å legge til grunn at de norske særreglene i verdipapirfondloven kapittel 4 utelukker at forvaltningsselskaper kan inngå individuelle rabattavtaler, og at det derfor ikke er aktuelt å vurdere slike avtaler opp mot den generelle bestemmelsen i verdipapirfondforskriften § 2-32. Dette er i strid med lovforarbeidene, hvor det fremgår at Finansdepartementet ikke ønsket å benytte det nasjonale handlingsrommet til å fastsette strengere regler om god forretningsskikk enn det som følger av UCITS-reglene, se Prop. 149L (2010-2011) s. 52. Videre har Finanstilsynet valgt å anse distribusjonshonorarer som videreføres til sluttkunde som en rabatt omfattet av tolkningsuttalelsen, og dermed i strid med verdipapirfondloven § 4-5. Denne forståelsen har verken støtte i tolkningsuttalelsen, UCITS-direktivet eller etablert praksis i sammenlignbare jurisdiksjoner, og innebærer i praksis et forbud mot slike betalinger i Norge, uten at dette følger av direktivet eller av kommisjonens tolkningsuttalelser.

- Lovforslag 27. juni 2022: Finanstilsynet foreslo å forby fondsforvaltningsselskaper å betale for distribusjon.
- Rundskriv 2/2024: Finanstilsynet fastholder her at distribusjonsvederlag, der distributøren viderefører mottatt honorar til sine kunder, skal anses som en kompensasjon fra forvaltningsselskapet til sluttkunden. Dette regnes som en rabatt i strid med likebehandlingsprinsippet i verdipapirfondloven § 4-5. Betalingen anses også som en unødvendig kostnad etter verdipapirfondloven § 2-15 og verdipapirfondforskriften § 2-25.

Rundskriv 2/2024 må sees i sammenheng med reglene som gjelder for alle distributører som er underlagt MiFID. Porteføljeforvaltningsselskaper og uavhengige investeringsrådgivere har etter sitt eget regelverk ikke anledning til å motta og beholde distribusjonshonorarer fra egne kunders investeringer. For andre verdipapirforetak gjelder i hovedsak samme regel, med enkelte unntak.

Samlet har Finanstilsynets tolkninger medført at norske forvaltningsselskaper verken kan gi rabatter til enkelte investorer – selv innenfor rammen av EU-kommisjonens uttalelser – eller betale for distribusjon, i de tilfeller distributøren enten plikter, eller velger, å videreføre mottatt honorar til sin sluttkunde.

Finanstilsynets lovforslag tar opp det første forholdet, nemlig direkte avtalte rabatter, men ikke sin egen lovforståelse knyttet til at betaling for distribusjon skal anses som en rabatt, basert på hvilke valg distributøren gjør, eller hvilke regler distributøren er underlagt. Begge disse forholdene er avgjørende viktige for norske forvaltningsselskaps konkurranseevne, og må avklares.

3. Hensynet til forbrukervern

Norske forbrukere nyter godt av et sterkt forbrukervern når de sparer i norske verdipapirfond. Et godt forbrukervern skaper tillit og er viktig å hegne om.

Norske fond har strengere regler for hvilke kostnader som kan belastes fondet enn mange andre land, og norske forbrukere sikres tilgang til all fondsdokumentasjon på sitt eget språk. Videre gir kravet til andelseierrepresentasjon i styret til norske fondsforvaltningsselskap andelseierne innflytelse over forvaltningsselskapets virksomhet.

Strengere krav til å kunne ta betalt for norske fondstjenester (forvaltning og distribusjon) vil gi økt salg av utenlandske fond til norske forbrukere. Når utenlandske konkurrenter har merkbare konkurransefordeler i form av større fleksibilitet knyttet til pris- og distribusjonsmodeller, vil dette medføre at en stadig større del av nordmenns sparing skjer hos utenlandske tilbydere. Utflagging av norske fond, eller økt sparing i utenlandske fond, vil over tid føre til at norske forbrukere ikke omfattes av det forbrukervernet som følger av norsk lovgivning.

VFF mener at en styrking av konkurransevilkårene for den norske fondsforvaltningsbransjen, gjennom mer fleksible rammer for betaling for distribusjon, vil opprettholde og fremme forbrukervernet for norske fondssparere. Etter vårt syn bør hensynet til tydelig prisinformasjon ved kjøp av fond gjennom distributør ivaretas gjennom krav om sentralt plassert prisinformasjon før investering, løpende rapportering av kostnader i investeringsperioden, samt rapportering av kostnader til Finansportalen, jf. den pågående høring fra Barne- og familiedepartementet om sistnevnte med høringsfrist 24. juni.

4. Rabattavtaler

Behovet for å kunne inngå avtaler om inntektsdeling er etter VFFs vurdering godt begrunnet, og vi mener Finanstilsynets kommentarer knyttet til slike rabattavtaler (såkalt inntektsdeling) som inngås med den enkelte andelseier, i noen grad reflekterer dette. Likevel vil det etter vår oppfatning være en klar fordel om regelverket tydeligere angir rammer for hvordan kravet til god forretningsskikk skal praktiseres på dette området. Bakgrunnen er de betydelige utfordringene bransjen har opplevd som følge av Finanstilsynets skiftende tolkninger av uendrede bestemmelser over tid. Dette gjelder også for rabattavtaler, som nettopp er et avtaleforhold inngått mellom andelseier og forvaltningsselskap.

En slik presisering er etter vårt syn særlig viktig ved grensekryssende distribusjon. Norske forvaltningsselskaper må ha adgang til å kunne inngå rabattavtaler i tråd med den praksis og de regler som gjelder i den jurisdiksjon hvor fondet markedsføres. Dette bør fremgå klart av regelverket,

slik at det tydelig slås fast at rabatter som er vanlige og anerkjente i den aktuelle jurisdiksjon, ikke skal anses å være i strid med kravet til god forretningsskikk.

VFF vil også understreke at dagens verdipapirfondsforskrift § 2-32 allerede åpner for rabattavtaler, men vi foreslår at dette presiseres i bestemmelsen for å fjerne den tolkningstvil som Finanstilsynet har skapt gjennom sine uttalelser og praksis.

4. Distribusjonsavtaler

4.1 Innledning

Høringsbrevets omtale av distribusjonsavtaler gir ingen avklaring av hvordan slike avtaler skal vurderes opp mot de foreslåtte bestemmelsene om rabatter. Finanstilsynet omtaler 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 eiere. [...] Finanstilsynet ser ikke grunn til å regulere dette nærmere i loven»* (Høringsnotatet s. 15).

Etter vår mening medfører det at høringsforslaget kun søker å løse deler av de problemene registrering av fond i norsk jurisdiksjon innebærer. Vi vil belyse dette nærmere under.

Som beskrevet over, har Finanstilsynet så langt lagt til grunn at betaling av distribusjonshonorar til en distributør som enten plikter eller velger å videreføre mottatte honorarer til sine kunder, utgjør en rabatt. Dersom denne tolkningen opprettholdes, vil det innebære at lovforslaget mister mye av sin effekt for forvaltningsselskaper med ekstern distribusjon. VFF mener i tillegg at denne tolkningen ikke er korrekt.

4.2 Nærmere om distribusjonsavtaler

Foretak uten eget distribusjonsapparat er avhengige av avtaler med eksterne distributører for å få sine fond presentert for relevante kundegrupper. Distribusjonstjenesten representerer en økonomisk verdi for fondsforvaltningsselskapet langs (minst) to akser:

For det første innebærer bruk av ekstern distribusjon en besparelse ved at forvaltningsselskapet unngår kostnader til utvikling og drift av internt distribusjonsapparat. Kostnader til ekstern distribusjon må derfor vurderes i sammenheng med reduserte interne kostnader. For det andre vil distribusjon bidra til økt forvaltningskapital, noe som styrker forvaltningsselskapets markedsposisjon og inntektsgrunnlag. Det er derfor avgjørende å vurdere hvilken betydning lovforslaget vil få for avtaler om ekstern distribusjon.

I fondsbransjen er det blitt stadig vanligere med såkalte "nominee-løsninger", dvs. at distributøren står oppført som andelseier i forvaltningsselskapets andelseierregister, mens sluttkunden er den reelle eier. Dette innebærer at forvaltningsselskapet ikke har direkte innsyn i hvem sluttkundene er, og må basere seg på at distributøren bekrefter at underliggende kunder oppfyller krav til andelsklasse mv.

Dersom lovforslagets regler om rabattavtaler skal gjelde for distribusjonsavtaler hvor honoraret videreføres til distributørens kunder, vil det i praksis innebære at forvaltningsselskapet enten må inngå individuelle avtaler med distributørens underliggende kunder, eller at distributøren selv må inngå avtale om videreføring av honorar med hver enkelt kunde som kvalifiserer for rabatt. Disse løsningene er ikke tilstrekkelige for å utligne de konkurransemessige ulempene for norskregistrerte verdipapirfond.

Fra distributørens ståsted vil en slik ordning dessuten bryte fundamentalt med de reglene distributøren er underlagt. Som nevnt, vil distributører etter MiFID normalt være forpliktet til å videreføre mottatte betalinger som relaterer seg til egen kundes investering. Distributørene kan dermed vanskelig inngå avtaler hvor enkelte kunder mottar videreførte honorarer mens andre ikke gjør det. Resultatet vil bli at norske forvaltningsselskaper i praksis ikke kan betale for distribusjon.

Slik VFF forstår det, er formålet med lovforslaget å sikre konkurransedyktige rammevilkår for norsk fondsbransje. Siden fondsforvaltere i sammenlignbare jurisdiksjoner ikke er underlagt tilsvarende restriksjoner, vil konsekvensen være at distributører - både norske og utenlandske - fortsatt vil foretrekke å inngå distribusjonsavtaler med utenlandske aktører. Lovforslaget vil dermed ikke være egnet til å løse de utfordringene norske forvaltningsselskaper står overfor.

5 Rettslige vurderinger

5.1 Innledning

Som nevnt i foregående avsnitt mener VFF at dersom forslaget også skal gjelde distribusjonsavtaler, vil regelendringen ikke oppnå sitt formål.

Etter vår vurdering utgjør distribusjonshonorarer ikke en rabatt fra forvaltningsselskapet til kunden. Lovforslaget vil, slik vi ser det, ikke få betydning for forvaltningsselskapenes adgang til å betale for distribusjon. Ettersom Finanstilsynet tidligere har lagt til grunn en annen fortolkning, er det likevel en risiko for at nye regler om rabattavtaler vil bli anvendt også på distribusjonsavtaler. VFF mener derfor at det er et klart behov for en presisering og avklaring av gjeldende regelverk på dette punktet.

5.2 Nærmere om lovforståelsen

Finanstilsynet har, som tidligere nevnt, dels lagt til grunn at distribusjonshonorarer som videreføres til slutt kunder skal anses som en rabatt fra forvaltningsselskapet, i strid med verdipapirfondloven § 4-5. Dels har tilsynet ment at slike honorarer utgjør en unødvendig kostnad, jf. verdipapirfondloven § 2-15 og verdipapirfondforskriften § 2-25, jf. Finanstilsynets brev 21. juni 2022 og rundskriv 2/2024.

VFF deler ikke dette synet. Etter vår vurdering utgjør distribusjonshonorarer ikke en rabatt til sluttkunde, omfattes ikke av § 4-5, eller representerer en unødvendig kostnad. Dagens regelverk begrenser derfor ikke bruken av eksterne distributører.

Det sentrale spørsmålet er om et distribusjonshonorar som betales til en distributør, og som denne velger eller plikter å videreføre til sin kunde, rettslig kan likestilles med en rabatt. Innledningsvis vil vi understreke at distribusjon er en tjeneste med verdi for forvaltningsselskapet, og som det lovlig kan betale for.

Forvaltningsselskapets eneste inntekt er forvaltningshonoraret, som er en lovlig belastet kostnad, jf. verdipapirfondloven § 4-6. Dette honoraret skal dekke alle sider av fondsforvaltningen, inkludert distribusjon. Loven skiller ikke mellom interne og eksterne distribusjonskostnader. Forvaltningsselskapet kan derfor lovlig benytte inntektene til å dekke kostnader til eksterne distribusjon.

Selv om den *økonomiske effekten* for en investor som mottar videreført distribusjonshonorar kan tilsvare en rabatt, innebærer det ikke rettslig sett det samme. Ved en rabattavtale forhandler andelseier direkte med forvaltningsselskapet, basert på sin individuelle attraktivitet. Ved distribusjonsavtaler reflekterer honoraret derimot distributørens posisjon i markedet, og

forvaltningsselskapet har ingen kontroll over hvordan honoraret eventuelt videreformidles. Det samme gjelder kundens øvrige kommersielle betingelser avtalt med distributør.

Videre regulerer verdipapirfondloven § 4-5 andelseiernes rett i fondet, og ikke i relasjonen mellom andelseier og distributør, eller mellom andelseier og forvaltningsselskap. Et forbud for forvaltningsselskapet mot å betale distribusjonshonorar under visse vilkår kan derfor ikke være i strid med § 4-5.

Reglene om forvaltningsselskapets virksomhet og kostnadsbruk følger av verdipapirfondloven kapittel 2, supplert av verdipapirfondforskriften kapittel 2. Disse reglene inneholder ingen begrensninger i adgangen til å betale for distribusjon. Tvert imot er betaling for distribusjon unntatt fra begrensningen i verdipapirforskriften § 2-32 om disponering av forvaltningsselskapets inntekter. Finanstilsynet har flere ganger anført at betaling for distribusjon til distributører som viderefører honoraret til sine kunder, er en unødvendig kostnad. VFF mener denne antakelsen ikke er riktig. Distribusjon representerer uansett en kostnad, uavhengig om denne skjer internt eller gjennom eksterne distributører. Det sentrale er at betalingen har verdi for forvaltningsselskapet, uavhengig av hvordan distributøren selv disponerer sitt honorar. Kjernen i problemstillingen er forvaltningsselskapets behov for distribusjonskraft – ikke hvilket regelverk distributøren er underlagt, eller hvilke avtaler denne har med sine kunder.

Verken rabattavtaler eller distribusjonsavtaler utfordrer likebehandlingsprinsippet i verdipapirfondloven § 4-5. Denne bestemmelsen regulerer forholdet mellom fondet og andelseierne, og ikke forholdet mellom andelseier og distributør eller mellom andelseier og forvaltningsselskap. Denne sontringen følger også av UCITS- regelverket, se nærmere pkt. 6 under.

VFF mener derfor at dagens regelverk gir forvaltningsselskaper adgang til å betale for distribusjon av fond gjennom egne inntekter.

5.3 Oppsummering rettstilstand

Vpfl. § 4-5 regulerer forholdet mellom fondet og andelseier. VFF mener følgelig at dagens regelverk ikke er til hinder for at forvaltningsselskaper betaler for distribusjon, selv i tilfeller der distributøren viderefører honoraret til sluttkunde (andelseier). På bakgrunn av Finanstilsynets praktisering av regelverket, ser VFF likevel et behov for presisering av reglene for distribusjon.

5.4 Foreslått løsning

Kapittel 5.2 er tatt inn for å tydeliggjøre at dagens regelverk, slik VFF ser det, ikke rammer distribusjonsavtaler. Verdipapirfondforskriften bør likevel presiseres for å klargjøre dette. Det er etter vår vurdering ingen grunn til å begrense norske forvaltningsselskapers adgang til å inngå distribusjonsavtaler. Dersom det innføres særregler for norske forvaltere, vil utenlandske forvaltere fortsatt ha konkurransefortrinn, også i distribusjonsavtaler med norske distributører.

6. Plassering av nye bestemmelser

VFF mener at bestemmelser som regulerer forvaltningsselskapets disponering av egne inntekter hører hjemme i lovens kapittel 2, eventuelt i tilhørende forskrifter. Dette er en naturlig forlengelse av reglene om god forretningsskikk i verdipapirfondloven § 2-15 og en presisering av verdipapirfondforskriften § 2-32, som regulerer forvaltningsselskapets adgang til å yte eller motta vederlag fra andre enn fondet. Dette omfatter både rabatter og betaling av distribusjonshonorarer. Verdipapirfondloven § 2-15, sammen med verdipapirfondforskriften § 2-32, implementerer UCITS artikkel 14 om god forretningsskikk, utfyllt av kommisjonsdirektiv 2010/43/EU artikkel 29.

Dersom reglene plasseres i kapittel 4, som gjelder fondet, vil det stride med systematikken i loven. Det vil også skape utfordringer for tilsyn og regelanvendelse på tvers av jurisdiksjoner. Regler for forvaltningsselskapets virksomhet og drift skal etter UCITS artikkel 19 nr. 2 reguleres av hjemstaten til forvaltningsselskapet, mens reglene for rettsforholdet mellom fond og andelseier skal reguleres av fondets hjemstat, jf. UCITS artikkel 19 nr. 3 bokstav j.

Dersom presiserende regler om rabatt og distribusjon plasseres i kapittel 4, vil det skape uklarhet for norske forvaltningsselskaper som har fond etablert i andre jurisdiksjoner, som Sverige, Luxembourg eller Irland - slik flere allerede har gjort. VFF mener det er både uheldig og unødvendig å skape en slik usikkerhet. Verdipapirfondloven kapittel 2 med tilhørende forskrifter gjelder for norske forvaltningsselskaper, uavhengig av hvor fondene de forvalter er etablert.

7. Konkrete lovforslag

Basert på de ovennevnte vurderingene mener VFF at lovendringen bør inntas i verdipapirfondforskriften § 2-32, ettersom forslaget omhandler forvaltningsselskapets disponering av egen inntekt. Konkret foreslår VFF følgende ordlyd:

For rabattavtaler:

Verdipapirfondforskriften § 2-32 nytt tredje ledd skal lyde:

Første ledd er ikke til hinder for at forvaltningsselskapet inngår individuelt forhandlede rabattavtaler, innenfor rammene av god forretningsskikk. Ved rabattavtaler inngått i forbindelse med tegning av fondsandeler i andre jurisdiksjoner, skal det legges vekt på om avtalen er i samsvar med akseptert praksis i den aktuelle jurisdiksjonen.

For distribusjonsavtaler:

Verdipapirfondforskriften § 2-32 nytt fjerde ledd skal lyde:

Forvaltningsselskapets betaling for distribusjon omfattes ikke av begrensningene i denne bestemmelsen.

Med vennlig hilsen

Verdipapirfondenes forening - næringspolitikk



Christian Henriksen
adm. direktør (konstituert)