

# Investorbeskyttelse mot unødige kostnader

*En analyse av forbudet mot «unødige kostnader» i  
verdipapirfondforskriften  
§ 2-25 (1) nr. 4*

Kandidatnummer: 107

Antall ord: 34 596



JUS397 Masteroppgave  
Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

23. juni 2023



# Innholdsfortegnelse

<b>1</b>	<b>Introduksjon .....</b>	<b>5</b>
1.1	Tema, problemstilling og aktualitet .....	5
1.2	Rettslig plassering av emnet.....	10
1.2.1	Forbudets funksjon i det regulatoriske regimet for fond .....	10
1.2.2	Den EØS-rettslige dimensjonen til forbudet .....	14
1.2.3	I skjæringsfeltet mellom juss (regulering) og økonomi (markedsteori) .....	16
1.2.4	Forholdet til avtalerettslige regler om rimelighetssensur .....	17
1.3	Presiseringer og avgrensninger .....	19
1.3.1	Ulike typer investeringsstrukturer .....	19
1.3.2	UCITS-fond, nasjonale fond og spesialfond .....	20
1.3.3	Håndhevingsspørsmålet .....	21
1.4	Oversikt over fremstillingen .....	22
<b>2</b>	<b>Rettskildebildet og metodespørsmål .....</b>	<b>22</b>
2.1	Rettskildebildets karakter.....	22
2.2	Betydningen av forbudets EØS-rettslige dimensjon .....	25
2.2.1	Krav om EØS-konform fortolkning .....	25
2.2.2	Harmoniseringsgraden etter UCITS-regelverket.....	25
2.2.3	Det EØS-rettslige rettskildebildet – særlig om ESMA-praksis .....	26
<b>3</b>	<b>Om de ulike kostnadstypene andelseiere kan påføres .....</b>	<b>28</b>
3.1	Introduksjon .....	28
3.2	Generelt om kostnadsstrukturen fastsatt i verdipapirfondloven .....	29
3.3	Nærmere om de tre kostnadstypene .....	32
3.3.1	Forvaltningsgodtgjørelsen .....	32
3.3.2	Variable forvaltningskostnader .....	34
3.3.3	Tegnings- og innløsningskostnader.....	37
3.4	Oppsummering.....	38
<b>4</b>	<b>«Unødvige kostnader» som vurderingstema .....</b>	<b>39</b>
4.1	Ordlyden .....	39
4.2	Beste interesse-standard .....	42
4.2.1	Utgangspunkt .....	42
4.2.2	Forholdet mellom fondets og andelseiernes interesser .....	44
4.2.3	Hva går andelseiernes interesser ut på?.....	46
4.2.3.1	En avveining av tre typer interesser .....	46
4.2.3.2	Forskjeller i interesseavveiningen avhengig av kostnadstypen.....	49
4.2.3.3	Nærmere om interesseavveiningen ved vurderingen av forvaltningsgodtgjørelsen.....	53
4.3	Oppsummering.....	58
<b>5</b>	<b>Retningslinjer utledet fra praksis.....</b>	<b>58</b>
5.1	Finanstilsynspraksis .....	58
5.1.1	Generelt.....	58

5.1.2	Et krav om at forvaltningsgodtgjørelsen må ha en saklig begrunnelse?.....	59
5.1.3	Ingen krav til de variable forvaltningskostnadene? .....	64
5.1.4	Hva med tegnings- og innløsningskostnader? .....	65
5.1.5	Oppsummering .....	66
5.2	ESMA-praksis .....	66
5.2.1	Generelt .....	66
5.2.2	Klargjørende retningslinjer utledet fra tilsynsbrifingen .....	68
5.2.2.1	Konseptet «undue costs» .....	68
5.2.2.2	Kravet om konsistens mellom kostnadens funksjon og investeringsmålet .....	71
5.2.2.3	Kravet om at kostnaden ikke må forhindre oppfyllelsen av investeringsmålet av andre grunner .....	78
5.2.3	Særskilt om forslaget om presisering av forbudet mot «undue costs» i UCITS-direktivet .....	83
5.2.3.1	Generelt .....	83
5.2.3.2	Prøving av om kostnaden er kvalifisert («eligibility test») .....	83
5.2.3.3	Prøving av kostnadens størrelse («quantum»-testen).....	85
5.2.3.4	Forholdet til konsistenskravet og hindringskravet utviklet i tilsynsbrifingen .....	87
5.2.4	Kort om praksisens overføringsverdi til norsk rett, i lys av EØS-rettslige særtrekk .....	88
<b>6</b>	<b>Avsluttende merknader.....</b>	<b>89</b>
6.1	Behov for videre klargjøring .....	89
6.2	Særlig om forholdsmessighetsprøvingen av forvaltningsgodtgjørelsen .....	92
6.3	Utsyn til amerikansk rett .....	94
	<b>Kildeliste .....</b>	<b>99</b>
	Litteratur.....	99
	Norske lover og forskrifter .....	103
	Norske forarbeider.....	104
	Norske rettsavgjørelser.....	105
	Finanstilsynspraksis .....	106
	Bransjenormer .....	107
	EU/EØS-rettsakter.....	108
	Traktater .....	108
	Direktiver.....	108
	Forordninger .....	109
	Forarbeider til EØS-rettsakter .....	110
	Rettsavgjørelser fra EFTA-domstolen.....	110
	ESMA-praksis .....	110
	Utenlandske lover og forarbeider .....	111
	Amerikanske rettsavgjørelser .....	112
	Rapporter, tallmateriale og empiriske undersøkelser .....	112
	Avisartikler o.l.....	113
	Nettressurser.....	113



# 1 Introduksjon

## 1.1 Tema, problemstilling og aktualitet

Temaet for denne oppgaven er beskyttelsen andelseiere i verdipapirfond har mot å bli påført unødige kostnader av forvaltningsselskap. Verdipapirfond blir gjerne beskrevet som en såkalt «kollektiv investeringsstruktur».<sup>1</sup> Det vil si en faktisk og rettslig struktur som legger til rette for at investorer kan investere i finansielle instrumenter sammen.<sup>2</sup> Fondsstrukturen består kort fortalt av et fond som er oppbevart hos en uavhengig depotmottaker og underlagt profesjonell forvaltning av et forvaltningsselskap.<sup>3</sup> Fondet er en egen juridisk person,<sup>4</sup> hvor kapitalinnskudd fra investorene blir samlet til en felles formuesmasse og tilordnet fondet, mot at hver investor får utstedt fondsandeler tilsvarende verdien av innskuddet og blir andelseiere med rett til en ideell part av fondet.<sup>5</sup>

Hvilken avkastning andelseiere i verdipapirfond får på sine investeringer blir påvirket av mange faktorer.<sup>6</sup> En viktig faktor er kostnadene forbundet med å investere i det aktuelle fondet.<sup>7</sup> Den største kostnaden er forvaltningsgodtgjørelsen. Den skal dekke faste forvaltningskostnader. I tillegg kommer påslaget til forvaltningsselskapet, selve godtgjørelsen. Deretter kommer de variable forvaltningskostnadene. Disse består av transaksjonskostnader, skatter, renter på eventuelle låneopptak for fondet og tilleggskostnader

---

<sup>1</sup> Se Rosén (2015) s. 23 og 43 og Truyen (2006) s. 269–270. Se også Finanstilsynet, «Om verdipapirfond», sist oppdatert 11. november 2022, tilgjengelig på <https://www.finanstilsynet.no/tema/fintech/fintech-regelverk-og-konsesjon/verdipapirfond/> (sist besøkt 1. juni 2023) og VFF, «Den lille fondshåndboken», under «verdipapirfond». Tilgjengelig på <https://vff.no/fondshandboken/begreper#V> (sist besøkt 1. juni 2023).

<sup>2</sup> Ibid.

<sup>3</sup> Se vpfl. § 1-3, jf. § 10-1.

<sup>4</sup> Med «juridisk person» mener jeg en rettslig struktur med evne til å være rettssubjekt etter en eller flere rettsregler. Termen «upersonlig rettssubjekt» blir brukt synonymt med «juridisk person», se Stenvik (2010) s. 281. Se vpfl. § 1-2 (1) nr. 1 «[v]erdipapirfond (fond): selvstendig formuesmasse oppstått ved kapitalinnskudd fra en ubestemt krets av personer mot utstedelse av andeler i fondet og som for det vesentlige består av finansielle instrumenter og/eller innskudd i kredittinstitusjon.» Det fremgår av forarbeidene at med vilkåret «selvstendig formuesmasse har en ment å gi uttrykk for at fondet er et eget rettssubjekt», se Ot.prp. nr. 68 (1980–1981) Til § 1-1 og § 1-2. Rettssubjektiviteten er også fremhevet i forarbeidene til gjeldende lov, se Prop. 149 L (2010–2011) pkt. 2.1.1. Slik også HR-2020-475-A avsnitt 67, Rosén (2015) s. 42 og 48 og Truyen (2006) s. 294–296.

<sup>5</sup> Se vpfl. § 1-2 (1) nr. 1, jf. § 4-16. Se Kvalheim/Lund (2006) s. 36 for en oversiktfigur. For mer utførlig om fondsstrukturen, se Rosén (2015) s. 21–24 og Truyen (2006). Se også Morley (2014) for interessante perspektiver på fondsstrukturen i amerikansk rett med overføringsverdi til norsk rett.

<sup>6</sup> Se Baker m.fl. (2015) s. 349–363 for en bred fremstilling av relevante faktorer. Se også Amunga (2015) s. 18–27.

<sup>7</sup> Se for eksempel Fisch/Wilkinson-Ryan (2014) s. 620: «Studies strongly suggest that, of the information available to retail investors, fund expenses are the best predictor of future returns and that lower expenses are correlated with higher returns.»

som er nødvendige for å ivareta andelseierinteressen på beste måte. Fellestrekket ved forvaltningsgodtgjørelsen og de variable kostnadene, er at disse formelt påløper indirekte for andelseierne gjennom eierandelene i fondet. Til slutt kommer tegnings- og innløsningskostnader.<sup>8</sup> Disse blir andelseierne belastet direkte i forbindelse med tegningen og innløsninger av fondsandeler. Samlet reduserer disse kostnadene avkastningen på fondsinvesteringen betydelig over tid.<sup>9</sup>

Det er likevel ikke til å komme utenom at forvaltningsselskaper må pådra andelseiere kostnader ved forvaltningen av verdipapirfond. Fondet må ikke bare betale for å gjøre transaksjoner og opptre utad som en egen juridisk person. Forvaltningsselskaper må også få dekket sine utgifter forbundet med etableringen og forvaltningen av fondet. I tillegg må forvaltningsselskaper kunne beregne seg en godtgjørelse som gjør virksomheten profitabel, ikke bare fordi det er rimelig, men også for å ha tilstrekkelig med insentiver til å opprettholde et velfungerende fondsmarked.

At det vil påløpe kostnader som reduserer avkastningen betydelig på overtid, gjør ikke verdipapirfond til en dårlig investering. Fondsinvestorer oppnår ofte svært god langsiktig avkastning, også etter kostnader. Kostnadenes betydning tilsier imidlertid at det er i andelseiernes interesse å bli påført større kostnader enn det som er nødvendig og ellers akseptabelt. Derfor er det problematisk, at fondsforvaltning som en tillitsbasert finansiell tjeneste, kombinert med informasjonsasymmetrier og ujevne styrkeforhold mellom andelseiere og forvaltningsselskaper og uheldige tredjepartskoblinger, kan gi forvaltningsselskaper økonomiske insentiver for å påføre andelseiere uakseptabelt høye kostnader.

Samlet sett trengs det derfor et regelverk som sikrer at forvaltningsselskaper på den ene siden kan få dekket sine utgifter og ha tilstrekkelig med insentiver for å opprettholde et velfungerende fondsmarked, samtidig som andelseiere på den andre siden ikke blir påført unødvendige eller av andre grunner uakseptable kostnader av forvaltningsselskapet. En slik

---

<sup>8</sup> Se nærmere om kostnader i kapittel 3.

<sup>9</sup> Se Pozen m.fl. (2015) s. 105–106 og Fisch (2010) s. 1993. Se også ESMA (2023) s. 10, hvor betydningen blir illustrert med et regneeksempel. Tilgjengelig på [esma50-165-2357-esma-statistical-report-on-costs-and-performance-of-eu-retail-investment-products.pdf](https://esma50-165-2357-esma-statistical-report-on-costs-and-performance-of-eu-retail-investment-products.pdf) (europa.eu) (sist besøkt 21. juni 2023). Lignende også [https://www.sec.gov/investor/alerts/ib\\_fees\\_expenses.pdf](https://www.sec.gov/investor/alerts/ib_fees_expenses.pdf), samt <https://www.finansportalen.no/pensjon/slik-spiser-forvaltningsgebyrer-av-din-pensjon/> (sist besøkt 1. juni 2023).

investorbeskyttende regulering, vil bidra til et velfungerende fondsmarked, hvor andelseiere kan oppnå god langsiktig avkastning, samtidig som forvaltningsselskaper kan drive profitabel virksomhet og fondsmarkedet allokerer kapital til samfunnsnyttige prosjekter med finansieringsbehov.<sup>10</sup>

Behovet for andelseierbeskyttelse mot uakseptable kostnader, stod sentralt ved etableringen av det gjeldende regulatoriske regimet for verdipapirfond. Et resultat er verdipapirfondloven § 2-15 om god forretningsskikk, hvor det stilles krav om at forvaltningsselskaper skal opptre i samsvar med «god forretningsskikk» og «påse at verdipapirfondenes og andelseiernes interesser [...] ivaretas på beste måte», se vpfl. § 2-15 (1) og (2).<sup>11</sup> Kravet er en rettslig standard som gjelder for hele virksomheten til forvaltningsselskaper, blant annet kjernevirksomheten, som er etablering og forvaltning av verdipapirfond.<sup>12</sup> Standarden pålegger forvaltningsselskaper plikter og setter med det grenser for handlefriheten ved utøvelsen av virksomheten.

I verdipapirfondforskriften § 2-25 er det, med hjemmel i vpfl. § 2-15 (4), oppstilt noen mer presise grenser for hvilke kostnader forvaltningsselskaper kan belaste andelseiere i verdipapirfond.<sup>13</sup> Presiseringen følger av vpff. § 2-25 (1) nr. 4:

«Forvaltningsselskapet plikter å handle i verdipapirfondets og andelseiernes beste interesse ved at det [...] ikke påfører verdipapirfondet og andelseierne *unødige kostnader*» (min kursiv).

Dette forbudet mot unødige kostnader<sup>14</sup> reiser flere interessante spørsmål om både tolkningen og håndhevingen av bestemmelsen, men denne oppgaven er avgrenset mot håndhevingssiden.<sup>15</sup> Den grunnleggende utfordringen på tolkningssiden er at vilkåret «unødige kostnader» oppstiller et vagt vurderingstema. Vagheten gjør det vanskelig å

---

<sup>10</sup> Se nedenfor om allokeringsfunksjonen.

<sup>11</sup> Lov 11. november 2011 nr. 44 om verdipapirfond (verdipapirfondloven – vpfl).

<sup>12</sup> Se Ot.prp. nr. 15 (1993–1994) s. 38: «Det innføres en rettslig standard om at forvaltningsselskapet pliker å opptre i samsvar med god forretningsskikk», jf. Prop. 149 L (2010–2011) Til § 2-15, jf. pkt. 5.4.

<sup>13</sup> Forskrift 21. desember 2011 nr. 1467 til verdipapirfondloven (verdipapirfondforskriften – vpff.).

<sup>14</sup> Bestemmelsen er formulert positivt som en plikt, men virkningen av plikten er at den forbyr forvaltningsselskaper å belaste andelseiere unødige kostnader. For språklig flyt og enkelthet vil jeg heretter omtale vpff. § 2-25 (1) nr. 4 som forbudet mot unødige kostnader i kortform, uten at det er ment å legge noen føringer for innholdet av bestemmelsen.

<sup>15</sup> Se nærmere i pkt. 1.3.3.



identifisere både rammene for og innholdet i vurderingen av hva som utgjør «unødige kostnader». Hovedproblemstillingen for denne oppgaven er derfor følgende:

Hva er rammene for og innholdet i vurderingen av hva som utgjør «unødige kostnader» etter verdipapirfondforskriften § 2-25 (1) nr. 4?

Dette er en problemstilling som angår store deler av befolkningen, fordi verdipapirfond har utviklet seg til å bli svært populære<sup>16</sup> Den har også naturligvis betydning for forvaltningsselskapene, sett i lys av at reguleringen av kostnader, utgjør et sentralt rammevilkår for fondsvirksomheten. Problemstillingen har også en bredere samfunnsmessig betydning. Fondsmarkedet utøver en viktig samfunnsfunksjon, ved at det omfordeler finansiell risiko og allokterer overskuddskapital i befolkningen til samfunnsnyttige prosjekter med finansieringsbehov.<sup>17</sup> En forutsetning for utøvelsen av denne funksjonen, er at allmennheten har tillit til fond som et egnet langsiktig spare- og investeringsalternativ. Sett i lys av kostnadenes betydning for avkastningen, er det rimelig å anta at beskyttelsen mot unødige kostnader, er viktig for tilliten til fondsmarkedet.<sup>18</sup>

Problemstillingen har fått oppmerksomhet blant de nasjonale og europeiske tilsynsmyndighetene på fondsområdet i EØS. Siden 2020 har både Finanstilsynet og Den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndigheten («European Securities and Markets Authority – ESMA») hatt problemstillingen på dagsorden.<sup>19</sup> Finanstilsynet har uttalt seg om tolkningen av vilkåret «unødige kostnader» i flere sammenhenger, understreket viktigheten av å etterleve forbudet, gitt kritikk for manglende rutiner hos forvaltningsselskapene for å sikre etterlevelse av forbudet og avdekket brudd på forbudet. ESMA har avgitt tolkningsuttalelser om forbudet mot «undue costs» fra EØS-retten,<sup>20</sup> som forbudet mot unødige kostnader i verdipapirfondforskriften § 2-25 (1) nr. 4, skal gjennomføre i norsk rett.<sup>21</sup> ESMA har også

---

<sup>16</sup> Ved utgangen av 2022 var det plassert hele 1660 milliarder kroner i verdipapirfond, hvor 345 mrd. var fra norske personkunder, 886 mrd fra norske institusjonskunder, 315 mrd fra pensjonsmidler med fondsvalg, sml. med 114 mrd fra utenlandske investorer, se [Markedsstatistikk siste måned - Verdipapirfondenes forening \(vff.no\)](https://vff.no) under «Nøkkeltall» (sist besøkt 1. juni 2023). Undersøkelser viser også at opp mot halvparten av den norske befolkningen har investeringer i verdipapirfond, se <https://vff.no/news/2022/ny-undersokelse-rekordhoy-andel-nordmenn-som-har-penger-plassert-i-aksjefond> (sist besøkt 1. juni 2023).

<sup>17</sup> Se Rosén (2015) s. 23–24 om allokeringfunksjonen til fondsmarkedet.

<sup>18</sup> Se Rosén (2015) s. 124 om koblingen mellom investorbeskyttelse, tillit og et velfungerende fondsmarked.

<sup>19</sup> Frem til 2020 har jeg ikke funnet noen uttalelser fra de norske og europeiske tilsynsmyndighetene om forbudet mot unødige kostnader.

<sup>20</sup> Se pkt. 2.3.

<sup>21</sup> Se pkt. 1.2.2 nedenfor om den EØS-rettslige dimensjonen til forbudet.

iverksatt og ledet gjennomføringen av en felles nasjonal tilsynsaksjon om etterlevelsen av forbudet innenfor EØS.<sup>22</sup>

I sluttrapporten etter den nasjonale tilsynsaksjonen, konkluderer ESMA med at det vil være behov for tilsyn og håndheving av forbudet fremover.<sup>23</sup> Tilsyn med kostnadsnivået i fondsmarkedet er i den sammenheng fastsatt som en overordnet og viktig målsetning for ESMA i årene fremover.<sup>24</sup> Dette har blitt fulgt opp av Finanstilsynet i etterkant av tilsynsaksjonen.<sup>25</sup> Samtidig har det vist seg at både nasjonale tilsynsmyndigheter og fondsbransjen, synes at vilkåret «unødige kostnader» har et uklart innhold. Det medfører at det fremdeles oppleves som utfordrende å sikre etterlevelse av forbudet i praksis, til tross for ESMAAs arbeid med å klargjøre forbudets innhold.<sup>26</sup>

Mot denne bakgrunnen synes det å være behov for rettsdogmatiske analyser av hva som utgjør «unødige kostnader», som kan bidra til å gi tilsynsmyndigheter, bransjeaktører, investorer og tvisteløserne en klarere og mer enhetlig forståelse av vilkåret.<sup>27</sup> Den eksisterende litteraturen på fondsområdet inneholder ingen slike analyser, til tross for emnets aktualitet og store betydning for investorbeskyttelsen til fondsinvestorer. Siktemålet med denne oppgaven er å bidra til klargjøringen av hvordan unødige kostnader skal tolkes.

Før jeg går i gang med selve analysen av vilkåret «unødige kostnader», er det behov for å klargjøre den rettslige plasseringen til forbudet mot unødige kostnader (pkt. 1.2) og rammene for analysen (pkt. 1.3), samt gi en oversikt over den videre fremstillingen (pkt. 1.4).

---

<sup>22</sup> For bakgrunnsinformasjon om tilsynsaksjonen, se <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-launches-common-supervisory-action-ncas-supervision-costs-and-fees-ucits>, publisert 6. januar 2021 og <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-identifies-costs-and-performance-and-data-quality-new-union-strategic>, publisert 13. november 2020 (sist besøkt 1. juni 2023).

<sup>23</sup> Ibid.

<sup>24</sup> Ibid.

<sup>25</sup> Se pkt. 4.3.2.

<sup>26</sup> Se [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-45-1673\\_final\\_report\\_on\\_the\\_2021\\_csa\\_on\\_costs\\_and\\_fees.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-45-1673_final_report_on_the_2021_csa_on_costs_and_fees.pdf) (sist besøkt 1. juni 2023), på s. 9–10 og 17.

<sup>27</sup> En «rettsdogmatisk analyse» kan defineres som en systematisk, selvstendig og etterprøvbar fremstilling av gjeldende rett i samsvar med vanlig juridisk metode, se Aarli/Mæhle (2018) s. 112. Graver (2008) s. 167 definerer «vanlig juridisk metode» slik: «Man forholder seg til rettskildedefaktorene, avgjør hvilken relevans de har, diskuterer hvilke slutninger de gir grunnlag for, og foretar en avveining av hvilke hensyn som alt i alt har mest for seg». Se Mæhle (2004) og Askeland (2013) for mer om rettsdogmatikk. Se også Horn (2017) kap. 3 om grensen mot rettspolitikk.

## 1.2 Rettslig plassering av emnet

### 1.2.1 Forbudets funksjon i det regulatoriske regimet for fond

Gjennom verdipapirfondloven og den tilhørende verdipapirfondforskriften er det etablert et omfattende regulatorisk regime for verdipapirfond.<sup>28</sup> Regimet stiller krav om tillatelse for å drive verdipapirfondsvirksomhet,<sup>29</sup> angir detaljerte regler for etableringen og forvaltningen av verdipapirfond<sup>30</sup> og etablerer et tilsyns- og håndhevingsregime for å sikre etterlevelse av regelverket.<sup>31</sup> Det verdipapirrettslige regimet har nasjonale særtrekk, men er i stor grad et resultat av det EØS-rettslige regelverket om Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive (UCITS), som staten er forpliktet til å gjennomføre i norsk rett.<sup>32</sup>

Av forarbeidene fremgår det at et «viktig hensyn i reguleringen av verdipapirfond er å beskytte andelseierne, slik at sparing og investering gjennom fond kan være et egnet alternativ særlig for forbrukere og andre ikke-profesjonelle investorer».<sup>33</sup> Lovgiver har benyttet seg av flere regulatoriske virkemidler for å beskytte andelseiere mot unødige kostnader i samsvar med dette grunnhensynet. Samlet kan disse omtales som «kostnadsrelaterte virkemidler».<sup>34</sup> Ved å se forbudet i sammenheng med de øvrige kostnadsrelaterte virkemidlene, blir forbudets funksjon tydeligere. Det vil igjen gi bedre forutsetninger for å klargjøre tolkningen av «unødige kostnader» i oppgavens kapittel 4 og 5.

Et viktig kostnadsrelatert organisatorisk virkemiddel, er plikten forvaltningsselskaper har til å ha et styre, hvor minst en tredjedel av styremedlemmene er andelseiervalgte, se vpfl. § 2-6 (2). De andelseiervalgte styremedlemmene skal være uavhengige av forvaltningsselskapet, se § 2-7 (3). Og sammen med resten av ledelsen i selskapet, skal de andelseiervalgte styremedlemmene ha den nødvendige kompetansen for å forvalte fondsvirksomheten i samsvar med gjeldende regulatoriske krav, se § 2-7 (2).

---

<sup>28</sup> Se Rosén (2015) for en generell fremstilling av fondsregimet. Se Prop. 149 L (2010–2011) pkt. 2.1.1 for en kortere oversikt.

<sup>29</sup> Se vpfl. § 2-1.

<sup>30</sup> Se vpfl. kap. 2, 4, 6, 7 og 8.

<sup>31</sup> Se vpfl. kap. 11.

<sup>32</sup> Se Prop. 149 L (2010–2011) pkt. 3.1 sml. 3.2 og Prop. 154 L (2015–2016) pkt. 2.1.

<sup>33</sup> Se Prop. 149 L (2010–2011) s. 11.

<sup>34</sup> Lignende terminologi er brukt av ESMA, se tilsynsbrifingen s. 4 avsnitt 2 flg., hvor forbudet mot unødige kostnader omtalt som en «cost-related provision».

De andelseiervalgte styremedlemmene kan bidra til å unngå at andelseierne blir påført unødige kostnader på flere måter. For det første har de andelseiervalgte styremedlemmene ikke bare kompetanse, men også en plikt, til å blokkere endringer av kostnadsbestemmelser i fondenes vedtekter, dersom endringene ikke er i andelseiernes beste interesse, se vpfl. § 4-14 (1), jf. § 2-15 (1) og (2). For det andre har de andelseiervalgte styremedlemmene en tilsvarende vetorett og plikt til å bruke denne, dersom disse er av den oppfatningen at det ikke vil være i andelseiernes interesser at forvaltningsselskapet iverksetter tiltak som pådrar fondet ekstraordinære tilleggs kostnader, se vpfl. § 4-6 (2), jf. (1), jf. § 2-15 (1) og (2). For det tredje er det nærliggende at de andelseiervalgte styremedlemmene har et ekstra fokus på å sikre at andelseiernes interesser blir ivaretatt, ved fastsettelsen av forvaltningsgodtgjørelsen og ved kontrollen av kostnadsstyringen i fondet.<sup>35</sup>

Et annet og helt sentralt virkemiddel, er informasjonskrav som skal sikre investorer transparent og riktig informasjon om kostnadene forbundet med investering i det aktuelle fondet, slik at investorer kan treffe veloverveide investeringsbeslutninger, se vpfl. § 8-2 (1), jf. § 8-3. Forvaltningsselskaper skal utarbeide vedtekter og prospekt for alle verdipapirfond, samt nøkkelinformasjon for UCITS-fond, se vpfl. §§ 4-4, 8-2, 8-3. Prospektet med vedtektene vedlagt og nøkkelinformasjonen skal tilgjengeliggjøres vederlagsfritt for investorer, før det åpnes for tegning i fondet, se vpfl. §§ 8-2 og 8-4.

I vedtektene skal forvaltningsselskapet angi hvilken forvaltningsgodtgjørelse det skal ha fra andelseierne, grunnlaget for beregningen av denne og fordelingen mellom ulike andelsklasser i fondet, se vpfl. § 4-4 (1) nr. 4 og 5. Vedtektene skal også angi hvilke av kostnadene nevnt i § 4-6 (1) forvaltningsselskapet kan kreve dekket av fondet jf. § 4-4 (1) nr. 4. I tillegg skal vedtektene angi hvilke tegnings- og innløsningskostnader som kan påløpe, se vpfl. § 4-4 (1) nr. 6. Prospektet skal inneholde informasjon om de maksimale kostnadene fondet kan bli belastet, se vpfl. § 8-2 (1), se vpff. § 8-1 (1) nr. 2 bokstav m). Nøkkelinformasjonen skal inneholde oversiktlig informasjon om kostnader og tilknyttede gebyrer, se § 8-3 (2).

---

<sup>35</sup> Om de andelseiervalgte styremedlemmene har et generelt strengere rettslig ansvar for å ivareta andelseierinteresse, er derimot usikkert. Styret har nemlig generelt et ansvar for at andelseierinteressen blir ivaretatt på beste måte, jf. vpfl. § 2-15 (2). Se også Rosén (2015) s. 90, som generelt legger til grunn at «[d]e andelseiervalgte styremedlemmene har formelt sett samme myndighet og ansvar som øvrige styremedlemmer». Jeg går ikke nærmere inn på spørsmålet om styreansvar i denne oppgaven.

Samlet fastsetter denne investorerinformasjonen rammer for hvilke kostnader forvaltningsselskapet kan belaste andelseierne i fondet. Forvaltningsselskapet må holde seg innenfor disse ved forvaltningen av fondet, se vpfl. § 2-15 (1). Disse rammene kan ikke endres uten gjennom vedtektsendringer godkjent av de andelseiervalgte styremedlemmene i forvaltningsselskapet jf. ovenfor, og et kvalifisert andelseierflertall på et andelseiermøte, se vpfl. § 4-17. Forvaltningsselskapet kan for eksempel ikke belaste mer enn 1% i forvaltningsgodtgjørelse, dersom det er oppgitt at det vil påløpe «maksimalt 1%» i godtgjørelse i investorerinformasjonen.<sup>36</sup> Tilsvarende om det blir opplyst at det kan påløpe tegnings- og innløsningskostnader «maksimalt 0,5%».<sup>37</sup> Siden de variable forvaltningskostnadene vanligvis ikke blir fastsatt som en prosentsats, blir rammen for disse reguleringen av dem i vpfl. § 4-6 (1) nr. 1 til 4.<sup>38</sup> Informasjonsregimet og kravene til endringer gjør det mulig for investorer å sammenligne og være kostnadsbevisste ved valg av fond.

Ved siden av disse prekontraktuelle informasjonspliktene, har forvaltningsselskaper også plikt til å gi andelseiere jevnlige rapporter om utviklingen til fondet, herunder hvilke kostnader som påløper. Det skal gjøres gjennom års- og halvårsrapporter, se vpfl. § 8-1. I tillegg anbefaler Verdipapirfondenes Forening (VFF)<sup>39</sup> at forvaltningsselskaper minimum årlig gir andelseiere en individualisert kostnadsrapport.<sup>40</sup> Rapporten skal gi oversikt over alle kostnader som er påløpt for andelseieren gjennom investeringen i fondet.<sup>41</sup> Disse rapportene skal gjøre det mulig for andelseierne å evaluere og sammenligne fondets resultater med øvrige fond i markedet. Den vidtrekkende tegnings- og innløsningsretten medfører at andelseiere kan bytte

---

<sup>36</sup> Bransjeanbefalingen fra VFF er at forvaltningsselskaper fastsetter forvaltningsgodtgjørelsen som en prosentvis andel av forvaltningskapitalen. Det er åpent for noe fleksibilitet ved at den kan fastsettes som enten «[x] prosent pro anno» eller [maksimalt [x] prosent pro anno], se <https://vff.no/storage/Bransjenormer/Bransjeanbefalinger/Vedtekter-verdipapirfond/Bransjeanbefaling-anbefalte-vedtekter-for-verdipapirfond-oppdater-februar-2023.pdf> § 5 Kostnader (sist besøkt 22. juni 2023).

<sup>37</sup> Bransjeanbefalingen fra VFF er at et innløsnings- og tegningsgebyr fastsettes som en «inntil [x] prosent» av tegnings- og innløsningsbeløpet, mens det om svingprising tas inn en henvisning til mer utfyllende informasjon i prospektet, se anbefalingen lenket ovenfor § 6 om Tegning og innløsning av andeler.

<sup>38</sup> Se bransjeanbefalingen om vedtekter § 5, jf. lenke ovenfor.

<sup>39</sup> VFF er en interesseorganisasjon for forvaltningsselskaper og andre kapitalforvaltere. Inntrykket er at organisasjonen er en seriøs aktør som arbeider for at verdipapirfond skal være et attraktivt sparealternativ for den norske befolkningen, samt at det norske kapitalmarkedet skal være konkurransedyktig. Den fører markedsstatistikk, utarbeider bransjenormer, engasjerer seg i regelverksutviklingen på området og formidler generelt informasjon om fond, ved siden av å bistå sine medlemmer. Se nærmere om VFF på <https://vff.no/om-vff-vedtekter> (sist besøkt 1. juni 2023).

<sup>40</sup> Se VFF, *Individualisert kostnadsrapportering til andelseiere i verdipapirfond*, 2019. Tilgjengelig på <https://vff.no/storage/Bransjenormer/Bransjeanbefalinger/Bransjeanbefaling-Individualisert-kostnadsrapportering.pdf> (sist besøkt 5. januar 2023).

<sup>41</sup> Ibid.

til et annet fond, dersom vedkommende opplever det slik at fondet blir påført unødige kostnader av forvaltningsselskapet.

I tillegg har forvaltningsselskaper også en streng opplysningsplikt overfor Finanstilsynet, se vpfl. § 11-3. Den innebærer kort sagt at selskapene skal gi Finanstilsynet «de opplysninger som kreves om forhold som gjelder selskapets virksomhet», se vpfl. § 11-3 (1) første punktum. Rekkevidden til plikten må ses i sammenheng med at Finanstilsynet har ansvaret for å sikre at forvaltningsselskaper etterlever reglene i verdipapirfondloven og regler gitt i medhold av den, blant annet forbudet mot unødige kostnader, se vpfl. § 11-2. For å utføre tilsynsrollen effektivt, må Finanstilsynet enkelt kunne skaffe seg tilgang til alle relevante opplysninger.

Et tredje viktig virkemiddel, er de ulike kontroll- og håndhevingsmekanismer som skal sikre etterlevelse av de kostnadsrelaterte pliktene. Forvaltningsselskaper har plikt til å etablere interne retningslinjer, ha et styre, en uavhengig regelverksetterlevelsfunksjon («compliance») og internrevisjon, som sammen skal kontrollere regelverksetterlevelsen, se vpfl. §§ 2-11, jf. vpff. §§ 2-10 og 2-11. Finanstilsynet skal føre offentligrettslig kontroll med etterlevelsen av regelverket og håndheve brudd på forbudet ved bruk av administrative tiltak og sanksjoner, se vpfl. § 11-1 og §§ 11-4 til 11-6.<sup>42</sup> Ved brudd på forbudet, kan Finanstilsynet gi forvaltningsselskapet pålegg om retting, ilegge et overtredelsesgebyr og tilbakekalle av tillatelsen selskapet har til å drive fondsvirksomhet. Pliktbrudd kan også utløse straffansvar, se vpfl. § 11-7. Sikring av de kostnadsrelaterte pliktene kan også skje gjennom at fondet eller andelseier direkte, gjør gjeldende privatrettslige krav mot forvaltningsselskapet for tap oppstått som følge av eventuelle pliktbrudd. Denne typen krav kan tenkes å kunne bli forankret i erstatningsbestemmelsen i vpfl. § 11-1, samt alminnelige kontraktsrettslige og andre formuerettslige regler.<sup>43</sup> Samlet skal disse mekanismene sikre at de kostnadsrelaterte pliktene også beskytter andelseierne mot unødige kostnader i praksis, ikke bare på papiret.<sup>44</sup>

---

<sup>42</sup> Se også finanstilsynsloven § 1 første ledd nr. 21.

<sup>43</sup> I TOSLO-2016-105341-2 som ledet frem til HR-2020-475-A, anførte eksempelvis andelseierne både krav om erstatning etter vpfl. § 11-1, prisavslag etter obligasjonsrettslige prinsipper og tilbakesøkning etter læren om *condictio indebiti* som grunnlag for tilbakesøkningskravet, se

<sup>44</sup> ESMA har fremhevet viktigheten av å ilegge forvaltningsselskaper offentligrettslige sanksjoner og sikre at andelseiere blir kompensert fullt ut for tap oppstått ved brudd på forbudet, se tilsynsbrifingen s. 8–9, sluttrapporten s. 22 og lovendringsforslaget s. 11–13.

Funksjonen til forbudet mot unødige kostnader er å oppstille nærmere grenser for hvilke kostnader forvaltningsselskaper kan belaste andelseiere. De øvrige reglene sikrer hovedsakelig indirekte beskyttelse gjennom krav til organiseringen av virksomheten og informasjon om kostnader. Et unntak er riktignok de ytre rammene den kostnadsrelaterte investorinformasjonen oppstiller for hvilke kostnader forvaltningsselskaper kan belaste. Disse rammene er imidlertid ikke tilstrekkelig til å sikre effektiv investorbeskyttelse mot unødige kostnader alene, ettersom det er forvaltningsselskapet selv om fastsetter dem ved etableringen av fondet. Det hjelper lite for andelseiere at forvaltningsselskapet ikke kan belaste høyere kostnader enn det som følger av investorinformasjonen, dersom forvaltningsselskapet benytter sin posisjon som tilbyder av verdipapirfond og det vanligvis skjeve styrkeforholdet mellom partene, til å fastsette uakseptable kostnadsvilkår i investorinformasjonen. Forbudet mot unødige kostnader skiller seg tydelig fra dette ved at grensen som blir oppstilt – «unødige kostnader» – ligger fast, uavhengig av hvilke kostnader forvaltningsselskapet selv skulle ønske å belaste.<sup>45</sup> Samlet gir dette forbudet en distinkt og viktig funksjon i den delen av det regulatoriske fondsregimet som skal sikre investorbeskyttelse.

## 1.2.2 Den EØS-rettslige dimensjonen til forbudet

Forbudet mot unødige kostnader ble inntatt i verdipapirfondforskriften for å gjennomføre Kommissjonsdirektiv 2010/43/EU art. 22 nr. 4,<sup>46</sup> som en del av Norges EØS-rettslige forpliktelser på fondsområdet.<sup>47</sup> Kommissjonsdirektivet inngår som en del av det større regelverket for UCITS. UCITS-regimet ble etablert ved direktiv 1985/611/EØF (UCITS I) med siktemål om å etablere et indre fondsmarked innenfor EØS.<sup>48</sup> Etableringen innebar en

---

<sup>45</sup> Om forbudet mot unødige kostnader er absolutt i avtale- og kontraktsrettslig sammenheng, altså at det ikke gyldig kan fravikes ved avtale, er derimot et komplisert spørsmål. Utformingen til forbudet, beskyttelsesformålet og forvaltningsoppdragets karakter kan tilsi ufravikelighet, men det kan tenkes mothensyn, blant annet negative virkninger av å bruke ugyldighet som sanksjon. Spørsmålet faller på siden av emnet, og vil derfor ikke bli behandlet her. For mer om hvilke grenser regulatoriske adferdskrav setter for kontraktsfriheten, se Færstad (2021) s. 229 og Hauge (2015).

<sup>46</sup> Se Finanstilsynet, Forskrifter til verdipapirfondloven: Arbeidsgrupperapport, 26. januar 2011, s. 35 og 48. Tilgjengelig på [https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fin/fma/horingsnotat/forskrifter\\_til\\_verdipapirfondloven.pdf](https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fin/fma/horingsnotat/forskrifter_til_verdipapirfondloven.pdf) (sist besøkt 1. juni 2023).

Den engelske språkversjonen av art. 22 nr. 4 lyder slik: «Member States shall require management companies to act in such a way as to prevent *undue costs* being charged to the UCITS and its unit-holders» (min kursiv).

<sup>47</sup> Se EØS-avtalen, Vedlegg IX Finansielle tjenester ii) Foretak for kollektiv investering i verdipapirer. Tilgjengelig på <https://lovdata.no/dokument/NLX2/avtale/avt-1992-05-02-1-v9> (sist besøkt 1. juni 2023).

<sup>48</sup> Se fortalen første til tredje avsnitt. Siktemålet springer ut av det som siden starten har vært og fremdeles er det overordnede målet med EU- og EØS-samarbeidet: Å etablere et felles indre marked basert på en tanke om at et

videreutvikling av fondsreguleringen utarbeidet av Europarådet og OECD på starten av 1970-tallet.<sup>49</sup> Dette modellregelverket bidro til utvikling og harmonisering av reguleringen av det europeiske fondsmarkedet, men måtte videreutvikles for å realisere det ambisiøse EU-prosjektet om et indre kapitalmarked.<sup>50</sup> Dagens UCITS-regime erstatter UCITS I-direktivet med tilhørende endringsdirektiver som et ledd i videreutviklingen av det indre fondsmarkedet.<sup>51</sup>

Dagens UCITS-regime er utarbeidet i samsvar med den såkalte «Lamfalussy-prosedyren».<sup>52</sup> Prosedyren går ut på reguleringen av et område består av rettsakter som skal fungere på ulike nivåer: Det skal etableres et eller flere direktiv som trekker opp de ytre regulatoriske rammene på området, et såkalt «rammedirektiv» (nivå 1). De ytre regulatoriske rammene skal så presiseres gjennom utfyllende bestemmelser (nivå 2). Disse reglene skal igjen gi grunnlaget for nødvendige tekniske presiseringer (nivå 3) og sikre tilsyn med medlemsstatenes gjennomføring og håndheving av regelverket (nivå 4).

Direktiv 2009/65/EU om Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) med tilhørende endringsdirektiver, er rammedirektivet på UCITS-området. Det grunnleggende formålet med direktivet er at det indre fondsmarkedet skal gi bedre langsiktig avkastning for investorer og økt økonomisk velstand for hele samfunnet som følge av økt konkurranse og bedre kapitaltilgang for næringslivet.<sup>53</sup> Formålet inngår som en del av den større satsingen innenfor EU gjennom kapitalmarkedsunionen («Capital Markets Union – CMU») som skal sikre fullførelsen av det indre kapitalmarkedet.<sup>54</sup> UCITS-direktivet skal bidra ved å styrke effektiviteten og stabiliteten i fondsmarkedet gjennom bedre ordninger for

---

slikt marked vil gi økt velferd og trygghet for medlemsstatene og deres borgere, se TEU art. 3 (3) og art. 26 TFEU og EØS-avtalen art. 1 nr. 1. Den såkalte «Segré-rapporten» fra 1966 har vært bærebjelken i utviklingen av det indre kapitalmarkedet. Tilgjengelig på <http://aei.pitt.edu/31823/> (sist besøkt 1. juni 2023). For en grundig redegjørelse for utviklingen av det indre kapitalmarkedet innenfor EØS, se Moloney (2014) s. 8–47. For en kortversjon, se NOU 2017: 1 pkt. 1.3.1.1.

<sup>49</sup> Se Ot.prp. nr. 68 (1980–1981), Vedlegg 1, for en oversikt over regelverket.

<sup>50</sup> Se fortalen avsnitt 2, 3 og 8. Se også Commission, *Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds*, (2005) nr. 314, s. 3.

<sup>51</sup> Endringsdirektiv 2001/107/EF (UCITS II) og endringsdirektiv 2001/108/EF (UCITS III). For en historisk oversikt over utviklingen av UCITS-regimet, se Rosén (2015) s. 31–37 og Alshaleel (2016) punkt 2.

<sup>52</sup> Se Myklebust (2011) s. 79–80. Se også Visscher m.fl. (2008) for mer om bakgrunnen for etableringen og en evaluering av prosedyren som regulatorisk verktøy.

<sup>53</sup> Se Moloney (2014) s. 9–10 og Moloney (2010) s. 5–6.

<sup>54</sup> Se mer om CMU-arbeidet på [https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union\\_en](https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union_en) (sist besøkt 1. juni 2023).



grenseoverskridende virksomhet og mer effektiv investorbeskyttelse enn de tidligere direktivene.<sup>55</sup>

UCITS-direktivet oppstiller et overordnet krav om at forvaltningsselskaper må opptre i samsvar med «the best interest of the UCITS it manages», se art. 14. Dette er en generell standard, som Kommisjonen ble pålagt å presisere gjennom utfyllende nivå 2-regler om god forretningsskikk, se art. 14 nr. 2. I samsvar med sine forpliktelser vedtok Kommisjonen utfyllende regler om god forretningsskikk i Kommisjonsdirektiv 2010/43, blant annet forbudet mot «undue costs», slik det fremgår av art. 22 nr. 4. Denne EØS-rettslige bakgrunnen gir forbudet mot unødige kostnader en EØS-rettslig dimensjon, som det er nødvendig å hensynta i analysen. Jeg ser nærmere på metodespørsmål knyttet til EØS-dimensjonen i kapittel 2 og kommer tilbake til dens implikasjoner for tolkningen av forbudet i kapittel 4 og 5.

### **1.2.3 I skjæringsfeltet mellom juss (regulering) og økonomi (markedsteori)**

Klargjøringen av «unødige kostnader» reiser kompliserte spørsmål i skjæringsfeltet mellom juss og økonomi. Forbudet er et uttrykk for at mekanismene i fondsmarkedet har svakheter som må imøtekommes gjennom beskyttende regulering. Ved å oppstille grenser for hvilke kostnader forvaltningsselskaper kan belaste andelseiere, medfører forbudet at partene blir påførte såkalte «regulatoriske kostnader».<sup>56</sup> En grunnleggende utfordring ved tolkningen av forbudet, blir derfor å avveie fondsmarkedets evne til å drive selvregulering av kostnadsnivået og behovet supplerende regulatorisk beskyttelse, på en slik måte at andelseierne sikres en mest mulig effektiv investorbeskyttelse. Forenklet sagt vil et sterkt beskyttelsesbehov tilsi at forbudet tolkes ekspansivt, mens et svakt beskyttelsesbehov vil tilsi en snevrere tolkning.

Håndteringen av denne grunnleggende utfordringen kompliseres av at beskyttelsesbehovet i liten grad er omtalt i forarbeidene og rettslitteraturen. Den kompliseres også av at funksjonaliteten til fondsmarked og det tilknyttede behovet for regulering, er omdiskutert i

---

<sup>55</sup> Se fortalen avsnitt 3, 4 og 8. Se også Commission, *Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds*, (2005) nr. 314, s. 3.

<sup>56</sup> Med «regulatoriske kostnader» mener jeg både direkte og indirekte kostnader som aktører i et marked blir påført ved innføring av regulering. Direkte kostnader er utgifter for å sikre regelverksetterlevelse og betale krav ved brudd på regelverket. Indirekte kostnader er andre ikke-økonomiske negative virkninger av reguleringen, for eksempel mindre innovasjon. Se nærmere om regulatoriske kostnader i Marneffe/Vereeck (2011) s. 341–356.

juridisk og økonomisk teori.<sup>57</sup> I tillegg kompliseres håndteringen av at beskyttelsesbehovet varierer for de ulike kostnadstypene forvaltningsselskaper har adgang til å belaste andelseiere etter kostnadsstrukturen fastsatt i verdipapirfondloven. Disse vurderingene blir vesentlige for analysen i kap. 4 og 5.

#### **1.2.4 Forholdet til avtalerettslige regler om rimelighetssensur**

Selv om forbudet mot unødige kostnader har en distinkt funksjon i det regulatoriske fondsregimet, er det ikke den eneste regelen som kan sette grenser for hvilke kostnader forvaltningsselskaper kan belaste andelseiere i verdipapirfond. Den som løfter blikket, vil oppdage at slike grenser også kan utledes fra generelle avtalerettslige regler. Den overlappende funksjonen til disse reglene, gjør det nødvendiggjør en kort avklaring av forholdet mellom dem.

Den første regelen er avtaleloven § 36, hvor det fremgår at en «avtale kan helt eller delvis settes til side eller endres for så vidt det ville virke urimelig eller i strid med god forretningsskikk å gjøre den gjeldende», se første ledd første punktum.<sup>58</sup> Bestemmelsen er en generell formuerettslig lempingsregel,<sup>59</sup> og kan beskrives som en rettslig standard eller generalklausul.<sup>60</sup> Den gir grunnlag for revisjon av avtaler som det er «urimelig» å gjøre gjeldende. Rimelighetsvurderingen er en helhetsvurdering, hvor alle forhold som kan kaste lys over rimeligheten, er relevante, se § 36 andre ledd.<sup>61</sup> Et potensielt grunnlag for revisjon er «avtalens innhold», se § 36 andre ledd. Det vil si at kontrakten kan bli justert, dersom balansen mellom partenes rettigheter og plikter blir så skjev at det blir urimelig for den ene parten å gjøre avtalen gjeldende mot den andre parten.<sup>62</sup> Et misforhold mellom vederlaget og de tjenestene som blir levert til kunden, kan gi grunnlag for revisjon.<sup>63</sup>

Den andre regelen er pristiltaksloven § 2, hvor det blir oppstilt et generelt forbud mot «å ta, kreve eller avtale priser som er urimelige», se første ledd første punktum. Betegnelsen «pris»

---

<sup>57</sup> Se fotnote 254.

<sup>58</sup> For en generell fremstilling av avtaleloven § 36, se for eksempel Giertsen (2021) s. 259 flg. og Woxholt (2021) s. 390 flg. Se også Hauge (2009).

<sup>59</sup> Se Ot.prp. nr. 5 (1982–1983) og NOU 1979: 32.

<sup>60</sup> Se for eksempel Giertsen (2021) s. 28, Woxholt (2021) s. 395 og 462, Hauge (2009) s. 187 og Sæbø (1996).

<sup>61</sup> Dette er også presisert i forarbeidene, se Ot.prp. nr. 5 (1982–1983) s. 42.

<sup>62</sup> Se nærmere i Ot.prp. nr. 5 (1982–1983) pkt. 5.2.

<sup>63</sup> Se Ot.prp. nr. 5 (1982–1983) s. 41, jf. pkt. 5.2.

omfatter «vederlag av enhver art», se § 2 andre ledd. Brudd på forbudet i § 2 kan gi grunnlag for revisjon av kontraktvilkår som fastsetter ulovlige priser og rett på tilbakebetaling av eventuelt betalt merpris, se § 6. Bestemmelsen har likhetstrekk med avtaleloven § 36, og det har i forlengelsen vært reist spørsmål om avtaleloven § 36 konsumerer pristiltaksloven § 2, men det går jeg ikke nærmere inn på.<sup>64</sup>

Selv om virkeområdet til bestemmelsene overlapper, synes den rådende oppfatningen å være at pristiltaksloven § 2 fremdeles har selvstendig betydning ved siden av avtaleloven § 36.<sup>65</sup> Et eksempel er at pristiltaksloven nettopp fremstår som et mer treffende grunnlag for revisjonskrav som ikke er basert på avvik fra markedspriser, men på at prisen i markedet generelt er urimelig, som følge av sviktende markedsmekanismer.<sup>66</sup>

Når sektorlovgivningen for fond inneholder en egen bestemmelse som setter rammer for kostnadsnivået, altså forbudet mot unødige kostnader, vil denne bestemmelsen regulere hvilke kostnader forvaltningsselskaper kan belaste andelseiere i verdipapirfond, innenfor sitt virkeområde etter lex specialis-prinsippet.<sup>67</sup> De avtalerettslige reglene har også et snevrere virkeområdet enn forbudet, noe som begrenser graden av overlapp. Forbudet gjelder for alle «kostnader», mens pristiltaksloven § 2 bare gjelder for forvaltningsgodtgjørelsen, jf. «pris». Avtaleloven § 36 gir også begrensede muligheter for å føre kontroll med annet enn vederlaget, siden en avtalt adgang til å belaste variable kostnader og tegnings- og innløsningskostnader, i seg selv ikke er urimelig. I tillegg har terskelen for å vinne frem med krav basert på avtalens innhold, vist seg å være svært høy i praksis, selv i forbrukerforhold.<sup>68</sup>

Det kan likevel ikke utelukkes at de avtalerettslige reglene unntaksvis kan supplere forbudet mot unødige kostnader ved vurderingen av forvaltningsgodtgjørelsen. Det skyldes at vurderingstemaet til de avtalerettslige reglene «urimelig», synes å legge opp til en noe bredere vurdering av forvaltningsgodtgjørelsen, enn vurderingstemaet «unødige kostnader». En

---

<sup>64</sup> Se for eksempel Woxholt (2021) s. 342 flg.

<sup>65</sup> Se Rt. 1996 s. 407 (s. 412). Se også Hauge (2009) s. 231.

<sup>66</sup> Se Hauge (2009) s. 231.

<sup>67</sup> Slik også Ot.prp. nr. 5 (1982–1983) Til ny § 36: «En annen sak er at lemping av vederlaget i enkelte tilfelle kan være spesialregulert (jf bl.a. avbetalingsloven § 8 fjerde ledd og husleieloven § 35). Disse bestemmelser vil da gå foran den alminnelige lempingsregel i avtaleloven.»

<sup>68</sup> Se Rt. 2012 s. 355 (Lognvik). Se også Rt. 2013 s. 388 (Røeggen), hvor forbrukeren riktignok fikk medhold, men hvor Høyesterett oppstiller en høy terskel for innholdssensur av investeringsavtaler.

nærmere undersøkelse av forholdet mellom disse reglene faller på siden av siktemålet med oppgaven, og vil ikke bli foretatt her. Fokuset er på tolkningen av forbudet mot «unødige kostnader».

## 1.3 Presiseringer og avgrensninger

### 1.3.1 Ulike typer investeringsstrukturer

Temaet *investorbeskyttelse mot unødige kostnader* favner om flere former for kapitalforvaltning enn fondsforvaltning. Et eksempel er investeringsstrukturer, hvor kapitalen til investoren blir forvaltet på individuell basis.<sup>69</sup> Et annet eksempel er ulike typer kollektive investeringsstrukturer som faller utenfor fondsbegrepet, slik det er definert i verdipapirfondloven § 1-2 (1) nr. 1.<sup>70</sup> Strukturer som er etablerte for å foreta investeringer i fast eiendom, digital valuta og annet som ikke er finansielle instrumenter, vil blant annet falle utenfor fondsbegrepet.<sup>71</sup> Slike strukturer vil istedenfor vanligvis være regulert av AIF-loven.<sup>72</sup> Siden også forvaltere av andre investeringsstrukturer enn verdipapirfond er underlagt krav om god forretningsskikk, og det er flere likhetstrekk mellom disse strukturene, kan det tenkes at det også gjelder et forbud mot unødige kostnader, for slike forvaltere.<sup>73</sup> Oppgaven er imidlertid avgrenset til å analysere forbudet mot «unødige kostnader» i relasjon til verdipapirfond.

---

<sup>69</sup> Forvaltningsselskaper kan få tillatelse til å tilby individuell fondsforvaltning, ved siden av fondsforvaltning, se vpfl. § 2-1 (3) nr. 1. Det samme gjelder for eksterne AIF-forvaltere, se lov 20. juni 2014 nr. 28 om forvaltning av alternative investeringsfond (AIF-loven) § 2-2 (3). I tillegg kan verdipapirforetak tilby slik forvaltning etter tillatelse fra Finanstilsynet, se lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven – vphl.) § 9-1, jf. § 2-1 (1) nr. 4, se § 2-3 (3).

<sup>70</sup> Se Rosén (2015) s. 40–45 og s. 47–56 og Truyen (2006) om grensen mellom verdipapirfond og andre kollektive investeringsstrukturer. Se også HR-2019-1726-A (SIPE V) avsnitt 85–100, for et eksempel fra praksis.

<sup>71</sup> Se definisjonen av «finansielle instrumenter» i vpfl. § 1-2 (1) nr. 11, jf. vphl. § 2-2.

<sup>72</sup> Se AIF-loven § 1-1 (1), jf. definisjonen av «alternativt investeringsfond» i § 1-2 bokstav a): «[I]nnretning for kollektiv investering som ikke er et UCITS, jf. verdipapirfondloven § 1-2 første ledd nr. 4, og som innhenter kapital fra et antall investorer med sikte på å investere kapitalen i henhold til en definert investeringsstrategi til fordel for investorene.» Sml. definisjonen av «verdipapirfond» i vpfl. § 1-2 (1) nr. 1. Slike strukturer kan likevel være unntatt etter § 1-4 om unntak fra deler av loven for forvaltere som forvalter alternative investeringsfond med samlet forvaltningskapital under visse terskelverdier.

<sup>73</sup> Se vphl. § 10-9 (1) om god forretningsskikk, hvor det fremgår at verdipapirforetaket skal «opptre ærlig, redelig og profesjonelt i tråd med kundenes beste interesse [...]». AIF-forvaltere er underlagt et forbud mot unødige kostnader, se AIF-loven § 3-2, jf. Kommisjonsforordning (EU) No 231/2013 art. 17 nr. 2.

### 1.3.2 UCITS-fond, nasjonale fond og spesialfond

Forbudet mot unødige kostnader gjelder ved etableringen og forvaltningen av alle «verdipapirfond», se vpff. § 2-25 (1) nr. 4. Verdipapirfondloven sonderer mellom tre typer verdipapirfond: (i) Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities (UCITS), (ii) nasjonale fond og (iii) spesialfond. UCITS er verdipapirfond som er underlagt reglene i verdipapirfondloven kapittel 6 om plasseringsbegrensninger eller tilsvarende regler i UCITS-direktivet, samt er etablerte i en EØS-stat, se vpfl. § 1-2 (1) nr. 4. Nasjonale fond og spesialfond er verdipapirfond underlagt særskilt regulering i kapittel 7, se vpfl. § 1-2 (1) nr. 5 til 6.

Systemet i verdipapirfondloven er at alle verdipapirfond er underlagt de samme reglene, med mindre noe annet er særskilt fastsatt i loven. Gjennom lovens kapittel 7 er nasjonale fond og spesialfond unntatt fra en del av de generelle reglene, samt fastsatt en del egne regler, særlig for spesialfond.<sup>74</sup> Det gjennomgående trekket er at forvaltningsselskaper har langt større frihet ved etableringen og forvaltningen av spesialfond, blant annet når det gjelder valg av forvaltningsstrategi og tegnings- og innløsningsadgang. Nasjonale fond kan også avvike fra UCITS på en del punkter, men fordi denne fondstypen havner i en slags mellomkategori, synes den å være lite brukt i dagens marked.

Innenfor den regulatoriske rammen til hver av disse fondstypene, blir det etablert et bredt spekter av ulike typer fond. En grunnleggende sontring går mellom aksjefond, kombinasjonsfond, rentefond og andre verdipapirfond.<sup>75</sup> En annen grunnleggende sontring går mellom globale og nasjonale fond.<sup>76</sup> En tredje grunnleggende sontring går mellom ulike sektorer, for eksempel teknologi og råvarer. En fjerde grunnleggende sontring går mellom diskresjonære (aktive) og indekxnære (passive) fond.<sup>77</sup>

---

<sup>74</sup> Se nærmere i Prop. 149 L (2010–2011) pkt. 6.11.

<sup>75</sup> Se <https://vff.no/storage/Bransjenormer/Bransjestandarder/Bransjestandard-for-informasjon-og-klassifisering-av-aksjefond-og-kombinasjonsfond-vedtatt-23.-mars-2023.pdf>, s. 2 (sist besøkt 1. juni 2023). Kategorien «andre verdipapirfond» omfatter blant annet såkalte «hedgefond» og andre fond med særlig sofistikerte investeringsstrategier.

<sup>76</sup> Se VFF, *Bakgrunnsnotat: Bransjestandard for informasjon og klassifisering av aksje- og kombinasjonsfond*, datert 29. april 2004, pkt. 1. Tilgjengelig på <https://vff.no/bransjestandarder> (sist besøkt 1. juni 2023).

<sup>77</sup> Se <https://vff.no/fondshandboken/begreper> «Aktiv og passiv forvaltning» (sist besøkt 1. juni 2023). Se også Bergo (2021) s. 102–103 og HR-2020-475-A avsnitt 8 til 10.

*Diskresjonære fond* er fond hvor investeringsmandatet gir forvalteren rom til å foreta diskresjonære valg i forvaltningen med mål om å oppnå høyere avkastning enn en referanseindeks (meravkastning), mens *indeksnære fond* er fond hvor forvalteren skal replikere en indeks med mål om å oppnå en mest mulig indeksnær avkastning.<sup>78</sup>

Selv om forbudet mot unødige kostnader gjelder for forvaltningen av alle «verdipapirfond», altså uavhengig av regulatorisk struktur og investeringsmandat, vil utformingen til det enkelte fondet kunne påvirke tolkningen og anvendelsen av forbudet. I den grad det er behov for å konkretisere med eksempler, har jeg derfor begrenset meg til å fokusere på UCITS som er aksjefond. Fondstypen er den mest populære i dagens marked, samtidig som beskyttelsesbehovet er størst for andelseierne i slike fond, sett i lys av at målgruppen er alminnelige ikke-profesjonelle investorer (allmennheten).

### 1.3.3 Håndhevingsspørsmålet

På et overordnet nivå kan en analyse av *investorbeskyttelsen mot unødige kostnader* deles opp i to spørsmål. Det første spørsmålet vil da være hvilken beskyttelse forbudet mot unødige kostnader gir andelseiere i verdipapirfond, mens det andre spørsmålet vil være hvilke mekanismer som sikrer etterlevelse av forbudet i praksis. Denne oppgaven er avgrenset til å behandle det første spørsmålet. Det blir omtalt som pliktspørsmålet.

Det andre spørsmålet, som blir omtalt som håndhevingsspørsmålet, er interessant og kunne vært undersøkt nærmere. Bakgrunnen er at verdipapirfondloven gir liten veiledning om de privatrettslige virkningene av brudd på forbudet, og at dette i stor grad må avgjøres ved en tolkning av alminnelige erstatningsrettslige-, kontraktsrettslige og andre formuerettslige regler. En klargjøring av adgangen andelseiere har til å kreve kompensasjon for brudd på forbudet mot unødige kostnader er samtidig et komplekst spørsmål. Det er hverken rom eller tid til å gjennomføre en slik tilleggsanalyse i denne oppgaven. Jeg nøyer meg derfor med å vise til at spørsmålet etter hvert er behandlet grundig av flere forfattere på andre tilgrensende områder innenfor finans. Selv om det vil kunne være forskjeller på noen punkter, og det fremdeles kan være rom for å undersøke temaet nærmere, gir denne litteraturen god

---

<sup>78</sup> Se Hvistendahl (2010) for mer om indeksforvaltning.

veiledning for håndteringen av håndhevingsspørsmålet i praksis.<sup>79</sup>

## 1.4 Oversikt over fremstillingen

Den følgende analysen av «unødige kostnader» er delt inn i syv kapitler. Først trengs en avklaring i kapittel 2 av særskilte metodespørsmål som rettskildebildet til vilkåret aktualiserer. I kapittel 3 gis det så en kort oversikt over hvilke kostnader det er aktuelt for forvaltningsselskaper å belaste andelseiere, begrunnelsen for at disse blir belastet og forholdet mellom dem. Den nærmere klargjøringen av «unødige kostnader», blir gjennomført i kapittel 4 til 5. Først analyserer jeg «unødige kostnader» som vurderingstema i kapittel 4. Deretter undersøker jeg hvilke retningslinjer for vurderingen, som kan utledes fra tilsynspraksis i kapittel 5. Siktemålet er å klargjøre hva vurderingen skal gå ut på, samtidig som utfordringer ved og behov for nærmere klargjøring av innholdet i vurderingen, blir identifisert og fremhevet. Oppgaven avsluttes med noen merknader i kapittel 6 i forlengelsen av analysen. En oppsummering av innholdet i vurderingen, leder frem til spørsmål for videre forskning og et utsyn til amerikansk rett.

# 2 Rettskildebildet og metodespørsmål

## 2.1 Rettskildebildets karakter

Rettskildebildet til forbudet mot «unødige kostnader» har noen trekk som får betydning for den videre analysen. For det første er tolkningen av forbudet er hverken drøftet i forarbeidene til verdipapirfondloven eller verdipapirfondforskriften.<sup>80</sup> Forbudet er heller ikke behandlet i

---

<sup>79</sup> Litteraturen er overveldende, men se for eksempel Færstad (2021), Hveem (2020), Kjørven (2017) og Hagenau (2010). Se også blant annet Cherednychenko (2021), Wallinga (2020) og Andenas/Della Negra (2017) for et europeisk perspektiv.

<sup>80</sup> Forbudet er ikke nevnt i Prop. 149 L (2010–2011). I forarbeidene til verdipapirfondforskriften er det nevnt som en del av gjennomføringsforpliktelsen etter Kommissjonsdirektiv 2010/43/EU, uten noen nærmere bemerkninger om tolkningen, se Finanstilsynet, Arbeidsgrupperapport: Forskrifter til verdipapirfondloven, 26. januar 2011, s. 35 og 48. Tilgjengelig på [https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fin/fma/horingsnotat/forskrifter\\_til\\_verdipapirfondloven.pdf](https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fin/fma/horingsnotat/forskrifter_til_verdipapirfondloven.pdf) (sist besøkt 1. juni 2023).

rettspraksis.<sup>81</sup> I tillegg er det lite rettslitteratur om tolkningen.<sup>82</sup> Konsekvensen er at andre kilder som kan gi veiledning for tolkningen, får en større plass og blir viktigere i analysen. Det blir sentralt å trekke inn vurderinger av de interessene og hensynene forbudet skal sikre, samt funksjonen forbudet skal utøve.

For det andre har Finanstilsynet satt fokus på forbudet i sin praksis.<sup>83</sup> Rollen til Finanstilsynet som tilsyns- og håndhevingsmyndighet på fondsområdet, kombinert med mangelen på tolkningsbidrag fra forarbeider, Høyesterettspraksis og litteraturen, tilsier at tilsynspraksisen bør få en del plass i analysen.<sup>84</sup> Finanstilsynet har opparbeidet seg stor faglig kompetanse og innsikt på fondsområdet gjennom rollen som tilsyns- og håndhevingsmyndighet. Det innebærer at praksisen ofte vil hvile på et solid faglig grunnlag og ha gode grunner for seg.<sup>85</sup> I tillegg vil det bidra til forutberegnelige rammevilkår og sikre likebehandling av forvaltningsselskapene, dersom tilsynspraksisen blir lagt til grunn på en konsistent måte i hos tilsynet, Finansdepartementet (klageorgan), domstolene og finansklagenemda.<sup>86</sup> Vektlegging av tilsynspraksis kan også bidra til forutberegnelighet i privatrettslige tvister mellom andelseiere og forvaltningsselskap, hvor forbudet mot unødige kostnader blir aktualisert. Gjennomslagskraften til praksisen må samtidig vurderes konkret<sup>87</sup> Det er behov for å vurdere den kritisk, for å sikre at kvaliteten på praksisen er tilstrekkelig god.<sup>88</sup> Praksisen kan også være uklar og ufullstendig, slik at det er behov for klargjøringer og utfylling.

---

<sup>81</sup> Forbudet kunne vært et aktuelt påstandsgrunnlag i HR-2020-475-A, men saksøkerne valgte en annen innfallsvinkel for å påvise kontraktsbrudd. Sett i lys av at kravet førte frem, samt påstandsgrunnlagene som ble fremsatt var enklere å forstå, var det ikke nødvendig å trekke inn forbudet mot unødige kostnader i den saken.

<sup>82</sup> En generell fremstilling av norsk fondsregulering er gitt av Rosén (2015). Det er også en skrevet artikler om ulike sider av fondsreguleringen, bl.a. Truyen (2006). I tillegg er det nylig skrevet en Karnov lovkommentar til verdipapirfondloven, se Hande (2023). Disse fremstillingene inneholder mye interessant, men ingen nærmere analyserer av hva som utgjør «unødige kostnader».

<sup>83</sup> Jeg bruker «praksis» i vid forstand, slik at det ikke bare gjelder uttalelser avgitt i forbindelse med spesifikke tilsynssaker, men også andre uttalelser om tolkningen, for eksempel i likelydende brev, rapporter og andre publikasjoner, sml. Bergo (2021) s. 60 som bruker et snevrere praksisbegrep.

<sup>84</sup> Se Eriksen (2019) om forvaltningspraksis som rettskilde ved lov- og forskriftstolkning.

<sup>85</sup> I samme retning Bergo (2021) s. 60. Se også mer generelt Mæhle/Aarli (2022) s. 240–241 om ekspertiseargumentet.

<sup>86</sup> Se for eksempel Monsen (2012) s. 39 og s. 169 flg. om forutberegnelighets- og likebehandlingstanken bak vektleggingen av forvaltningspraksis i rettslig argumentasjon.

<sup>87</sup> Se for eksempel Rt. 2001 s. 382 (Centraltrykkeri) på s. 390: «Jeg anser det imidlertid klart at verken forvaltningspraksis eller de uttalelser jeg har vist til, kan tillegges vekt ut over den argumentasjonsverdi som ligger i uttalelsene.»

<sup>88</sup> Se nærmere om potensielle svakheter ved tilsynspraksis hos Bergo (2021) s. 60 og (2014) s. 17.



For det tredje får den EØS-rettslig dimensjon til forbudet betydning for analysen,<sup>89</sup> som tidligere nevnt i pkt. 1.2. EØS-retten oppstiller ikke bare rammer, men også retningslinjer av betydning for tolkningen av forbudet. Den viktigste implikasjonen for analysen, er tolkningsbidragene som kan utledes fra ESMA-praksis. Siden den EØS-rettslige dimensjonen er viktig for analysen, samtidig som den er komplisert, behandler jeg den i eget punkt nedenfor (pkt. 2.2).

For det fjerde kan det også nevnes at legalitetsprinsippet prinsipielt setter rammer for tolkningen av forbudet. Legalitetsprinsippet får anvendelse som følge av at brudd på forbudet mot unødige kostnader kan utløse inngripende administrative reaksjoner mot forvaltningsselskapet fra Finanstilsynet, se Grl. § 113.<sup>90</sup> Legalitetsprinsippet stiller ikke bare krav til den formelle statusen på inngrepsgrunnlaget. Det stiller også visse (kvalitative) krav til tolkningen av rettsgrunnlaget. Hvilke krav det oppstiller for tolkningen, er et komplisert og omdiskutert spørsmål i teorien.<sup>91</sup> Min oppfatning er at rettssikkerhetsfunksjonen til prinsippet innebærer at ordlyden oppstiller en referanseramme for tolkningen, som det må gode grunner til for å fravike.<sup>92</sup> Det innebærer som Høyesterett har formulert det, at «lovens ordlyd står sentralt ved tolkningen» av forbudet, samtidig som eventuell «tolkningstvil må løses ut fra hva som er best i samsvar med en avveining av samtlige rettskildefaktorer», som «sikrer tilstrekkelig klarhet og forutsigbarhet for borgerne.»<sup>93</sup> Siden oppgaven handler om å presisere innholdet av en vag ordlyd, får prinsippet likevel begrenset betydning for analysen. Det kommer først og fremst på spissen ved utvidende tolkninger til ugunst for den inngrepet retter seg mot.<sup>94</sup> Når det er sagt, kan det være et argument mot tolkninger av «unødige kostnader»

---

<sup>89</sup> Se pkt. 1.2.2.

<sup>90</sup> Se pkt. 1.2.1 om tilsyns- og håndhevingsregimet forbudet inngår i. Se Hopsnes/Solberg (2005) pkt. 8 om inngrepsbegrepet.

<sup>91</sup> Se Tobiassen (2019), særlig pkt. 3.3 for en oversikt over diskusjonen. Bidraget til Tobiassen er kort fortalt en svært omfattende empirisk undersøkelse om hvordan Høyesterett forholder seg til legalitetsprinsippet ved tolkningen av inngrepsgrunnlag i praksis. Den gir etter hans syn grunnlag for å kritisere etablerte oppfatninger om at prinsippet oppstiller et klarhetskrav, samt hvilke grenser legalitetsprinsippet setter for lov- og forskriftstolkning. Se også Tobiassen (2022), om nye dommer fra Høyesterett etter bokutgivelsen.

<sup>92</sup> Se HR-2021-2275-A (Pelagia) avsnitt 59 i denne retningen: «På området for det forvaltningsrettslige legalitetsprinsippet utgjør lovens ordlyd ikke bare den sentrale tolkningsfaktoren, men den danner også rammen for regelfortolkningen.» Se Tobiassen (2019) s. 11 og Hopsnes/Solberg (2005) om rettssikkerhetsfunksjonen og hensynene bak legalitetsprinsippet.

<sup>93</sup> Se Rt. 2014 s. 1281 (Z-huset) avsnitt 48. Uttalelsen er gjentatt på tvers av ulike forvaltningsområder de siste årene, se blant annet HR-2022-2404-A (Ramme Gård) avsnitt 45, HR-2020-1967-A avsnitt 37 og HR-2018-1907-A (Blom fiskeoppdrett) avsnitt 51

<sup>94</sup> Se Bergo (2023) s. 130 og Tobiassen (2019) kap. 6 i samme retning.

om som ligger i randsonen av den vage ordlyden.<sup>95</sup>

## **2.2 Betydningen av forbudets EØS-rettslige dimensjon**

### **2.2.1 Krav om EØS-konform fortolkning**

Det følger av EØS-avtalen art. 3, at forbudet mot «undue costs» i Kommisjonsdirektiv 2010/43/EU art. 22 nr.4, må gjennomføres lojalt i norsk rett. I litteraturen er dette formulert som et krav om EØS-konform fortolkning av nasjonal rett.<sup>96</sup> Kravet innebærer at nasjonal rett skal tolkes i samsvar med EØS-retten, så langt det er mulig i samsvar med norsk metodelære.<sup>97</sup>

Det kan være flere måter å legge opp tolkningen, for å sikre en EØS-konformfortolkning av forbudet. Jeg har valgt å trekke opp den EØS-rettslige rammen for analysen her, mens de spesifikke kildene om art. 22 nr. 4, er integrert i analysen av forbudet.<sup>98</sup> Et alternativ er å fastlegge EØS-retten isolert først, før den blir trukket inn i analysen norsk rett. Selv om en slik tilnærming, kan bidra til kvalitetssikring og tydeliggjøre vurderinger som inngår i den EØS-rettslige tolkningsprosessen, blir det etter mitt syn unødvendig omstendelig, for analysen i denne oppgaven. Det har sammenheng med at argumentasjonsrommet ved fastleggingen av «undue costs» (EØS-retten) er relativt stort, samtidig som det ikke er oppstilt et totalharmoniseringskrav.<sup>99</sup> Ved fastleggingen av EØS-retten, vil jeg anvende såkalt «EØS-rettslig metode».<sup>100</sup> Enkelt sagt er den EØS-rettslige metoden lik den EU-rettslige metoden, med de unntakene som følger av særtrekk ved EØS-avtalen.<sup>101</sup>

### **2.2.2 Harmoniseringsgraden etter UCITS-regelverket**

I EØS-retten er det vanlig å skille mellom såkalt «minimumsharmonisering» og

---

<sup>95</sup> Ibid.

<sup>96</sup> Se Fredriksen/Mathisen (2022) s. 413–428 for en generell fremstilling. Se også Rt. 2000 s. 1811 (Finanger I) på s. 1829 og Franklin (2012) om forholdet til presumsjonsprinsippet.

<sup>97</sup> Se Sak E-4/01 *Karlsson* avsnitt 28, Sak E-1/07 *Straffesak mot A* avsnitt 38 og Sak E-28/13 *LBI* avsnitt 42–45. Se også Mathisen/Fredriksen (2022) s. 414–421.

<sup>98</sup> Se kap. 4 til 6.

<sup>99</sup> Se pkt. 2.2.2 og 2.2.3 nedenfor.

<sup>100</sup> For en generell fremstilling, se Fredriksen/Mathisen (2022) s. 323–375. Se også Bergo (2021) s. 41–63 om særtrekk ved det EØS-rettslige rettskildebildet på finansområdet.

<sup>101</sup> Se Fredriksen/Mathisen (2019) s. 386–419.

«totalharmonisering».<sup>102</sup> Hvilken grad av harmonisering som er påkrevd, varierer for ulike delene av UCITS-regelverket.<sup>103</sup> Ved tolkningen av forbudet mot unødige kostnader gjelder det bare et krav om minimumsharmonisering.<sup>104</sup> Dette harmoniseringskravet innebærer at forbudet mot unødige kostnader ikke kan tolkes slik at det gir mindre effektiv investorbeskyttelse mot unødige kostnader, enn det som følger av EØS-retten.<sup>105</sup> Innenfor denne rammen åpner fraværet av et krav om totalharmonisering et rom for å tolke forbudet slik at det gir *sterkere* investorbeskyttelsen i norsk rett.<sup>106</sup>

### 2.2.3 Det EØS-rettslige rettskildebildet – særlig om ESMA-praksis

Forbudet mot «undue costs» har også et vagt innhold, i likhet med den norske gjennomføringsbestemmelsen. Det skyldes at ordlyden «undue costs» er vag etter en naturlig språklig forståelse, samtidig som innholdet ikke er presisert hverken i fortalen eller forarbeidene til UCITS-regelverket, samt heller ikke i praksis fra av EU-domstolen. Konsekvensen er at argumentasjonsrommet om forståelsen av «undue costs» er relativt stort, noe som igjen medfører at det blir et tilsvarende nasjonalt tolkningsrom.

Når det er sagt, må forbudet tolkes lojalt i samsvar med sitt formål, slik at det sikrer effektiv investorbeskyttelse. En slik formålsoverordnet og kontekstuell tolkning,<sup>107</sup> hvor det blir lagt vekt på vurderinger av hensynene og interesse forbudet skal ivareta, samt dets funksjon, blir særlig viktig når ordlyden er vag og det ikke kan utledes tolkningsbidrag fra EU-domstolens praksis.<sup>108</sup> Dette trekket ved rettskildebildet innebærer også at de tolkningsbidragene som kan utledes fra ESMA-praksis, får en sentral plass og viktig betydning i analysen av «unødige kostnader».

---

<sup>102</sup> Se Fredriksen/Mathisen (2022) s. 45–47. Se også Myklebust (2011) s. 76.

<sup>103</sup> Direktivet oppstiller et utgangspunkt om minimumsharmonisering, men stiller samtidig krav om totalharmonisering av noen regler, blant annet reglene om nøkkelinformasjonsdokumentet, se art. 1 nr. 7, sml. fortalen (59).

<sup>104</sup> Se art. 14 nr. 1: «Each Member State shall draw up rules of conduct which management companies authorised in that Member State shall observe at all times. Such rules shall implement *at least* the principles set out in this paragraph» (min kursiv). I den danske versjonen blir ordet «minimum» brukt. Det samme harmoniseringskravet gjelder nødvendigvis for forbudet mot unødige kostnader, når det er gitt i medhold av art. 14 om god forretningsskikk, se Kommisjonsdirektiv 2010/43/EU art. 22.

<sup>105</sup> Se EØS-avtalen art. 3, jf. art. 7 (b) om lojal gjennomføring av formålet bak EØS-direktiver.

<sup>106</sup> Se art. 1 nr. 7. Se nærmere om EØS-statenes regulatoriske autonomi i Fredriksen/Mathisen (2022) kapittel V pkt. 2.1 og kapittel VI pkt. 3

<sup>107</sup> Skillet mellom formål og kontekst er ikke skarpt, se Mathisen/Fredriksen (2022) s. 333.

<sup>108</sup> Se Bergo (2021) s. 58 i denne retningen. Se også mer generelt Fredriksen/Mathisen (2022) s. 322 flg. om viktigheten av og innholdet i kontekstuell og formålsoverordnet tolkning av EØS-retten.

ESMA ble opprettet i 2010, som et ledd i etableringen av et felleseuropeisk system for finanstilsyn («European System of Financial Supervisors – ESFS») i kjølvannet av finanskrisen.<sup>109</sup> ESMA skal blant annet sikre at regelverket på verdipapirområdet er hensiktsmessig utformet, praktisert og håndhevet likt innenfor EØS.<sup>110</sup> De siste årene har ESMA som nevnt innledningsvis, satt fokus på funksjonaliteten, praktiseringen og håndhevingen av forbudet mot «undue costs», som et ledd i oppfyllelsen av sitt mandat. I den forbindelse har ESMA kommet med flere tolkningsuttalelser av stor interesse for analysen av «unødvige kostnader».

De første uttalelsene fremgår av tilsynsbrifingen om «the supervision of costs in UCITS and AIF's»,<sup>111</sup> hvor et sentralt formål var å gi nasjonale tilsynsmyndigheter («National Competent Authorities – NCAs») veiledning om tolkningen av forbudet mot «undue costs».<sup>112</sup> I innspurten har disse uttalelsene igjen blitt fulgt opp og til dels videreutviklet i et forslag om å innta presiserende regulering av «undue costs» i UCITS-direktivet, som ESMA fremmet til Kommisjonen 17. mai 2023.<sup>113</sup>

Denne typen uttalelser fra ESMA er ikke rettslig bindende.<sup>114</sup> Nasjonale tilsynsmyndigheter er derfor heller ikke formelt pålagt å velge mellom etterlevelse av uttalelsen i sin praksis eller forklare hvorfor forslaget ikke etterleveres, en såkalt «comply or explain»-mekanisme.<sup>115</sup> Manglende etterlevelse vil heller ikke utløse andre typer reaksjoner mot hjemstaten til

---

<sup>109</sup> Om bakgrunnen for etableringen av ESMA, se Forordning (EU) No. 1095/2010 (ESMA-forordningen) fortalen avsnitt 1 flg. For en grundig analyse av etableringen, virksomheten og utviklingen av ESMA, se Moloney (2018).

<sup>110</sup> Se nærmere om funksjonen i ESMA-forordningen art. 1 (5) og 8 (1).

<sup>111</sup> Se art. 29 (2) om kompetansen til å utvikle dette regulatoriske verktøyet.

<sup>112</sup> Se tilsynsbrifingen s. 4 avsnitt 2. Kommisjonsforordning (EU) No. 231/2013 (AIF-forordningen).

<sup>113</sup> Se Opinion: On undue costs of UCITS and AIFs, datert 17. mai 2023. Tilgjengelig på

[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-05/ESMA34-45-](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-05/ESMA34-45-1747_Opinion_on_undue_costs_of_UCITS_and_AIFs.pdf)

[1747\\_Opinion\\_on\\_undue\\_costs\\_of\\_UCITS\\_and\\_AIFs.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-05/ESMA34-45-1747_Opinion_on_undue_costs_of_UCITS_and_AIFs.pdf) (sist besøkt 21. juni 2023). Se art. 1 (5), jf. art. 8 nr. 2 (g) om ESMA's kompetanse til å sende en slik «opinion» til EU-kommisjonen.

<sup>114</sup> Se tilsynsbrifingen s. 5 avsnitt 10: «The supervisory briefing is issued under Article 29(2) of the ESMA Regulation which enables ESMA to develop new practical instruments and convergence tools such as supervisory briefings. The purpose of these tools is to promote common supervisory approaches and practices. The content of this supervisory briefing is not subject to any 'comply or explain' mechanism for National Competent Authorities (NCA) and is non-binding.» Det samme gjelder naturlig nok for uttalelser i en oppfølgende tilsynsrapport, samt et forslag om endringer av regulering.

<sup>115</sup> Ibid. Se Bergo (2021) s. 57–58 om denne mekanismen.

tilsynsmyndigheten.<sup>116</sup> Prinsipielt er det derfor rom for å fravike disse tolkningsuttalelsene. Dette er også bakgrunnen for at denne typen regulering gjerne blir omtalt som «soft-law».<sup>117</sup>

Når praksisen likevel er sentral, er skyldes det at ESMA er et ekspertorgan på fondsområdet med forutsetninger for å utvikle en velbegrunnede tolkninger av forbudet.<sup>118</sup>

Harmoniseringshensynet tilsier også at forbudet mot unødige kostnader bør tolkes i samsvar med ESMA-praksisen om art. 22 nr. 4, for å sikre harmonisert fortolkning av forbudet innenfor EØS.<sup>119</sup> En harmonisert tolkningspraksis vil redusere risikoen ulik håndheving av forbudet, regulatorisk arbitrasje og varierende investorbeskyttelsen. Det vil igjen kunne bidra til forutberegnelighet for markedsaktørene og legge til rette for konkurranse på tvers av landegrensene mellom forvaltningsselskaper.<sup>120</sup> Samlet vil det bidra til å sikre et velfungerende fondsmarked.

## **3 Om de ulike kostnadstypene andelseiere kan påføres**

### **3.1 Introduksjon**

Verdipapirfondloven stiller krav til hvilke kostnader forvaltningsselskaper kan belaste andelseiere og hvordan disse skal struktureres. Strukturen åpner for at forvaltningsselskaper kan belaste andelseiere tre typer kostnader: (i) forvaltningsgodtgjørelse, (ii) variable forvaltningskostnader og (iii) tegnings- og innløsningskostnader. Hvilken type kostnad det er tale om har betydning for unødigheitsvurderingen, fordi særtrekk ved kostnadstypene påvirker avveiningen av relevante hensyn og interesser i tolkningen av «unødige kostnader». Før jeg ser nærmere på «unødige kostnader» som vurderingstema i kapittel 4 og utleder nærmere retningslinjer for vurderingen fra tilsynspraksis i kapittel 5, er det derfor nødvendig å redegjøre for hvordan verdipapirfondloven angir de tre kostnadstypene, begrunnelsen for at de

---

<sup>116</sup> Se ESMA-forordningen art. 17 om hva som utgjør et brudd på EU/EØS-retten.

<sup>117</sup> Se for eksempel Barlund (2020) s. 264. Se også mer generelt Aarli/Mæhle (2018) s. 118 om «soft law».

<sup>118</sup> Sml. 2.1 om Finanstilsynets ekspertfunksjon. ESMA bidrar med en enda større bredde gjennom sin transnasjonale tilsyns- og håndhevingsfunksjon.

<sup>119</sup> Se tilsynsbrifingen s. 5 avsnitt 9 til 11.

<sup>120</sup> Ibid. Se også tilsynsbrifingen s. 4 avsnitt 2 om forutberegnelighetsfunksjonen, sml. ovenfor om forutberegnelighetstanken bak vektleggingen av norsk forvaltningspraksis.

blir belastet (kostnadens funksjon) og forholdet mellom dem.

Nedenfor gir jeg først gitt en oversikt over den skisserte kostnadsstrukturen og dens funksjon (pkt. 3.2), deretter skisseres innholdet og funksjonen til hver kostnadstype (pkt. 3.3). Kapittelet avsluttes med en oppsummering av de sentrale observasjonene for den videre analysen i kapittel 4 (pkt. 3.4).

## **3.2 Generelt om kostnadsstrukturen fastsatt i verdipapirfondloven**

Kostnadsstrukturen skissert i pkt. 3.1, fremgår ved å se flere av verdipapirfondlovens kostnadsrelaterte bestemmelser i sammenheng. Den sentrale bestemmelsen er § 4-6 om kostnader. Som et supplement til denne, kommer §§ 4-9 (3) og 4-12 (4) om tegnings- og innløsningskostnader spesifikt. I tillegg angir den kostnadsrelaterte delen av informasjonsregimet forutsetningsvis hvilken type kostnader forvaltningsselskaper kan belaste.<sup>121</sup> Samlet fastsetter disse bestemmelsene en obligatorisk og fast kostnadsstruktur for forvaltningsselskaper.<sup>122</sup>

Formålet er å standardisere kostnadsstrukturen til verdipapirfond, slik at det blir enklest mulig for andelseiere å forstå hvilke kostnader som kan påløpe og sammenligne kostnadsnivået på tvers av fond.<sup>123</sup> I tillegg skal strukturen bidra til å ta redusere interessekonfliktene mellom andelseiere og forvalter mest mulig, samtidig som den synliggjør uunngåelige interessekonflikter.<sup>124</sup> Selv om strukturen er uttømmende om hvilke kostnader forvaltningsselskaper kan belaste, er funksjonen til disse bestemmelsene altså ikke først og fremst å oppstille grenser for hvilke kostnader som kan belastes. Det fremgår enda tydeligere når vi nedenfor ser hvor vide og lite reelle grenser strukturen oppstiller, med ett unntak.<sup>125</sup>

---

<sup>121</sup> Se pkt. 1.2.1 om hvilken informasjon forvaltningsselskaper må gi investorer om kostnader.

<sup>122</sup> Se lignende hos Rosén (2015) s. 173: «Verdipapirfondloven [...] gir en lovmessig ramme for hvilke kostnader som kan belastes, jf. § 4-6.» Se Rosén (2015) s. 172–176 for en generell fremstilling av kostnadsstrukturen.

<sup>123</sup> En slik standardisering er en forutsetning for det standardiserte informasjonsregimet, hvor investorer blant annet skal gis omfattende informasjon om kostnader, se pkt. 1.2.1.

<sup>124</sup> Se i denne retningen Prop. 149 L (2010–2011) s. 90–92.

<sup>125</sup> Se § 4-6 (1) nr. 4.

Paragraf § 4-6 regulerer hvordan belastningen av de fleste kostnadene forbundet med forvaltningen skal være strukturert. Det følger av bestemmelsen at:

(1) Forvaltningsgodtgjørelsen skal dekke alle kostnader ved verdipapirfondsforvaltningen. Følgende kostnader kan i tillegg dekkes av fondet:

1. transaksjonskostnader ved fondets plasseringer,
2. betaling av eventuelle skatter fondet ilegges,
3. renter på låneopptak som nevnt i § 6-10 og
4. ekstraordinære kostnader som er nødvendige for å ivareta andelseiernes interesser.

Strukturen kan umiddelbart fremstå som uklar, men når man leser første og andre punktum i sammenheng med hverandre, blir den tydeligere. Strukturen er at de *faste* kostnadene ved forvaltningen skal belastes andelseiere gjennom forvaltningsgodtgjørelsen, mens *variable* forvaltningskostnader skal belastes særskilt som egne kostnadsposter nevnt i bestemmelsens nr. 1 til 4.

Rosén formulerer det slik at: «Når man sammenholder dette utgangspunktet [om forvaltningsgodtgjørelsen] med adgangen til også å kreve dekket visse kostnader av fondet, innebærer det i praksis at ordinære kostnader som påløper uavhengig av antall transaksjoner, for eksempel vederlag til depotmottakeren for kontrollfunksjonen, revisjonshonorar, eventuelt honorar til regnskapsfører, markedsføringskostnader, driftsutgifter mv. skal være omfattet av forvaltningshonoraret.»<sup>126</sup> En lignende formulering er også brukt av Hande.<sup>127</sup> Jeg synes *faste kostnader* er mer beskrivende enn *ordinære kostnader*, uten at det har noen materiell betydning.

Et annet trekk ved bestemmelsen er at den regulerer kostnader som kan påføres *fondet*, se første ledd andre punktum. Det vil si at kostnadene ikke blir belastet hver enkelt andelseier direkte, men indirekte gjennom eierandelen i fondet. Når forvaltningsselskapet belaster fondet kostnader direkte, blir disse fordelt forholdsmessig mellom andelseiere basert på deres eierandel av fondet.

---

<sup>126</sup> Se Rosén (2015) s. 174.

<sup>127</sup> Se Hande (2023) kommentar nr. 2 til vpfl. § 4-6.

Dette er en praktisk og gunstig ordning muliggjort av fondets status som en egen juridisk person.<sup>128</sup> Statusen innebærer at det trekkes et rettslig skille mellom verdipapirfondet og andelseierne i fondet. Skillet innebærer igjen at andelseiernes felles interesser knyttet til fondskapitalen, blir samlet på én hånd i rettslig sammenheng, gjennom fondet. Så lenge det dreier seg om kostnader knyttet til forvaltningen av fondet, vil forvaltningsselskapet dermed kunne belaste fondet for disse. Med en slik ordning unngår forvaltningsselskapet å måtte foreta tidkrevende individualiserte kostnadsfordelinger, hver gang det påløper kostnader ved forvaltningen. Kostnadene som nevnt i vpfl. § 4-6, kjennetegnes nettopp av at de knytter seg til forvaltningen av fondet, ikke til særinteresser hos hver enkelt andelseier. Og belastningen av disse på fondet, gir dermed en effektiv måte å fordele disse mellom andelseierne. En slik praktisk ordning er ikke bare fordelaktig for forvaltningsselskapet ved at forvaltningskostnadene blir lavere, men også for andelseiere ved at forvaltningen kan tilbys til en lavere pris.

Mens forvaltningsgodtgjørelsen og variable forvaltningskostnader er regulert i § 4-6, er tegnings- og innløsningskostnader særskilt regulert i §§ 4-9 og 4-12. Det følger av § 4-12 (4) at «[i]nnløsningskravet er mottatt, med fradrag for innløsningskostnader» (min kursiv). Tegning er også regulert i en egen bestemmelse, men den er taus om belastningen av tegningskostnader, se vpfl. § 4-9 (3). Arbeidsgruppen som står bak forslaget til disse bestemmelsene om tegning og innløsning, synes imidlertid å ha lagt til grunn samme system som for innløsning, altså at tegningskostnadene skal trekkes fra i oppgjøret.<sup>129</sup> Dette synes også forutsatt i vpfl. § 4-4 (1) nr. 6, hvor det fremgår at «[e]t verdipapirfond skal ha vedtekter som angir tegnings- og innløsningsgebyrer». Forløperen i aksjefondloven 1981 § 3-3 første ledd nr. 7, som vpfl. § 4-4 (1) nr. 6 viderefører,<sup>130</sup> var enda tydeligere.<sup>131</sup> Her fremgikk det at «[e]t verdipapirfond skal ha vedtekter som angir grunnlaget for beregningen av det tillegg til og det fradrag i verdien av andelen som kan fastsettes ved salg og innløsning av andeler», se aksjefondloven 1981 § 3-3 første ledd nr. 7.<sup>132</sup>

---

<sup>128</sup> Se pkt. 1.1.

<sup>129</sup> Se Prop. 149 L (2010–2011) s. 65: «Arbeidsgruppen foreslår en videreføring av bestemmelsen om at innløsning skal skje til andelens verdi ved første beregning av innløsningskurs etter at innløsningskravet er mottatt av forvaltningsselskapet (*med fradrag for innløsningskostnader*). Arbeidsgruppen foreslår videre en *tilsvarende* bestemmelse om tegning» (min kursiv).

<sup>130</sup> Se Prop. 149 L (2010–2011) Til § 4-4: «Bestemmelsen bygger på gjeldende § 3-3.»

<sup>131</sup> Se aksjefondloven 1981 § 3-3 første ledd nr. 7: «Et verdipapirfond skal ha vedtekter som angir grunnlaget for beregningen av det tillegg til og det fradrag i verdien av andelen som kan fastsettes ved salg og innløsning av andeler».

<sup>132</sup> Se også Ot.prp. nr. 68 (1980–1981) Til § 3-3: «De tillegg og fradrag som omhandles i punkt 7 skal dekke fondets omkostninger ved salg og innløsning av andeler.»



Når tegnings- og innløsningskostnader er regulert i egne bestemmelser, kan det ha sammenheng med at disse kostnadene ikke knytter seg til selve forvaltningen av fondskapitalen. Det dreier seg om kostnader som blir pådratt, når fondet skal oppfylle tegnings- og innløsningsordre fra investorer. Her kan det påløpe kostnader for fondet, samt tilleggskostnader for forvaltningsselskapet, som ikke er beregnet inn i forvaltningsgodtgjørelsen. Dette er ikke kostnader knyttet til fellesskapet, men til de enkelte investorenes interesser av å tegne seg for eller innløse andeler i fondet. Dermed er det også rimelig at disse kostnadene ikke skal dekkes av fellesskapet, men av investorene bak ordrene.<sup>133</sup>

## 3.3 Nærmere om de tre kostnadstypene

### 3.3.1 Forvaltningsgodtgjørelsen

Forvaltningsgodtgjørelsen skal dekke alle faste kostnader ved forvaltningen etter vpfl. § 4-6 (1) første punktum, jf. ovenfor. Det omfatter kostnader til «kollektiv porteføljeforvaltning, administrasjon og markedsføring herunder salg, av verdipapirfond», jf. definisjonen av «verdipapirfondsforvaltning» i vpfl. § 1-2 (1) nr. 3. I tillegg er kostandene forbudt med å etablere fondet omfattet. Etableringskostnadene er nødvendige for at midlene til investorene kan forvaltes kollektivt gjennom fondet, og er slik også en kostnad «ved forvaltningen» jf. vpfl. § 4-6 (1) første punktum. Samlet utgjør disse kostandene det jeg vil omtale som «utgiftsdelen» av forvaltningsgodtgjørelsen.

Ordlyden «godtgjørelse» tilsier at forvaltningsgodtgjørelsen også kan inneholde en profittandel, selve godtgjørelsen, i tillegg til utgiftsdelen. Dette er også forutsatt i forarbeidene til aksjefondloven 1981.<sup>134</sup> En slik forståelse er også lagt til grunn av Finanstilsynet.<sup>135</sup> At det må være slik, er nokså opplagt. For det første dreier det seg om levering av en tjeneste som

---

<sup>133</sup> Se Prop. 149 L (2010–2011) til § 4-6: «Transaksjonskostnader for fondet ved tegning av nye andeler i fondet eller innløsning av andeler skal, som etter gjeldende rett, ikke dekkes av fondet.» Se også Ot. prp. nr. 68 (1980–1981) Til § 3-3: «Omkostningene med salg skal i prinsippet ikke belastes dem som var andelseiere da salget fant sted. På samme måte skal de gjenværende andelseiere ikke belastes omkostninger som påløper på grunn av innløsninger.» Se *Norse-rapporten* s. 1, Rosén (2015) s. 174 og Hande (2023) kommentar nr. 2 til § 4-6.

<sup>134</sup> Se Ot.prp. nr. 68 (1980–1981) s. 9: ««Etter artikkel 7 nr. 1 i Europarådets retningslinjer skal selskapet forvalte fondet utelukkende i andelseiernes interesse, jf. utkastets § 4-1. Bestemmelsen avskjærer ikke forvaltningsselskapets adgang fra å oppnå fortjeneste ved virksomheten»

<sup>135</sup> Se [rapport-om-utviklingen-i-prisene-for-verdipapirfond.pdf \(finansstilsynet.no\)](#) s. 7: «Forvaltningsselskapets adgang til å ta seg betalt i form av en forvaltningsgodtgjørelse som belastes fondet løpende, reguleres i verdipapirfondloven § 4-6. Forvaltningsgodtgjørelsen utgjør en *bruttoinntekt* for forvaltningsselskapet og skal dekke kostnadene til forvaltning, administrasjon og markedsføring av verdipapirfondet» (min kursiv).

kunder etterspør og er villige til å betale for i et fritt marked. Forvaltningsselskaper må som andre næringslivsaktører, kunne drive profitabel virksomhet. For det andre er økonomiske insentiver om å oppnå profitt nødvendig for å ha og opprettholde et velfungerende fondsmarked, til fordel for investorer og samfunnet.<sup>136</sup>

Forvaltningsgodtgjørelsen vil altså vanligvis bestå av to deler. Det er en profittandel og en utgiftsdel. Samlet skal den ivareta forvaltningsselskapets behov for å få dekket utgiftene forbundet med fondsvirksomheten og målsetningen om å drive mest mulig profitabel virksomhet. Det vanlige er at forvaltningsselskaper fastsetter en fast forvaltningsgodtgjørelse beregnet som en prosentandel av fondskapitalen. Denne har forvaltningsselskapet rett på uavhengig av hvilken avkastning fondet oppnår, riktignok gitt at forvaltningsoppdraget blir oppfylt kontraktmessig.<sup>137</sup> Noen forvaltningsselskaper gjør retten på deler av godtgjørelsen resultatavhengig. Det er aktuelt ved forvaltningen av diskresjonære fond, hvor forvaltningsselskapet kan skape meravkastning. Resultatavhengig forvaltningsgodtgjørelse reiser en del spørsmål om transparens og interessekonflikter, noe som har gjort et det er oppstilt særskilte krav til slike strukturer, både av ESMA og bransjen selv.<sup>138</sup>

Finanstilsynet legger til grunn at forvaltningsselskaper plikter å ha en strukturert prosess for fastsettelsen av forvaltningsgodtgjørelsen, hvor de ulike utgiftsdelene som inngår i beregningen av godtgjørelsen, «[...] identifiseres, kvantifiseres og vurderes opp mot plikten til å ikke påføre fondet unødige kostnader.»<sup>139</sup> Denne «[p]risfastsettelsesprosessen må jevnlig oppdateres, og dokumenteres, slik at det er mulig å føre tilsyn med forvaltningsselskapets beregninger og honorarfastsettelse.»<sup>140</sup> Kravet er basert på uttalelser i tilsynsbrifingen fra

---

<sup>136</sup> Se nærmere i pkt. 4.2 nedenfor.

<sup>137</sup> Det vanlige er at fondsforvaltningsoppdrag er innsatsforpliktelse, når det gjelder avkastningsmålet. Om forvaltningsselskapet ikke oppfyller øvrige deler av oppdraget kontraktmessig, kan imidlertid retten på godtgjørelse bli avkortet. Et eksempel er HR-2020-475-A, hvor forvaltningsselskapet var for passiv ved forvaltningen av et aktivt diskresjonært fondsmandat. Konsekvensen var en reduksjon av godtgjørelsen på 0,8%, noe som utgjorde rundt 360 millioner kroner i godtgjørelse over en periode på fem år. Dette måtte tilbakebetales til andelseierfelleskapet som et prisavslag til andelseierfelleskapet.

<sup>138</sup> Se retningslinjer fra ESMA på [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39-992\\_guidelines\\_on\\_performance\\_fees\\_en.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39-992_guidelines_on_performance_fees_en.pdf), [esma 34-39-968\\_final\\_report\\_guidelines\\_on\\_performance\\_fees.pdf \(europa.eu\)](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34_43_392_qa_on_application_of_the_ucits_directive.pdf). Se også Q&As om retningslinjene på [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34\\_43\\_392\\_qa\\_on\\_application\\_of\\_the\\_ucits\\_directive.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34_43_392_qa_on_application_of_the_ucits_directive.pdf), Section XI – ESMA's guidelines on performance fees in UCITS and certain types of AIFs. Se også VFFs *Bransjebefaling om asymmetrisk forvaltningsgodtgjørelse*. Tilgjengelig på [Bransjebefalinger - Verdipapirfondenes forening \(vff.no\)](https://www.vff.no/Verdipapirfondenes_forening) (nettsidene ble sist besøkt 5. juni 2023).

<sup>139</sup> Se *Odin-rapporten s. 3*.

<sup>140</sup> Ibid.

ESMA, hvor det blir stilt krav om at forvaltningsselskaper skal ha en slik «structured pricing process».<sup>141</sup>

Forvaltningsselskaper er ikke nødvendigvis avhengige av å kvantifisere kostnadene på denne måten, for drive fondsvirksomheten sin på en forsvarlig måte. Det kan tenkes å være tilstrekkelig å ha en oversikt over totalkostnadene til virksomheten, og å la fordelingen av kostnader mellom fondene være styrt av mer eller mindre presisere overslag og markedsmessige vurderinger av et konkurransedyktig godtgjørelsesnivå.<sup>142</sup> Kravet om en strukturert prisfastsettelsesprosessen kan derfor innebære noen tilleggs kostnader for forvaltningsselskapene, som vil overført til andelseiere i form av høyere forvaltningsgodtgjørelse. Det kan likevel være en pris verdt å betale for god transparens, forenklet tilsynsarbeid og økt kostnadsbevissthet i fondsbransjen. Når rutinen først er innarbeidet vil kostnadene nok være relativt begrensede, samtidig som effekten av tiltaket kan føre til bedre fondsvilkår og investorinformasjon, som igjen sikrer bedre investeringsbeslutninger og avkastning. Siden en nærmere diskusjon av det rettslige grunnlaget for og hensiktsmessigheten av kravet om en strukturert og transparent godtgjørelsesmodell, faller på siden av oppgavens siktemål, blir den ikke tatt opp her.<sup>143</sup>

### 3.3.2 Variable forvaltningskostnader

De variable forvaltningskostnadene er som det fremgår av § 4-6 (1) nr. 4, delt opp i fire underkategorier.

Den første kategorien er «transaksjonskostnader ved fondets plasseringer», se nr. 1. Kjøp og salg av finansielle instrumenter er den sentrale transaksjonstypen.<sup>144</sup> Ved gjennomføringen av slike transaksjoner er fondet en aktør som benytter seg av tjenester i det større finansmarkedet. Det kommer med kostnader i form av kurtasje, bankgebyrer, depotkostnader, oppgjørskostnader mv.<sup>145</sup>

---

<sup>141</sup> Se tilsynsbrifingen s. 6 avsnitt 19, jf. avsnitt 18 b).

<sup>142</sup> Odin Forvaltning AS synes for eksempel å ha benyttet en slik tilnærming, se *Odin-rapporten* s. 3.

<sup>143</sup> Se *Chill v. Calamos Advisors LLC* (15 CIV. 1014 (ER)) s. 100 flg. for en diskusjon om temaet. Dommen er tilgjengelig på [Chill et al v. Calamos Advisors LLC et al 1:2015cv01014 | US District Court for the Southern District of New York | Justia](#) (besøkt 8. mai 2023).

<sup>144</sup> I tillegg kommer blant annet innskudd og uttak av innskudd fra kredittinstitusjonen, som et ledd i likviditetsstyringen i fondet. Et annet eksempel er utlån av finansielle instrumenter mot vederlag, se vpff. § 6-8, jf. vpff. § 6-8 om utlånsadgangen.

<sup>145</sup> Se Prop. 149 L (2010–2011) s. 90 med eksempler fra tilsynspraksis.

I forarbeidene blir adgangen til å belaste fondet for disse kostnadene begrunnet med at «det bør være kostnadsmessig nøytralt for forvaltningsselskapet om fondet gjør mange eller få transaksjoner.»<sup>146</sup> Det skal altså begrense interessekonfliktene i forvaltningen knyttet til fondets transaksjoner. En etter mitt syn like viktig tilleggsbegrunnelse, er at det er nødvendig for andelseierfellesskapet å pådra seg disse kostnadene, dersom de skal foreta investeringer i finansmarkedet. Forvaltningsselskapet pådrar disse kostnadene på vegne av fondet, som et nødvendig ledd i oppfyllelsen av forvaltningsoppdraget. Kostnadene har ingen sammenheng med virksomheten til forvaltningsselskapet, og bør dermed også dekkes av fondet.

Den andre kategorien er «betaling av eventuelle skatter fondet ilegges», se nr. 2.

Verdipapirfond har status som eget skattesubjekt i norsk rett.<sup>147</sup> Siden fond opptrer som en egen juridisk person, vil det antakeligvis også kunne bli regnet som et skattesubjekt i en del utenlandske jurisdiksjoner. Sett i lys av at verdipapirfond regelmessig oppnår kapitalgevinster gjennom sin investeringsvirksomhet, vil det etter omstendighetene kunne oppstå skatteplikt.<sup>148</sup> Poenget i vår sammenheng, er at en eventuell skatteplikt for verdipapirfond vil påføre fondet og andelseierne en kostnad.<sup>149</sup>

Den tredje kategorien er «renter på låneopptak som nevnt i § 6-10», se nr. 3. Adgangen til å foreta låneopptak varierer som nevnt, stort mellom UCITS-fond, nasjonale fond og spesialfond.<sup>150</sup> Adgangen er svært begrenset for UCITS, jf. vpfl. § 6-10. Bestemmelsen stenger for belåning med siktemål om å øke investeringskapitalen til UCITS («giring»), av hensyn til risikoen forbundet med slike strategier.<sup>151</sup> Men det er åpnet et visst rom for låneopptak som har til formål å effektivisere forvaltningen eller møte likviditetsbehov ved

---

<sup>146</sup> Se Prop. 149 L (2010–2011) s. 90.

<sup>147</sup> Se lov om skatt av formue og inntekt (skatteloven) § 2-2 (1) bokstav e), jf. HR-2019-1726-A (SIPE V) avsnitt 5.

<sup>148</sup> Verdipapirfond er fritatt for en del skatteplikter, se § 2-36 (1) bokstav c. om fritak for formuesskatt og § 2-38 (1) b. om fritak for skatteplikt av inntekt. Se ellers særlig § 10-20 om skattlegging av verdipapirfond og andelseiere.

<sup>149</sup> Den skattemessige behandlingen av verdipapirfond er praktisk viktig og dermed også interessant, men det faller utenfor rammene for oppgaven å undersøke denne nærmere. For en slik fremstilling, se BÅHR, *Verdipapirfond: Skatt for fond og andelseiere*, datert 8. oktober 2019. Tilgjengelig på [https://issuu.com/bahr1/docs/verdipapirfond\\_-\\_skatt\\_for\\_fond\\_og\\_andelseiere](https://issuu.com/bahr1/docs/verdipapirfond_-_skatt_for_fond_og_andelseiere) (sist besøkt 5. juni 2023).

<sup>150</sup> Se pkt. 1.3.2.

<sup>151</sup> Se Prop. 149 L (2010–2011): «Det legges til grunn at hensynet bak forbudet mot opptak av lån er at verdipapirfond ikke skal pådras ekstra risiko. Det er andelseiernes innskutte kapital som skal forvaltes, og risikoen skal ikke kunne øke ved adgang til låneopptak». Sml. vpfl. § 7-2 (2) som fritar spesialfond fra § 6-10. Begrensningen gjelder derimot også for nasjonale fond, se vpfl. § 7-1 (1) nr. 1.

stor pågang av innløsningsordre, se vpfl. § 6-10.<sup>152</sup> Ved låneopptak pådrar fondet seg renter som det er kontraktsrettslig forpliktet til å betale motparten.

Den fjerde kategorien er «ekstraordinære kostnader som er nødvendige for å ivareta andelseiernes interesser», se nr. 4. Det følger av forarbeidene at denne kategorien er en sekkepost, for nødvendige variable kostnader ikke er dekket av alternativene i vpfl. § 4-6 (1) nr. 1 til 3.<sup>153</sup> Det kan for eksempel være kostnader forbundet med ivaretagelse av eierrettigheter, forfølgelse av rettskrav og refusjonskrav til skatte- og avgiftsmyndigheter på vegne av fondet og andelseierfellesskapet.<sup>154</sup> Ved vurderingen av om det er grunnlag for å belaste de aktuelle kostnadene, må det «foretas en helhetlig vurdering av om det er i andelseiernes interesse å igangsette en prosess som innebærer at kostnader kan belastes fondet.»<sup>155</sup> Arbeidsgruppen bak forslaget til gjeldende verdipapirfondlov, legger til grunn at «mulighetene for å nå frem» og «kravets størrelse» vil være sentrale momenter i vurderingen.<sup>156</sup>

Begrunnelsen for at forvaltningsselskapet kan pådra fondet denne typen ekstraordinære kostnader, er flersidig. En del av begrunnelsen er at «forvaltningsselskapet ikke kan forventes å ha løpende kapasitet og kompetanse til å håndtere denne type ekstraordinære situasjoner innen egen organisasjon», slik at det derfor normalt vil være «nødvendig med kjøp av tjenester eksternt, enten fra selvstendige konsulentfirmaer eller andre selskap i samme konsern.»<sup>157</sup> Samtidig vil belastning av slike ekstraordinære kostnader «etter sin art [ligge] utenfor hva som naturlig dekkes av det løpende forvaltningshonoraret».<sup>158</sup> En annen del av begrunnelsen er at det «må antas at det vil være i andelseiers interesse å pådra en kostnad, dersom kostnaden er nødvendig for at fondet skal få tilgang til en inntekt som overstiger kostnaden.»<sup>159</sup> Det gjelder også selv om det kan være usikkerhet om kravet vil nå frem, gitt at det gjøres en forsvarlig kost/nytte-vurdering.<sup>160</sup> En tredje del av begrunnelsen er at dersom «kostnadene ved slike ekstraordinære prosesser må dekkes av forvaltningsselskapet alene, kan

---

<sup>152</sup> Se Rosén (2015) s. 322 flg., for mer om utlånsadgangen.

<sup>153</sup> Se Prop. 149 L (2010–2011) s. 92: «Alle kostnader ut over ordinære løpende kostnader som oppgitt i forslag til § 4-6 første ledd nr. 1 til 3, må anses som ekstraordinære.»

<sup>154</sup> Se Prop. 149 L (2010–2011) s. 90.

<sup>155</sup> Se Prop. 149 L (2010–2011) s. 92.

<sup>156</sup> Se Prop. 149 L (2010–2011) s. 91.

<sup>157</sup> Se Prop. 149 L (2010–2011) s. 90–91.

<sup>158</sup> Ibid.

<sup>159</sup> Ibid.

<sup>160</sup> Se Prop. 149 L (2010–2011) s. 91–92.

det oppstå situasjoner hvor forvaltningsselskapet ikke har tilstrekkelig insentiv til å iverksette slike prosesser selv om dette hadde vært i andelseiernes interesse». <sup>161</sup> En fjerde del av begrunnelsen er at det «kan bidra til at det er de fond som kostnadene angår som også blir belastet kostnadene og ikke andre fond», <sup>162</sup> noe som vil forhindre at andre fond blir påført unødige kostnader.

Formålet er altså at adgangen etter § 4-6 (1) nr. 4, vil forhindre at andelseiere blir påført unødige kostnader, som følge av at deres interesser ikke blir fulgt opp. Det skyldes særlig at man unngår at forvaltningsselskaper har unødvendig store organisasjoner, noe som kunne påført andelseiere unødige kostnader sammenlignet med å hente inn tjenestene eksternt. Uten en slik adgang måtte forvaltningsselskaper også ha innberegnet denne kostnadsdelen i forvaltningsgodtgjørelsen, basert på prognoser om forventet utgifter. Det ville ikke gjort iverksettelsen av slike prosesser for å ivareta andelseiernes interesser kostnadmessig nøytralt for selskapet, samtidig som det ikke nødvendigvis er enkelt å føre kontroll med om selskapet har ivaretatt andelseiernes interesser i alle sammenhenger.

### 3.3.3 Tegnings- og innløsningskostnader

UCITS er fond med såkalt «åpen inn- og utgang». <sup>163</sup> Det vil si at fondet skal være åpent for tegning og innløsning, minst to ganger i måneden, se vpfl. § 4-9 (1). <sup>164</sup> Tegnings- og innløsningsadgangen medfører at fondet og forvaltningsselskapet kan måtte pådra seg ekstrakostnader for å gjennomføre ordrene. <sup>165</sup>

Når forvaltningsselskapet mottar tegningsordre i fondet, vil forvaltningsselskapet vanligvis måtte gjøre kjøp av finansielle instrumenter i markedet med tilknyttede transaksjonskostnader, for å få investert kapitalen i samsvar med investeringsmandatet. I tillegg kan det påløpe administrative ekstrakostnader for forvaltningsselskapet, ved siden av de som allerede er innberegnet i forvaltningsgodtgjørelsen.

---

<sup>161</sup> Ibid.

<sup>162</sup> Se Prop. 149 L (2010–2011) s. 91. Se også Rosén (2015) s. 174–175 for mer om vurderingen.

<sup>163</sup> Sml. nasjonale fond og spesialfond som kan og plikter å opplyse om de eventuelt har «begrenset inngang» og «utgang», se vpfl. §§ 7-1, 7-3 og 7-5.

<sup>164</sup> Bransjepraksis er daglig tegnings- og innløsningsadgang for UCITS, se Prop. 149 L (2010–2011) s. 66. og Rosén (2015) s. 181. Tegnings- og innløsningsadgangen kan begrenses i noen situasjoner, blant annet ut fra hensynet til andelseierne, se vpfl. §§ 4-12 (7) og (8) og 4-13.

<sup>165</sup> Se kommentarene til vpfl. §§ 4-9, 4-12 og 4-4 (1) nr. 6 og 7 i Rosén (2015), for mer om tegning- og innløsning av fondsandeler.

Innløsningsadgangen medfører at forvaltningsselskaper må ta likviditetshensyn i forvaltningen, slik at innløsningsordre kan oppfylles, uten at fondet må gjøre kostbare endringer i porteføljen. Dersom forvaltningsselskapet mottar større innløsningsordre, kan det likevel bli behov for å selge finansielle instrumenter og eventuelt ta opp likviditetslån. Ved gjennomføring av slike transaksjoner for fondet, vil det kunne påløpe transaksjonskostnader for fondet, samt ekstrakostnader for forvaltningsselskapet.

Som påpekt ovenfor i pkt. 3.2, skal disse kostnadene fordeles på investorene som står bak tegnings- og innløsningsordrene, siden kostandene er knyttet til ivaretagelsen av deres individuelle interesser. Kompensasjon for tegnings- og innløsningskostnader har tradisjonelt vært gjort ved belastning av et fast sjablongmessig gebyr. En slik ordning er fremdeles tillatt, riktignok på nærmere vilkår, men det blir stadig vanlig å anvende såkalt «svingprising».<sup>166</sup> Ved svingprising blir kostnadene belastet indirekte gjennom at disse blir inntatt som en kostnad ved kalkuleringen av tegnings- og innløsningskursen.

### 3.4 Oppsummering

Redegjørelsen ovenfor har vist at det påløper en rekke kostnader ved forvaltningen av verdipapirfond. Forvaltningsgodtgjørelsen og de variable forvaltningskostnadene blir belastet andelseierne indirekte via eierandeler i fondet, mens tegnings- og innløsningskostnader blir belastet andelseierne direkte i forbindelse med oppgjøret etter tegningen eller innløsningsen av andeler i fondet.

Begrunnelsen for at forvaltningsselskaper har adgang til å belaste andelseiere kostnader varierer avhengig av kostnadstypen. Forvaltningsgodtgjørelsen skal sikre at forvaltningsselskaper får dekket sine faste utgifter ved forvaltningen, samt får et rimelig vederlag for forvaltningen. I tillegg skal den sikre at selskapene har tilstrekkelig med insentiver for å opprettholde et velfungerende fondsmarked. De variable kostnadene er nødvendige kostnader for fondet i forbindelse med investeringsvirksomheten. Tegnings- og innløsningskostnadene er nødvendig for å kompensere fondet og forvaltningsselskapet for

---

<sup>166</sup> Se for eksempel <https://www.klp.no/sparing-og-fond/spar-i-fond/svingprising-i-klp-fondene> (sist besøkt 17. januar 2023). Om bruk av tegnings- og innløsningsgebyrer, se *Norse-rapporten*.

tilleggskostnader forbundet med oppfyllelse av tegnings- og innløsningsordre fra investorer i fondet.

Forvaltningsselskaper har altså rett til å belaste andelseiere en rekke ulike typer kostnader ved forvaltningen av verdipapirfond. Det er ikke bare rimelig, men også en nødvendig del av verdipapirfond som investeringsprodukt. Derfor er heller ikke spørsmålet for den videre analysen *om* forvaltningsselskaper kan belaste andelseiere kostnader, men *hvilke grenser* forbudet mot «unødige kostnader» oppstiller for denne adgangen til å pådra og belaste andelseiere kostnader.

## 4 «Unødige kostnader» som vurderingstema

### 4.1 Ordlyden

Den grunnleggende utfordringen forbundet med unødighetsvurderingen, er som nevnt i pkt. 1.1, at vilkåret «unødige kostnader» oppstiller et vagt vurderingstema.<sup>167</sup> Vagheten gjør det som allerede indikert der, vanskelig å identifisere både rammene for og innholdet i unødighetsvurderingen: Hva går vurderingen ut på, hvilke omstendigheter er relevante og når blir en kostnad rammet av vilkåret? Og motsatt: Hva går vurderingen ikke ut på, hvilke omstendigheter er irrelevante og når går en kostnad klar av vilkåret? Det er disse uklare sidene ved forbudet mot unødige kostnader oppgaven har til siktemål å bidra til klargjøringen av.<sup>168</sup>

At vilkåret er vagt, følger av den naturlige språklige forståelsen av ordlyden til vilkåret. Vilkåret synes riktignok ha en kjerne, som går ut på at vilkåret rammer *unødvendige* kostnader. Det følger ikke bare av en naturlig språklig forståelse, men har også støtte i den leksikalske forståelsen av vilkåret.<sup>169</sup> I ordboken er «unødvendig» listet opp som et synonym,

---

<sup>167</sup> Se Kolflaath (2004), særlig s. 20–25, om ulike former for språklig uklarhet. Se også interessante bemerkninger hos Berge (2022) s. 92–93.

<sup>168</sup> Se pkt. 1.1 om siktemålet.

<sup>169</sup> Se Rt. 1997 s. 1341 (Hønskehaug I) for et eksempel på bruk av leksikalsk forståelse ved lov- og forskriftstolkning.



ved siden av blant annet «overflødig» og «overdriven».<sup>170</sup> Et støtteargument kan være at «unødige» er forstått som unødvendig på et annet rettsområde. I forarbeidene til dyrevelferdsloven § 3, hvor det fremgår at «[d]yr skal [...] beskyttes mot fare for *unødige* påkjenninger og belastninger» (min kursiv), blir for eksempel «unødige» tolket slik at det rammer «påkjenninger og belastninger som er *unødvendige* eller uakseptable, og som kan unngås» (min kursiv).<sup>171</sup>

Språklig sett synes imidlertid *ikke* vilkårets rekkevidde å være begrenset til å ramme kostnader som det vil være unødvendig å påføre andelseiere i verdipapirfond. En slik tolkning av vilkåret ville gitt det investorbekyttende forbudet, et svært snevert anvendelsesområde. Det ville vært problematisk, sett i lys av bredden i andelseiernes beskyttelsesbehov mot uakseptable kostnader. Etter min oppfatning er det derfor i stedet naturlig å forstå vilkåret slik at det også kan være andre grunner til at kostnader blir rammet av vilkåret, enn at de er unødvendige.

At ordlyden har en slik videre randsone, utenfor kjernen sin, har etter min mening også støtte i den leksikalske forståelsen av vilkåret. I ordboken blir «grunnløs» trukket frem som et synonym, ved siden av unødvendig o.l.<sup>172</sup> Ordet «grunnløs» trekker naturlig opp et bredere virkeområde for vilkåret, ved at manglende nødvendighet bare er en av flere mulige årsaker til at påføringen av kostnaden kan være ubegrunnet. Etter min mening tilsier med andre ord en språklig fortolkning av ordlyden at vilkåret «unødige kostnader» rammer kostnader som det fremstår som *uakseptabelt* å påføre andelseiere i et verdipapirfond. Et argument som trekker i samme retning er at en slik språklig forståelse av «unødige kostnader» samsvarer godt med den naturlige og leksikalske forståelsen av de ulike språkversjonene om forbudet i Kommisjonsdirektiv 2010/43/EU art. 22 nr. 4,<sup>173</sup> som vpff. § 2-25 (1) nr. 4, altså gjennomfører i norsk rett.<sup>174</sup>

Den danske språkversjonen av bestemmelsen, bruker uttrykket «unødige omkostninger». I en populær dansk ordbok blir «unødig» beskrevet som «besvær, bekymringer, lidelse el.lign. som kunne vært undgået», mens synonymene det blir vist til er «unødvendig» og

---

<sup>170</sup> Se [unodige - ordbokene.no](http://unodige-ordbokene.no) (ordbokene.no). Se også [unodig - Det Norske Akademis ordbok \(naob.no\)](http://unodig-det-norske-akademis-ordbok-naob.no) (sist besøkt 19. mai 2023).

<sup>171</sup> Se Ot.prp. nr. 15 (2008–2009) s. 23.

<sup>172</sup> Se fotnote 191.

<sup>173</sup> Den leksikalske forståelsen er særlig viktig her, fordi mine vurderinger av hva som er en naturlig språklig forståelse av vilkåret på andre språk enn norsk, blir begrenset av at jeg har helt ordinære språkferdigheter.

<sup>174</sup> Se pkt. 1.2.2 om den EØS-rettslige dimensjonen til forbudet.

«overflødig». <sup>175</sup> Den svenske varianten «onödiga kostnader» blir på lignende måte beskrevet som «inte nödvändig» og de oppførte synonymene er «obehövlig» og «överflödig». <sup>176</sup> Når det gjelder den engelske språkversjonen blir «undue» beskrevet som «to a level that is more than is necessary, acceptable, or reasonable» i Cambridge-ordboken. <sup>177</sup> Og i Oxford-ordboken blir den lignende beskrivelsen «more than you think is reasonable or necessary» brukt. <sup>178</sup> Den tyske språkversjonen bruker uttrykket «überzogene Kosten». I Oxford-ordboken er «überzogene» oversatt til «exaggerated» og «over the top». <sup>179</sup> Det samsvarer godt med Google Translate, hvor «überzogene Kosten» blir oversatt på norsk til «for store kostnader». <sup>180</sup> Den franske språkversjonen bruker uttrykket «coûts indus aux». I ordboken Linguee blir uttrykket oversatt til «undue» og «unfair» på engelsk. <sup>181</sup>

Uttalelsen i forarbeidene til dyrevelferdsloven § 3, hvor det blir lagt til grunn at «unødige påkjenninger», ikke bare rammer «unødvendige», men også «*uakseptable*» påkjenninger, gir også en viss støtte for tolkningen. Vekten som tolkningsbidrag er selvsagt begrenset, siden det dreier seg om et vidt forskjellig rettsområde, men uttalelsen støtter oppunder at en forståelse av «unødige» som noe mer enn bare «unødvendig», kan være språklig naturlig.

Den språklige analysen av ordlyden tilsier med andre ord at vilkåret «unødige kostnader» rammer alle kostnader det fremstår som *uakseptabelt* å påføre andelseiere i verdipapirfond. Selv om denne tolkningen presiserer vurderingstemaet, etterlater ordlyden likevel et behov for videre klargjøring. Det presiserte vurderingstemaet fremhever at det skal foretas en konkret vurdering av om begrunnelsen for å belaste kostnaden er overbevisende, og sammenhengen med resten av forbudet mer enn antyder at hva som er i andelseiernes interesser blir et sentralt hensyn i denne vurderingen.

---

<sup>175</sup> Se <https://ordnet.dk/ddo>, søkeord «unødig» (sist besøkt 9. februar 2023).

<sup>176</sup> Se <https://svenska.se/>, søkeord «onödig». Her fremgår det at ordet betyr «inte nödvändig» og at synonymer er «obehövlig» og «överflödig». Førstnevnte synonym betyr «som inte fordras för visst ändamål». Oversatt til norsk betyr det «som ikke er nødvendig for et bestemt formål» jf.

[https://www.google.com/search?q=google+translate+norsk+engelsk&rlz=1C1GCEB\\_enNO968NO969&oq=google&aqs=chrome.0.69i59j69i57j69i59j0i395i424i433i466i512j0i433i512i2j0i512j0i433i512i3.960j1j1&sourceid=chrome&ie=UTF-8](https://www.google.com/search?q=google+translate+norsk+engelsk&rlz=1C1GCEB_enNO968NO969&oq=google&aqs=chrome.0.69i59j69i57j69i59j0i395i424i433i466i512j0i433i512i2j0i512j0i433i512i3.960j1j1&sourceid=chrome&ie=UTF-8) (sist besøkt 21. juni 2023).

<sup>177</sup> Se <https://dictionary.cambridge.org/>, søkeord «undue». Ordet er plassert i kategorien «formelt», som indikerer at det ikke er vanlig i dagligtale. Ordene «inordinate» og «unjustified» er oppført som synonymer (sist besøkt 21. juni 2023).

<sup>178</sup> Se <https://www.oxfordlearnersdictionaries.com/>, søkeord «undue» (sist besøkt 21. juni 2023).

<sup>179</sup> Se <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/german-english/uberzogen> (sist besøkt 9. februar 2023).

<sup>180</sup> Se <https://www.google.com/search?q=google+translate&oq=&aqs=chrome.1.69i57j69i59j46i67i199i433i465j0i67i131i433j0i512j0i67i131i433j0i67i13j0i67i433.1415j0j7&sourceid=chrome&ie=UTF-8> (sist besøkt 9. februar 2023).

<sup>181</sup> Se <https://www.linguee.com/french-english/translation/Indus.html> (sist besøkt 9. februar 2023).

Ordlyden gir ikke nærmere veiledning om hvordan andelseiernes interesser skal avveies mot forvaltningsselskapets og samfunnets interesser i vurderingen.<sup>182</sup> Forvaltningsselskaper har som nevnt i pkt. 1.1, behov for å få dekket sine utgifter til og belaste en godtgjørelse for utførelsen av forvaltningsoppdraget. Samtidig har samfunnet en bredere kapitalmarkedsinteresse i at grensene som trekkes opp, balanserer andelseiernes behov for investorbeskyttelse mot behovet for å kunne belaste kostnader, på en slik måte at reguleringen styrket funksjonaliteten til fondsmarkedet.<sup>183</sup> Spenningsforholdet skaper behov for en nærmere klargjøring av unødighetsvurderingen.

Sett i lys av at ordlyden ikke gir veiledning, må denne klargjøringen skje i lys av det øvrige relevante kildematerialet.<sup>184</sup> Det første steget i denne klargjøringsprosessen, blir å se nærmere på hvilke klargjørende retningslinjer det er grunnlag for å utlede fra det jeg omtaler som «beste interesse-standarden».<sup>185</sup>

## 4.2 Beste interesse-standarden

### 4.2.1 Utgangspunkt

Forbudet mot unødige kostnader er ment som en presisering av det generelle kravet forvaltningsselskaper er underlagt om å handle i «verdipapirfondets og andelseiernes beste interesse» etter vpff. § 2-25 (1). Denne forskriftsbestemmelsen er igjen en presisering av kravet om god forretningsskikk i vpfl. § 2-15, gitt med hjemmel i vpfl. § 2-15 (4).<sup>186</sup> Dette hjemmelsgrunnlaget kan ha bidra til klargjøringen av unødighetsvurderingen. Det oppstiller ikke bare rammer for tolkningen.<sup>187</sup> Det bidrar også med retningslinjer, ved å angi hvilke hensyn forbudet er ment å ivareta og hvordan disse skal avveies.<sup>188</sup>

---

<sup>182</sup> Sml. andre bestemmelser med vage vurderingstema, som for eksempel «urimelig» i avtaleloven § 36 og lov 16. juni nr. 15 1961 om rettshøve mellom grannar (grannelova – gl) § 2, hvor det blir oppstilt vurderingsmomenter i bestemmelsen.

<sup>183</sup> Se pkt. 4.2.3.

<sup>184</sup> Se kap. 2 om rettskildebildet.

<sup>185</sup> Se vpff. § 2-25 (1): «Forvaltningsselskapet plikter å handle i verdipapirfondets og andelseiernes beste interesse ved at det:».

<sup>186</sup> Verdipapirfondloven § 2-15 (4) lyder: «Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om krav til god forretningsskikk.»

<sup>187</sup> Se nærmere i Aarli/Mæhle (2022) s. 227–229 om denne funksjonen til hjemmelsgrunnlag. Se også HR-2018-1907-A (Blom fiskeoppdrett), særlig avsnitt 49, 50 og 105, til illustrasjon.

<sup>188</sup> Dette gir hjemmelsgrunnlaget både såkalte «avgrensende» og «anvisende» funksjoner. Terminologien er hentet fra omtalen av de lignende funksjonene til vurderingstema i Aarli/Mæhle (2022) s. 326 flg.

Hva det nærmere innebærer, må fastlegges i lys av kravet om god forretningsskikk i vpfl. § 2-15 (1) og (2) og vppf. § 2-25 (1). Det følger av § 2-15 (2) at forvaltningsselskaper skal «påse at verdipapirfondenes og andelseiernes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte»,<sup>189</sup> mens vppf. § 2-25 (1) bare gjelder forvaltningsselskapets plikt til å ivareta «verdipapirfondets og andelseiernes beste interesse».<sup>190</sup>

Hjemmelsgrunnlaget til forbudet tydeliggjør at beskyttelse av verdipapirfondets og andelseiernes interesser er det sentrale hensynet bak forbudet, ikke ivaretagelse av markedets integritet. Det betyr ikke at markedshensyn og andre hensyn er uten betydning i unødighetsvurderingen,<sup>191</sup> men innebærer at betydningen i første rekke må fastlegges ut fra et fonds- og andelseierperspektiv.<sup>192</sup>

Forholdet mellom vpfl. § 2-15 (1), hvor det fremgår at «[e]t forvaltningsselskap skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk», og beste interesse-standarden i (2), er noe uklart. Det skyldes at overskriften til bestemmelsen er «[g]od forretningsskikk», samtidig som bare første ledd taler om god forretningsskikk eksplisitt, og bestemmelsen ikke uttrykkelig viser hvordan første og annet ledd er koblet sammen. I tillegg er ikke forholdet mellom dem klargjort i forarbeidene. Jeg oppfatter det slik at beste interesse-standarden er det grunnleggende adferdskravet, mens kravet i første ledd er et tilleggskrav om at praktiseringen av beste interesse-standarden til enhver tid skal samsvare med det som må anses for å være «god forretningsskikk». Dette tilleggskravet blir aktuelt, når det er ulike oppfatninger om hvilke krav beste interesse-standarden stiller til forvaltningen.

Det som uansett er sikkert, er at henvisningen til «nærmere regler om krav til god forretningsskikk» i vpfl. § 2-14 (4), også viser til beste interesse standarden, slik at også denne inngår som en del av hjemmelsgrunnlaget til forbudet. Tolkningen har ikke bare støtte i overskriften til bestemmelsen «[g]od forretningsskikk», samt den naturlige sammenhengen mellom vpfl. § 2-15 (1) og (2). første og andre ledd. Det følger også tydelig av UCITS-regelverket, hvor forbudet mot «undue costs» er forankret direkte i beste interesse-standarden i UCITS-direktivet art. 14 nr. 1, se Kommisjonsdirektiv 2010/43/EU art. 22.

---

<sup>189</sup> Se pkt. 2.2.3 om den lignende hjemmelsrekken til forbudet mot «undue costs».

<sup>190</sup> Se Rosén (2015) s. 123–124. for generelle betraktninger om forholdet mellom fonds- og andelseierinteressen og markedets integritet i relasjon til vpfl. § 2-15.

<sup>191</sup> Se pkt. 4.2.3 nedenfor.

<sup>192</sup> Se for øvrig Rosén (2015) s. 123–124 i denne retningen mer generelt i relasjon til vpfl. § 2-15. Sml. også Kjørven (2017) s. 37–40 om forholdet mellom disse to hensynene, for det lignende kravet om god forretningsskikk i vphl. § 10-9 (dagjeldende § 10-11).

Mot denne bakgrunnen tilsier koblingen mellom forbudet og beste interesse-standard, at denne standarden blir startpunktet for klargjøringen av unødighetsvurderingen.<sup>193</sup> Sett i lys av at vpff. § 2-25 (1) pålegger forvaltningsselskaper å både ivareta «verdipapirfondets» og «andelseiernes [...] interesser» på beste måte (pkt. 4.2.2), er det først behov for å klargjøre forholdet mellom disse to interessene. Deretter går jeg over til å fastlegge det nærmere innholdet hva andelseierinteressen (pkt. 4.2.3).

## **4.2.2 Forholdet mellom fondets og andelseiernes interesser**

Verdipapirfondforskriften § 2-25 (1) slår som nevnt, fast at forvaltningsselskaper har en plikt til å handle i både «verdipapirfondets» og «andelseiernes» interesse ved etableringen og forvaltningen av verdipapirfond. Når disse interessene står sentralt i unødighetsvurderingen, blir det nødvendig å avklare forholdet mellom dem. Spørsmålet som melder seg, er om formuleringen av standarden, gir uttrykk for at fondet og andelseiere har ulike interesser knyttet til fondsforvaltningen, som må avveies mot hverandre, eller om dette egentlig er to sider av samme sak, og at forklaringen på fremhevingen av begge interessene er annen.

Skillet mellom verdipapirfondets og andelseiernes interesser, skyldes at verdipapirfond som nevnt i pkt. 1.1, er gitt status som en egen juridisk person. En fordel ved å samle andelseiernes felles investeringsinteresse gjøre verdipapirfondet til en egen juridisk person, er at andelseiernes felles investeringsinteresse på denne måten blir samlet på én hånd, ikke bare for alle praktiske formål, men også rettslig. For at statusen skal være meningsfylt, må fondet hvert fall kunne stifte rettigheter og plikter av formuesrettslig karakter,<sup>194</sup> samt gjøre gjeldende krav ved brudd på disse rettighetene, for eksempel erstatningskrav.<sup>195</sup> Statusen gjør organiseringen av verdipapirfond enklere, samt sikrer investorbeskyttelse ved at skillet mellom formuesmassen til fondet, forvaltningsselskaper og depotmottakere, blir tydeliggjort.

Selv om regulering av verdipapirfond som en egen juridisk person har sine fordeler, kan verdipapirfond også være velfungerende uten å ha rettssubjektivitet, slik som i svensk

---

<sup>193</sup> Slik også Finanstilsynet og ESMA, 5.1 og 5.2.

<sup>194</sup> Se fotnote 4. Se Øyen (2015) s. 92 og Woxholt (2008) s. 150–155) om ulike former for rettslig handleevne hos juridiske personer. Det sondres mellom formuerettslig, prosessuell og forvaltningsrettslig rettsevne. I tillegg kommer skatterettslig rettsevne.

<sup>195</sup> Se vpfl. § 11-1. Om fond har partsevne er usikkert, se Truyen (2006) s. 294 flg.

rett.<sup>196</sup> I noen jurisdiksjoner blir statusen som juridisk person tatt et steg videre, ved at regelverket åpner for å utstyre verdipapirfond med egne styrende organer.<sup>197</sup> Disse jurisdiksjonenes tilbud av et bredt spekter av organiseringsmuligheter, synes å ha bidratt til å gjøre dem til populære hjemstater for kapitalforvaltere.<sup>198</sup> En diskusjon om hva som er en hensiktsmessig organisatorisk regulering av kollektive investeringer i norsk rett, herunder om det norske fondsregimet burde inneholde flere organisasjonsalternativer for fond, slik at Norge kan bli en mer populære hjemstat for fondsforvaltere, kan slik sett være interessant, men det faller utenfor denne oppgavens rammer.

Sett i lys av at fondet er oppstått ved innskudd fra og eid av andelseierne i fellesskap, utgjør nødvendigvis ivaretagelse av andelseierinteressen, en sentral del av fondsinteressen. Hensynet til fondets kreditorer kan ses på som en del av denne interessen, på den måten at det vanligvis også er i andelseiernes interesse at fondet dekker sine forpliktelser, men den kan også kategoriseres som en særinteresse for fondet.<sup>199</sup> I hvilken grad fondsinteressen også omfatter andre interesser, for eksempel ulike samfunnsinteresser, er det hverken rom eller behov for å avklare i denne oppgaven.<sup>200</sup>

For spørsmålet om hvilke kostnader det er i fondets interesse å bli belastet, må nemlig verdipapirfondets og andelseiernes interesser må anses som to sider av samme sak. Det skyldes for det første at kostnadene påvirker avkastningen til andelseierne, slik at hensynet til ivaretagelse av eierinteressen, uansett blir den sentrale interessen til fondet. For det andre fremstår kreditorinteressen som lite relevant i unødighetsvurderingen. Dekningsadgangen er generelt god i UCITS, på grunn av den begrensede muligheten til å foreta låneopptak og forbudet mot shortsalg, se vpfl. § 6-10.<sup>201</sup> I tillegg er ikke kostnadene som påløper for fondet av en slik størrelse at det uansett skulle få noen reell betydning for kreditordekningen.<sup>202</sup> For det tredje inngår relevante tredjepartsinteresser knyttet til kostnadsnivået, også som en del av

---

<sup>196</sup> I svensk rett benytter man en tilsvarende tredeling mellom fond, forvaltningsselskap og depotmottaker som i norsk rett, uten at fondet er tildelt status som juridisk person, se lag 2004 nr. 46 om värdepappersfonder (värdepappersfondlagen) kap. 4 § 1 første ledd – om den rettslige stillingen til verdipapirfond: «En värdepappersfond kan inte förvärva rättigheter eller ta på sig skyldigheter. Fonden kan inte heller föra talan inför domstol eller någon annan myndighet.» Om den tredelte organiseringen av svenske verdipapirfond, se värdepappersfondlagen kap. 2, 3 og 4.

<sup>197</sup> I sentral-europeiske jurisdiksjoner er det for eksempel vanlig at fond kan organiseres som aksjeselskaper med variabel kapital, se Truyen (2006) s. 290 og SOU 2002: 56 s. 196 flg.

<sup>198</sup> Se Truyen (2006) s. 289–290 om Irland. Det samme gjelder også for Luxembourg, se Kremer/Lebbe (2014).

<sup>199</sup> Skillet mellom eier- og kreditorinteresser er inspirert fra aksjeselskapsretten, hvor skillet står sentralt, se for eksempel Truyen (2005) s. 155 flg.

<sup>200</sup> Se Truyen (2005) s. 179 om den lignende problemstillingen innenfor myndighetsmisbrukskonteksten til *inspirasjon*.

<sup>201</sup> Se nærmere om vpfl. § 6-10 i pkt. 3.3.2.

<sup>202</sup> Det har også sammenheng med at deknningen generelt er god i UCITS, på grunn av den begrensede muligheten til låneopptak og forbudet mot shortsalg, se vpfl. § 6-10.

andelseierinteressen.<sup>203</sup>

I forlengelsen må det må trekkes et skille mellom andelseiernes (isolerte) interesser, forvaltningsselskapets interesser og samfunnets kapitalmarkedsinteresser.

Unødig vurderingen handler grunnleggende sett om å veie disse interessene mot hverandre.<sup>204</sup> Et viktig steg i klargjøringen av vurderingen, blir dermed å få en bedre forståelse for innholdet av andelseierinteressen, nedenfor.<sup>205</sup>

## **4.2.3 Hva går andelseiernes interesser ut på?**

### **4.2.3.1 En avveining av tre typer interesser**

Hva andelseiernes interesser går ut på De nevnte aspektene ved beste interesse-standarden, blir ikke presisert i hverken vpff. § 2-25 (1) eller hjemmelsgrunnlaget vpfl. § 2-15.

Forarbeidene til verdipapirfondloven inneholder heller ingen retningslinjer om tolkningen av standarden. Noen helhetlig redegjørelse for innholdet av standarden, fremgår heller ikke av forarbeidene til den tidligere lovgivningen på fondsområdet.<sup>206</sup> En slik redegjørelse og tydelige retningslinjer, mangler også i forarbeidene og fortalen til UCITS-regimet.<sup>207</sup> Og hverken Finanstilsynet eller ESMA har gitt en slik redegjørelse.<sup>208</sup> Teorien på området gir også begrenset med veiledning.<sup>209</sup> Konsekvensen er at innholdet av andelseierinteressen, hovedsakelig må klargjøres basert på en tolkning av ordlyden, i lys av hensynene som gjør seg gjeldende.

Ordlyden «andelseiernes beste interesse» tilsier at etableringen og forvaltningen av fondet, skal legges opp slik at den gir et best mulig resultat for andelseierne i fondet. Hva som vil være det beste resultatet, må ses i sammenheng med at plassering av kapital i et verdipapirfond er en investering.<sup>210</sup> Fondsandeler er et finansielt instrument,<sup>211</sup> uten annen

---

<sup>203</sup> Se pkt. 4.2.3.2 nedenfor.

<sup>204</sup> Se pkt. 4.2.1 om koblingen mellom forbudet og beste interesse-standarden.

<sup>205</sup> En slik dypere forståelse er også hensiktsmessig for å kunne gjøre bruk av det øvrige rettskildematerialet på en treffende måte, sett i lys av at tolkningsbidragene som kan utledes derfra, også grunnleggende sett er et utslag av den samme interesseavveiningen.

<sup>206</sup> Se likevel enkelte fragmentariske uttalelser av relevans nedenfor.

<sup>207</sup> Ibid.

<sup>208</sup> Se nærmere om bidragene fra tilsynspraksis i pkt. 4.3 og 4.4.

<sup>209</sup> Jf. nedenfor.

<sup>210</sup> Se Rosén (2015) s. 124.

<sup>211</sup> Se vphl. § 2-2 (1) nr. 3.

verdi for kunden enn muligheten eierskapet til instrumentet gir for avkastning.<sup>212</sup> Gitt at formålet med eierskapet er av økonomisk karakter, er det avkastningen på kapitalplasseringen som er av interesse for andelseierne. Det beste for dem, er å oppnå en høyest mulig avkastning på kapitalen i løpet av investeringsperioden, innenfor de rammene som er fastsatt for forvaltningsoppdraget i investoinformasjone.<sup>213</sup> Siden kostnader reduserer avkastningen på investeringen, tilsier andelseiernes beste interesser at kostnadene forbundet med investeringen, skal være så lave som mulig.<sup>214</sup>

I forlengelsen kan det umiddelbart fremstå slik at enhver kostnad som påløper for fondet, vil være i strid med andelseiernes interesser. Ved nærmere ettertanke vil man imidlertid oppdage at det ikke bare er rimelig, men også nødvendig at andelseiere blir påført en rekke kostnader i forbindelse med fondsinvesteringen. For det første påløper det betydelige utgifter for forvaltningsselskaper ved utøvelsen av fondsvirksomheten, som selskapene er avhengige av å få dekket for å kunne drive virksomhet.<sup>215</sup> For det andre er forvaltningsselskaper avhengige av å kunne opparbeide seg en profitt, for at virksomheten skal kunne være bærekraftig, herunder ha muligheten til å tåle krevende markedsforhold. For det tredje må det være mulighet for å drive profitabel fondsvirksomhet, dersom aktører skal ønske å pådra seg risikoen forbundet med å drive fondsvirksomhet. Uten slike økonomiske er det ikke attraktivt å drive fondsvirksomhet og derigjennom bidra til opprettholdelsen og videreutviklingen av et velfungerende fondsmarked, hvor andelseiere kan være forbrukere av fondsforvaltning som en finansiell tjeneste, gjennom investering i verdipapirfond.<sup>216</sup>

En anvendelse av forbudet som sikrer et velfungerende fondsmarked, ved å ivareta hensynet

---

<sup>212</sup> Se tilsvarende hos Færstad (2021) s. 170. Se også SOU 2002: 56 s. 263 flg. Til sammenligning er for eksempel kjøp av fast eiendom som bolig eller hytte, og løvsøre som kunst og klokker, objekter med både økonomisk verdi og bruksverdi for eieren. Det kan påvirke den rettslige behandlingen, sml. Færstad (2021) s. 169 flg.

<sup>213</sup> Slik Rosén (2014) s. 124: «Å spare i fond er en investering, og andelseiernes felles interesse er å få en så bra avkastning som mulig ut fra fondets plasseringsinnretning og risikonivå (andelseierinteressen).» Se også Ot.prp. nr. 68 (1980–1981) s. 8. Se i tillegg COM(2005) 314 s. 2: «The EU regulatory environment should enable the fund industry to develop soundly structured, well-administered collective investments which *deliver the highest possible returns* consistent with the individual investors' financial capacity and risk appetite while giving them all the necessary information to evaluate risks and costs» (min kursiv).

<sup>214</sup> Se Rosén (2015) s. 124 i samme retning.

<sup>215</sup> Se kap. 3 om kostnadene som påløper.

<sup>216</sup> Merk at *ikke* alle andelseiere er forbrukere i rettslig forstand. Det rettslige forbrukerbegrepet omfatter ikke enhver person som bruker finansielle tjenester, se finansavtaleloven 2020 § 1-4 (1): «Med *forbruker* menes i denne loven en fysisk person når avtalen har et formål som hovedsakelig ligger utenfor personens forretnings- eller yrkesvirksomhet.». Se også den nærmere analysen av forbrukerbegrepet ved investeringer i finansielle instrumenter i Færstad (2021), særlig s. 175–210.



til forvaltningsselskapene, er altså en forutsetning for at andelseiere skal ha attraktive verdipapirfond å investere i, og dermed klart en del av andelseierinteressen. I tillegg har ivaretagelse av forvaltningsselskapets interesser, en side mot samfunnets interesser i et velfungerende kapitalmarked. Fondsmarkedet bidrar positivt til samfunnet, ved å legge til rette for at overskuddskapital hos allmennheten som typisk ville blitt plassert som bankinnskudd, istedenfor blir allokert til potensielt samfunnsnyttige prosjekter med finansieringsbehov.<sup>217</sup> I tillegg skaper fondsmarkedet en del arbeidsplasser og statlige skatte- og avgiftsinntekter. Samfunnet har derfor en selvstendig interesse i at forvaltningsselskapenes interesser blir ivaretatt i unødighetsvurderingen. Selv om denne interessen ikke gjelder andelseierne direkte, må samfunnets kapitalmarkedsinteresser derfor likevel anses som et relevant hensyn i tolkningen.

Uten økonomiske insentiver om profitt vil få ha interesse av å drive med fondsforvaltning. Riktignok kan noen forvaltningsselskaper tenkes å se seg tjent med å drive fondsvirksomhet på ideell basis, for eksempel fordi det kan være nyttig for å tiltrekke seg kunder til annen tilknyttet profittskapende virksomhet i selskapet eller konsernet selskapet inngår i. Det er også unntaksvis tenkes at noen aktører ønsker å drive fondsvirksomhet til kostpris, for å tilby billigst mulig fondsforvaltning, av ideelle grunner.<sup>218</sup> At den samlede effekten likevel vil være et langt dårligere fondstilbud, fremstår det imidlertid som vanskelig å komme utenom. En slik utvikling vil ikke bare ha negative effekter for vanlige ikke-profesjonelle spareres mulighet til å oppnå god langsiktig avkastning på egenkapitalen sin i finansmarkedet, ved siden av den tradisjonelle norske boligsparingen. Den vil også kunne svekke allokeringfunksjonen til fondsmarkedet. I tillegg til at det vil gå hardt utover norsk kapitalforvaltning som næring, med tilhørende negative konsekvenser ikke bare for aksjonærene og ansatte i selskapet, men også for samfunnet i form av tapte arbeidsplasser og skatteinntekter, blant annet.

Mot denne bakgrunnen må beste interesse-standarden tolkes slik, at det må foretas en helhetlig vurdering av hvilke kostnader det er i samsvar andelseiernes interesser å belaste. Analysen ovenfor har vist at det ikke bare andelseiernes isolerte interesse i lave kostnader, for å oppnå høyest mulig avkastning, som må vektlegges.<sup>219</sup> Det er behov for å anlegge et bredere perspektiv, hvor det også tas hensyn til forvaltningsselskapers behov for å belaste kostnader

---

<sup>217</sup> Se pkt. 1.1 om allokeringfunksjonen.

<sup>218</sup> Et av verdens største forvaltningsselskaper, The Vanguard Group Inc («Vanguard»), synes å være et eksempel på et forvaltningsselskap, som hvert fall delvis, skal drives etter en slik ideell forretningsidé, se Balchunas (2022). Dette synse imidlertid å være unntaket som bekrefter hovedregelen.

<sup>219</sup> Se Rosén (2015) s. 123 i samme retning, hvor han ved omtalen av beste interesse-standarden legger til grunn at: «Angivelsen [av hvilke interesser kravet til god forretningsskikk skal ivareta] er ikke uttømmende. Den reflekterer direktivets minimumsangivelse, jf. Artikkel 14(1) bokstav a til d.»

og samfunnets kapitalmarkedsinteresse. Sagt på en annen måte, legger beste interessestandard opp til at det må foretas en interesseavveining.

Den klassiske metaforen for å illustrere interesseavveininger er de to vektskålene til Justitia, hvor interesser plasseres i hver sin skål og avveies mot hverandre, med mål om å finne en rimelig balanse (likevekt). Denne metaforen gir ikke et treffende bilde, når det er tale om å veie minst tre interesser mot hverandre, slik som i vår situasjon. Det som derimot kan være hjelpsomt, er istedenfor å se for seg at interessene står i et slags trekantforhold. Trekanten illustrer at interessene kan støte mot hverandre, tilsi ulike løsninger og noen interesser kan måtte prioriteres på bekostning av andre, samtidig som de likevel alltid vil være bundet sammen av en indre sammenheng. Unødighetsvurderingen handler ikke om å sikre at disse interessene får likt gjennomslag, men å balansere dem på den måten som har de beste grunnene for seg.

#### **4.2.3.2 Forskjeller i interesseavveiningen avhengig av kostnadstypen**

Spenningsforholdet mellom de tre interessene varierer avhengig av hvilken type kostnad som er til vurdering. Det må særlig trekkes et skille mellom forvaltningsgodtgjørelsen og de øvrige kostnadstypene, ettersom disse tydelig ivaretar ulike hensyn.<sup>220</sup> Forvaltningsgodtgjørelsen skal ikke bare dekke de faste forvaltningskostnadene. Den skal også sikre oppfyllelsen av profittmålsetningen forvaltningsselskaper har for virksomheten. Til sammenligning er funksjonen til de øvrige kostnadstypene bare å sikre at de øvrige kostnadene forbundet med forvaltningen blir dekket. Likheten i funksjon for disse kostnadstypene, reduserer behovet for å skille mellom dem ved klargjøringen av unødighetsvurderingen.

Spenningsforholdet er sterkest ved vurderingen av forvaltningsgodtgjørelsen, nærmere bestemt profittdelen av godtgjørelsen.<sup>221</sup> På den ene siden tilsier andelseieres investeringsmål om høyest mulig avkastning at forvaltningsgodtgjørelsen skal være lavest mulig. På den andre siden tilsier forvaltningsselskapers profittmål motsetningsvis at forvaltningsgodtgjørelsen skal være så høy som mulig.<sup>222</sup> Den tredje siden – samfunnets bredere kapitalmarkedsinteresse –

---

<sup>220</sup> Se kap. 3.

<sup>221</sup> Se pkt. 3.3.1 om skillet mellom forvaltningsgodtgjørelsens utgiftsdel og profittdel.

<sup>222</sup> Slik også SOU 2002: 56 s. 131: «Fondspararen vill ha så hög avkastning som möjligt till så låga kostnader som möjligt. Fondbolaget däremot har intresse av att skapa så hög vinst som möjligt till sina ägare samtidigt som de skall se till att fondspararna får en hög avkastning.»

tilsier at det er behov for å balansere disse to motstående interessene mot hverandre, slik at godtgjørelsesnivået fremstår som rimelig fra både et andelseier- og forvalterperspektiv.

Det siste skyldes at funksjonaliteten til markedet både avhenger av at investorer ønsker å plassere kapital i fond og at forvaltningsselskaper etablerer attraktive fond. Hvis andelseiere opplever godtgjørelsesnivået som urimelig høyt, vil det over tid redusere tilliten til fond som et attraktivt sparealternativ. Det vil igjen redusere mengden kapital som blir plassert i og allokert til samfunnsnyttige prosjekter, gjennom verdipapirfond.<sup>223</sup> Samtidig vil tilbudet av verdipapirfond bli vesentlig svekket, dersom det trekkes opp urimelig smale grenser for størrelsen på forvaltningsgodtgjørelsen. Forvaltningsselskaper vil da miste sitt viktigste insentiv – muligheten for profitt – for å drive fondsvirksomhet.<sup>224</sup>

Når det gjelder de øvrige kostnadene, må derimot de tre interessene anses for å være sammenfallende. For de faste og variable forvaltningskostnadene, tilsier andelseierinteressen igjen at disse ikke er høyere enn nødvendig, slik at avkastningen blir høyest mulig i samsvar med investeringsmålet. I motsetning til ved forvaltningsgodtgjørelsen, skal forvaltningsselskaper samtidig ha interesse av å drive aktiv kostnadsstyring i fondet, med siktemål om å pådra andelseiere lavest mulig forvaltningskostnader.

Det skyldes at forvaltningsselskaper har adgang til å ivareta profittmålet sitt gjennom forvaltningsgodtgjørelsen, samtidig som andelseiere har en berettiget forventning om kostnadseffektiv forvaltning, ut fra oppdragets karakter.<sup>225</sup> I tillegg kan kostnadseffektiv forvaltning øke profittmarginen til selskapet, ved siden av at det bidrar til kundetilfredshet og potensielt styrke egen merkevare som forvalter. Dette bidrar igjen til å opprettholde tilliten til fondsmarkedet. Samlet blir det dermed en slags «vinn vinn-situasjon» for både andelseierne, forvaltningsselskapet og samfunnet for øvrig.

---

<sup>223</sup> Se SOU 2002: 56 s. 238 flg. om viktigheten av tillit i fondsmarkedet. Se også Rosén (2015) s. 23–24 og 124. Se også Kjørven (2017) s. 38 om viktigheten av tilliten i kapitalmarkedet mer generelt.

<sup>224</sup> Se pkt. 4.2.4 nedenfor om utfordringene forbundet med å finne den rimelige balansen mellom andelseierinteressen og forvalterinteressen.

<sup>225</sup> Se nærmere om forvaltningsoppdragets karakter nedenfor.

Riktignok kan forvaltningsselskaper ha koblinger til tredjeparter som gir dem økonomiske insentiver til likevel å pådra sine fond unødige forvaltningskostnader.<sup>226</sup> Disse forsterkes av at fondsforvaltning er en tillitsbaserte tjeneste, og informasjonsasymmetrier mellom andelseierne og forvaltningsselskapet, som gjør det vanskelig for andelseiere å føre kontroll med forvaltningen, herunder kostnadsstyringen i fondet.<sup>227</sup> Samlet gir dette forvaltningsselskaper insentiver til å sette egne økonomiske interesser fremfor andelseiernes, såkalt «prinsipal-agent-problematikk».<sup>228</sup>

Et eksempel er avtaler om distribusjon, rådgivning, analyser og ordreutførelse (megling) som blir inngått med foretak, hvor det eksisterer en direkte eller indirekte kobling mellom forvaltningsselskapet og foretaket. Essensen er at forvaltningsselskapet inngår avtaler på unødig dårlige vilkår, til fordel for den tilknyttede aktøren, på bekostning av fondet slik at fondet blir påført ekstrakostnader. Fordelene kan bestå av innbringende markedsføring av fondene til selskapet, returprovisjoner eller andre økonomiske fordeler.<sup>229</sup> Et annet eksempel er at forvaltningsselskapet pådrar fondet unødige transaksjonskostnader ved å forvalte fondet med en unødvendig høy transaksjonsintensitet. Det øker kurtasjeinntekter for tilknyttede meglerforetak. Forvaltningsselskapet kan tenkes å bli kompensert av foretaket for dette på ulike måter, eller kompensasjonen kan skje indirekte ved at samarbeidet skaper økte inntekter i et felles finanskonsern, på bekostning av andelseierne. Et tredje eksempel er situasjoner hvor koblinger gir forvaltningsselskapet økonomiske insentiver til å gi andre kunder bedre vilkår ved utførelsen av ordre, på bekostning av fond

---

<sup>226</sup> Se vpff. § 2-20 for eksempler på slike interessekonflikter. Slike såkalte «related-party transactions» har vist seg å utgjøre en stor risiko for at andelseiere blir påført unødig høye kostnader, se endringsforslaget fra ESMA s. 10 avsnitt 23, med videre henvisninger. Se Langevoort (2005) s. 1020 om problemstillingen i det amerikanske fondsmarkedet.

<sup>227</sup> Se SOU 2002: 56 s. 129 som oppsummerer det treffende: «Det kan også vara svært för en enskild fondsparare att ha insyn i sparformen. Sparmedlen betalas in till en fond och behandlas därefter av fondbolaget. För en utomstående är det i princip omöjligt att bevaka att sparmedlen förvaltas effektivt och på bästa möjliga sätt. Varje enskild fondsparare är mycket liten i den industri av fonder som vuxit fram. Lagstiftningen går därför i princip ut på att bevaka fondspararens intressen, men det krävs också *en hel del förtroende* för fondbolagen för att fondsparandet skall fungera» (min kursiv).

<sup>228</sup> Se Prop. 149 L (2010–2011) s. 13: «Såkalte prinsipal-agent-problemer kan gjøre seg gjeldende i diskresjonær fondsforvaltning ettersom det ikke er fullt interessesammenfall mellom oppdragsgiver (prinsipalen) og den som skal utføre oppdraget (agenten), og det er asymmetrisk informasjon mellom prinsipalen og agenten». Se Kjørven (2017) s. 42–45 om prinsipal-agent-problematikk ved investeringer i finansielle instrumenter generelt. Se også SOU 2002: 56 s. 251 flg. og Moloney (2018) s. 255 med videre henvisninger.

<sup>229</sup> Se Langevoort (2005) s. 1020 i samme retning. Han skriver om interessekonflikter forbundet med prosentvis honorarberegning (insentiv til å øke forvaltningskapitalen) og nærhet med verdipapirforetak som kan gi grunnlag for megleravtaler som avviker fra markedsmessige vilkår. Finanstilsynet har foreslått å forby returprovisjoner, se [Finanstilsynet foreslår forbud mot returprovisjon ved formidling av spareprodukter - Finanstilsynet.no](https://www.finanstilsynet.no/finanstilsynet/nyheter/finansstilsynet-foreslar-forbud-mot-returprovisjon-ved-formidling-av-spareprodukter) (sist besøkt 21. juni 2023).

selskapet forvalter. Forvaltningsselskapet kan forskjellsbehandle kunder ved å gi lavere snitt pris på finansielle instrumenter fra en aggregert (samlet) ordre.<sup>230</sup>

Forvaltningsoppdragets karakter tilsier imidlertid at denne siden av forvalterinteressen er uten betydning i unødighetsvurderingen, fordi den ikke er beskyttelsesverdig. Formålet med fond er å få til en symbiose mellom investorer (kunde) og forvaltningsselskaper (tjenesteyter). Gjennom fondet får investorer dra nytte av forvaltningsselskapets faglige kompetanse og ressurser, noe som gir dem muligheten til å få god langsiktig avkastning, uten å ha forutsetningene eller legge ned den innsatsen som kreves, for å oppnå slik avkastning på egenhånd. Samtidig får forvaltningsselskaper muligheten til å profitere på den kompetansen og organisasjonen som er utviklet, ved å kunne ta seg betalt for forvaltningen i form av en forvaltningsgodtgjørelse.

Oppdragets karakter tilsier at forvaltningsselskaper påtar seg en forpliktelse til å legge ned en profesjonell og lojal innsats for å skape en høyest mulig avkastning for andelseierne i fondet, i samsvar med deres investeringsmål, når selskapene tilbyr fond til investorer og tar imot forvaltningskapital fra dem. Det er også et poeng at formålet med å betale for forvaltningstjenesten faller bort, dersom andelseiere ikke kan ha tillit til at forvaltningsselskapet ivaretar deres interesser lojalt.<sup>231</sup> Den negative betydningen kostnader har for avkastningen fra fondet, tilsier igjen at denne omsorgs- og lojalitetsforpliktelsen innebærer en plikt for forvaltningsselskapet til å drive aktiv kostnadsstyring av fondet.

Når det gjelder tegnings- og innløsningskostnader skal forvaltningsselskaper heller ikke her ha økonomiske interesser av å belaste unødvendige kostnader. Riktignok er det en risiko for at forvaltningsselskaper ønsker å sette egne økonomiske interesser først, på bekostning av andelseierinteressen, ved å operere med tegnings- og innløsningsgebyrer som langt overstiger de faktiske kostnadene.<sup>232</sup> Disse interessene kan imidlertid ikke tillegges vekt i interesseavveiningen, sett i lys av lojalitetsforpliktelsen forvaltningsselskapet har overfor

---

<sup>230</sup> Se Prop. 149 L (2010–2011) s. 45. Se også Ben-Rephael/Israelsen (2017), hvor det blir avdekket at forvaltningsselskaper systematisk forskjellsbehandler ulike deler av kundemassen sin ved utførelsen av ordre. Det pådrar mange verdipapirfond betydelige unødige kostnader. Forskjellsbehandlingen blir antatt ikke å være tilfeldig. Selv om dette ikke gjaldt norske forvaltningsselskaper, illustrer artikkelen problemstillingen.

<sup>231</sup> Se Kjørven (2017) s. 42 flg. om tillitsaspektet ved tjenesten. Hun fokuserer på rådgivningsavtaler, men poengene har som vist ovenfor, overføringsverdi til forvaltning. Se også Kjørven (2014), særlig pkt. 3 og 4. Se Lilleholt (2019) s. 627–633 med videre henvisninger, for generelt om lojalitet i kontraktsforhold.

<sup>232</sup> Se *Norse-rapporten* s. 1–5, for et nylig eksempel fra tilsynspraksis.

investoren ved gjennomføringen av ordren og kostnadstypens funksjon.

Begrunnelsen for å belaste investoren bak ordren for tegnings- og innløsningskostnadene, rekker så langt dette er nødvendige kostnader forbundet med gjennomføring av ordren. I så fall vil det være ekstrakostnader investoren har påført fondet og forvaltningsselskapet, som det er rimelig at vedkommende bærer. Om forvaltningsselskapet pådrar seg selv eller fondet unødvendige store innløsnings- eller tegningskostnader, er dette derimot forhold på forvaltningsselskapets side, som det er rimelig at selskapet selv tar ansvar for, når det tilbyr investoren å bli andelseier i fondet.<sup>233</sup>

#### **4.2.3.3 Nærmere om interesseavveiningen ved vurderingen av forvaltningsgodtgjørelsen**

Analysen ovenfor viste at interesseavveiningen er særlig komplisert, ved unødighetsvurderingen av forvaltningsgodtgjørelsen. Her er motstridende og viktige interesser i spill, som det kreves både juridisk og samfunnsøkonomisk innsikt, for å kunne avveie mot hverandre, på en fornuftig måte. Problematikken har forbindelseslinjer til den langvarige diskursen om forholdet mellom regulering og markedskrefter, innenfor økonomisk og juridisk teori.<sup>234</sup> Denne diskursen kan bidra med klargjørende retningslinjer for avveiningen.

Grunnleggende markedsteori tilsier at markedsstyrt prissetting av verdipapirfond, vil være til det beste for investorer og samfunnet, som et utgangspunkt. Fondsmarkedet styrer prissettingen av fond, gjennom to typer krefter eller mekanismer: (i) tilbud og etterspørsel og (ii) konkurranse.<sup>235</sup> Effekten av disse mekanismene er beskrevet som en disiplinerende og regulerende usynlig hånd over markedet.<sup>236</sup>

Grunntanken om et markedsstyrt fondsmarked, blir ikke løftet frem eksplisitt som et sentralt hensyn i reguleringen av fond, hverken i verdipapirfondloven eller dens forarbeider. At den ligger til grunn for reguleringen, kan det likevel ikke være særlig tvil

---

<sup>233</sup> Se fotnote 253 nedenfor.

<sup>234</sup> Diskusjonen går helt tilbake til Adam Smiths verk, se fotnote 234 nedenfor.

<sup>235</sup> Se nærmere i Ot.prp. nr. 41 (1992–1993) pkt. 5.1.

<sup>236</sup> Metaforen er hentet fra det kjente verket til Adam Smith: *An Inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, utgitt av W. Strahan/T. Cadell i 1776.

om.<sup>237</sup> Denne grunntanken inngår nemlig som en del av det generelle regulatoriske fundamentet for norsk næringsliv.

Det kommer tydeligst til uttrykk gjennom den norske pris- og konkurranselovgivningen. Pristiltaksloven gir en snever og lite brukt adgang til å fastsette generelle prisreguleringer i norske markeder.<sup>238</sup> Grunnen er at prisregulering blir ansett for å være lite egnet som regulatorisk virkemiddel for å sikre akseptable priser, i dagens samfunn sammenlignet med en markedsbasert tilnærming.<sup>239</sup> Dette kommer enda tydeligere til uttrykk i formålsparagrafen til konkurranseloven, hvor det blir forutsatt at frie markeder, hvor konkurransen fungerer som en usynlig hånd og regulatør, gir best ressursutnyttelse og dermed også de beste utfallene over tid, for samfunnet, se krrl. § 1 første ledd: «Lovens formål er å fremme konkurranse for derigjennom å bidra til effektiv bruk av samfunnets ressurser.»<sup>240</sup>

Forutsatt at fondsmarkedet preges av konkurranse, så vil forvaltningsselskaper ha sterke insentiver for å tilby fond som tilfredsstillter etterspørselen i markedet fra investorsiden. Hvis ikke vil investorene (kundene) over tid velge fond hos andre forvaltningsselskaper som tilbyr bedre betingelser. Tapte kunder betyr redusert inntjening og potensielt manglende grunnlag for å drive fondsvirksomhet, for forvaltningsselskapene som ikke evner å håndtere konkurransen.<sup>241</sup> Dermed blir det en kontinuerlig konkurranse mellom forvaltningsselskaper om å tilby mest mulig attraktive fond, herunder enn attraktiv pris. For å kapre en større del av markedet eller opprettholde sine markedsandeler i konkurransen med de andre forvalterne, kan forvaltningsselskaper ta i bruk flere tiltak. Et typisk og potensielt virkningsfullt tiltak er å redusere egne priser. For å unngå å bli liggende i bakevjen, vil de andre forvaltningsselskapene vanligvis måtte redusere sine priser, i møte med slike prisreduksjoner

---

<sup>237</sup> Se blant annet uttalelser i Prop. 149 L (2010–2011) s. 7 og 165, som synes å være utslag av den markedsbaserte tilnærmingen, selv om fokuset i uttalelsene er på fondsbransjens konkurranseevne i møte med tilgrensende bransjer og utenlandske aktører. Dette konkurransehensynet er også løftet frem i Finanstilsynet, Forslag til ny verdipapirfondlov: Arbeidsgrupperapport, datert 15. juni 2010, s. 22. Tilgjengelig på [FORSLAG TIL NY VERDIPAPIRFONDLOV \(regjeringen.no\)](https://www.regjeringen.no). Markedsteori er ellers også trukket frem i forbindelse med lovarbeid på fondsområdet tidligere, se bl.a. Kredittilsynet (2008) om sparemarkedet, særlig s. 39–40 og 45. Se og konkurransetilsynets fremheving av den markedsbaserte tilnærmingen i sin høringsuttalelse i Prop. 149 L (2010–2011) s. 60: «Konkurransetilsynet er av den oppfatning at konkurranse mellom aktørene i et marked i utgangspunktet vil føre til best mulig utnyttelse av samfunnets ressurser og på den måten best ivareta forbrukernes interesser. Økt konkurranse vil føre til lavere priser, høyere kvalitet, større produktutvalg og flere valgmuligheter.» Se også Myklebust (2011) s. 45–46 i samme retning.

<sup>238</sup> Se prisl. § 1 om fullmakt til prisregulering.

<sup>239</sup> Sml. den mer utstrakte bruken av prisregulering frem til vedtagelsen av konkurranseloven, se Ot.prp. nr. 41 (1992–1993) pkt. 3. Om begrunnelsen for gjennomslaget til den markedsøkonomiske grunntanken, se proposisjonen pkt. 5.

<sup>240</sup> Se lov 5. mars 2004 nr. 12 om konkurranse mellom foretak og kontroll med foretakssammenslutninger (konkurranseloven). Denne grunntanken ligger også til grunn for EØS-samarbeidet, se fortalen til EØS-avtalen «på grunnlag av markedsøkonomi».

<sup>241</sup> Se lignende i Ot.prp. nr. 6 (2003–2004) pkt. 4.1.4.

fra konkurrenter. Over tid skal denne markedsdynamikken sørge for at prisen for fond ligger på et rimelig nivå.

Selv om markedskreftene utøver en viktig funksjon, har de også sine begrensninger.<sup>242</sup> Noen ganger kan trekk ved markedet og dets aktører, føre til at markedsmekanismene ikke utøver sin disiplinerende og regulerende funksjon effektivt, såkalt «markedssvikt».<sup>243</sup> Når slike markedssvikter oppstår, *kan* regulering være et egnet og nødvendig tiltak for å ivareta hensynene på livsområdet og sikre gode økonomiske utfall.<sup>244</sup> Utfordringer forbundet med å sikre formålstjenlig regulering, samt de regulatoriske kostnadene som påløper, stiller samtidig krav til grundige overveielser ved regulering av fondsmarkedet.<sup>245</sup> Det er viktig å sikre at fordelene eller nytten av reguleringen, overstiger kostnadene og andre ulemper forbundet med reguleringen.<sup>246</sup> Reguleringen må derfor være egnet til å oppnå målet, samt ikke gå lengre enn det som er nødvendig.<sup>247</sup>

Dette teoretiske rammeverket tilsier et utgangspunkt om at forvaltningsselskaper skal stå fritt ved fastsettelsen av forvaltningsgodtgjørelsen, ut fra de kriteriene som selskapene finner hensiktsmessige. Markedskreftene vil sette grenser for godtgjørelsesnivået, ved at andelseiere har rett på transparent og sammenlignbar informasjon om hvilken godtgjørelse som belastes fondet,<sup>248</sup> samt mulighet til å bytte fond tilnærmet vederlagsfritt og forholdsvis enkelt gjennom moderne digitale løsninger.<sup>249</sup>

Riktignok står ikke de fleste andelseiere i verdipapirfond i noen reell forhandlingsposisjon ovenfor forvaltningsselskaper om godtgjørelsen, enkeltvis. Det er en kjensgjerning at andelseiere i verdipapirfond hovedsakelig er ikke-profesjonelle investorer med begrenset finansfaglig kompetanse og investeringskapital. De har også typisk ikke noen spesiell

---

<sup>242</sup> Disse begrensningene ved den markedsbaserte modellen er godt oppsummert i forarbeidene til konkurranseloven, se Ot.prp. nr. 6 (2003–2004) pkt. 4.1.4: «Departementet presiserer imidlertid at det ikke alltid er manglende konkurranse som er årsaken til at det sløses med samfunnets ressurser. I en situasjon med markedssvikt, for eksempel som følge av eksterne virkninger, er det å fremme konkurransen ikke tilstrekkelig for å få til en bedre utnyttelse av samfunnets ressurser. Skal konkurranse lede til samfunnsøkonomisk effektiv ressursbruk i slike tilfeller, kreves det også andre tiltak fra myndighetenes side for å bøte på markedssvikten.»

<sup>243</sup> Se Myklebust (2011) s. 42–43.

<sup>244</sup> Ibid.

<sup>245</sup> Ibid.

<sup>246</sup> Ibid.

<sup>247</sup> Ibid. Se også Kredittilsynet (2008) s. 45 i samme retning.

<sup>248</sup> Se pkt. 1.2.1 om informasjonsregimet.

<sup>249</sup> Skatteregler kan tenkes å ha en viss innlåsende effekt, men det har jeg ikke hatt anledning til å undersøke nærmere.



interesse for sparing og investering, samt begrenset med tid til å bruke på slike aktiviteter, til tross for at de er viktige. Samtidig er forvaltningsselskaper profesjonelle aktører som vanligvis har solid egenkapital og en større organisasjon i ryggen. I tillegg er de ikke avhengige av mindre enkeltinvestorer, så lenge forvaltningskapitalen i fondet totalt sett er betydelig. Det skaper en risiko for at forvaltningsselskaper kan utnytte sin forhandlingsposisjon til å fastsette en urimelig høy godtgjørelse.

Tanken er imidlertid at andelseiere kan presse ned godtgjørelsen ved at de kollektivt er prisbevisste, herunder gjennomgående velger de fondene med lavest godtgjørelse innenfor en gitt fondskategori. Sett i lys av at fondsmarkedet består av mange forvaltningsselskaper som konkurrerer om forvaltningskapital,<sup>250</sup> gir prissensitive andelseiere, selskapene insentiver til å redusere sine godtgjørelser for å opprettholde eller styrke sine andeler av fondsmarkedet. Slik skal markedskreftene bidra til å presse ned godtgjørelsen til fordel for andelseierne som får høyere avkastning på sine investeringer. Det gjør også at en større del av fondskapitalen blir allokert til samfunnsnyttige prosjekter kapitalmarkedet, sett i lys av at mindre kapital blir tatt ut av fondet. Et marked som regulerer godtgjørelsen på en slik måte, vil også sikre at investorer har tillit til fondsmarkedet. I tillegg tillater den markedsbaserte tilnærmingen forvaltningsselskaper å selv bestemme hva som anses som en konkurransedyktig godtgjørelse, noe som vil oppleves rettferdig og gi dem insentiver for å delta i markedet.

Det markedsbaserte utgangspunktet har imidlertid sine svakheter, som tilsier at det kan være fornuftig å sette visse regulatoriske grenser for fastsettelsen av godtgjørelsen. En svakhet knytter seg til andelseiernes evne til å presse ned prisene kollektivt, ved å være prissensitive kunder av forvaltningsselskapet. Den begrensede finansielle kompetansen medfører at andelseiere ikke nødvendigvis innser viktigheten av å være kostnadsbevisst. Dette blir forsterket av at grundige undersøkelser og sammenligning av kostnadsstyringen i verdipapirfond kan være tidkrevende og uinteressant for alminnelige sparere i fond. Markedsteoriens tanke om en kostnadsbevisst andelseiermasse som stadig søker å maksimere egen avkastning, ved å sammenligne og eventuelt bytte til fond med bedre kostnadsstyring,

---

<sup>250</sup> Noen konkrete eksempler de siste årene er S-banken sine priskutt, som førte til priskutt hos store aktører som KLP, DNB og Nordnet, se [KLP kutter prisen på indeksfond etter prisstunt fra Sbanken | DN](#) og [En bransjeomveltning som vil øke pensjonene – Forbrukerrådet \(forbrukerradet.no\)](#) (sist besøkt 31. mai 2023). Et annet lignende eksempel er nyetableringen Kron, hvor lavere priser har blitt brukt som et viktig argument for å velge selskapet og bidratt til at selskapet har fått en posisjon i markedet. Dette førte til at selskapet ble kjøpt opp av Storebrand, se [Storebrand kjøper det norske fintek-selskapet Kron for 400 mill. kroner | DN](#) (sist besøkt 31. mai 2023).

samsvarer derfor ikke nødvendigvis med virkeligheten.

En annen svakhet er aktørene ikke nødvendigvis har insentiver for å konkurrere med hverandre i et marked, hvor det etter hvert er betydelig forvaltningskapital. Mange av de etablerte aktørene har betydelig med inntjening fra sine fondsvirksomheter. Samtidig er det krevende å etablere en ny forvaltningsvirksomhet. Det påløper ikke bare betydelige etableringskostnader, blant annet som følge av de omfattende regulatoriske kravene for å drive virksomhet. Markedet er også preget av forvaltningsselskaper med store organisasjoner, som igjen inngår i store finanskonserner. At det er vanskelig å ta markedsandeler fra disse aktørene, sier seg selv. Og om man skulle lykkes, er oppkjøp en nærliggende strategi for de store forvaltningsselskapene, for å opprettholde egen markedsposisjon.<sup>251</sup> Dermed kan det oppstå situasjoner, hvor markedsforholdene gir aktørene mulighet til å operere med godtgjørelser som gir selskapene en høyere inntjening enn det som anses rimelig.<sup>252</sup>

Hvor effektivt fondsmarkedet regulerer forvaltningsgodtgjørelsen, er vanskelig å fastslå og omdiskutert.<sup>253</sup> Redegjørelsen ovenfor har etter mitt syn likevel illustrert tre viktige observasjoner. Den første observasjonen er at interesseavveiningen ved vurderingen av om forvaltningsgodtgjørelsen er «unødig», byr på ganske store utfordringer. Den andre observasjonen er at den markedsbaserte grunntanken som ligger til grunn for norsk næringsliv generelt, tilsier en tilbakeholdenhet med den rettslige kontrollen av godtgjørelsen. Den tredje observasjonen er at det likevel ikke er slik at en rendyrket markedsbasert tilnærming uten videre i tilstrekkelig grad sikrer at andelseierinteressen blir ivaretatt på beste måte ved prisfastsettelsen av fond. Basert på analysen kan prisreguleringsmekanismen til fondsmarkedet synes å ha noen svakheter.<sup>254</sup> Disse tilsier at det er behov for et regulatorisk

---

<sup>251</sup> Sml. oppkjøpet av Kron, se fotnote 248.

<sup>252</sup> I 4. kvartal 2021 hadde norske verdipapirfond en forvaltningskapital på 1690 milliarder kroner, hvor 1028 milliarder var i aksjefond. Forvaltningsselskapene hadde samtidig en samlet årlig driftsinntekt på 12,6 milliarder, hvor 8,7 milliarder kom fra forvaltningsgodtgjørelse. Godtgjørelsen fra fondsforvaltningen var dermed hovedårsaken til at forvaltningsselskapene hadde et samlet driftsresultat på rundt 3 milliarder. Tallmaterialet fremgår av statistikk utarbeidet av Finanstilsynet, se <https://www.finanstilsynet.no/analyser-og-statistikk/statistikk-for-forvaltningsselskap-og-aif-forvaltere/> (sist besøkt 2. desember 2022).

<sup>253</sup> Temaet har fått liten oppmerksomhet i Norge, så langt. Jeg har ikke funnet noen analyser av priskonkurransen i det norske fondsmarkedet, foruten Kredittilsynets rapport fra 2008, som i begrenset grad inneholder analyser av betydning for problemstillingen, her. Til sammenligning er det en omfattende diskurs om temaet og den regulatoriske betydningen i amerikansk rett, se Fisch/Wilkinson-Ryan (2014) s. 612–614 og s. 620–623 for en oversikt over diskursen. Selv om det er forskjeller mellom det norske og amerikanske fondsmarkedet, gir diskursen likevel en interessant oversikt over potensielle svakheter ved konkurransen i det norske fondsmarkedet og innspill hvordan eventuelle svakheter kan håndteres.

<sup>254</sup> Se Kredittilsynet (2008) i samme retning, se særlig pkt. 5 og 6.

sikkerhetsnett som kan verne andelseiere i verdipapirfond mot å bli påført uakseptabelt høye forvaltningsgodtgjørelser.

## 4.3 Oppsummering

Analysen har vist at beste interesse-standarden innebærer at hva som er i andelseiernes interesser, blir den sentrale retningslinjen for unødighetsvurderingen, innenfor rammen ordlyden oppstiller. Samtidig må det imidlertid også tas hensyn til forvaltningsselskapets interesser og samfunnets kapitalmarkedsinteresse. Vurderingen går grunnleggende sett ut på å veie disse mot hverandre. Avveiningen blir påvirket av hvilken type kostnad som er til vurdering, og byr på særskilte utfordringer ved vurdering av om størrelsen på forvaltningsgodtgjørelsen er akseptabel.

Beste interesse-standarden oppstiller ingen nærmere retningslinjer for avveiningen, slik som for eksempel ulike vurderingsmomenter av betydning. Veiledende retningslinjer kan heller ikke utledes fra forarbeider eller rettspraksis, hverken til det norske regelverket eller UCITS-regelverket. Den samme gjelder for den eksisterende litteraturen på området. Det som derimot kan gi veiledning, er tilsynspraksisen om forbudet.<sup>255</sup> I kapittel 5 ser jeg derfor nærmere på om og eventuelt hvilke veiledende retningslinjer, som kan utledes fra Finanstilsyns- og ESMA-praksis.

# 5 Retningslinjer utledet fra praksis

## 5.1 Finanstilsynspraksis

### 5.1.1 Generelt

Finanstilsynet har som nevnt, uttalt seg om tolkningen av forbudet mot unødige kostnader flere ganger de siste årene. Tilsynets ekspertkompetanse og rolle som tilsyns- og håndhevingsorgan på fondsområdet, gjør det interessant å undersøke hvordan tilsynet oppfatter innholdet av unødighetsvurderingen.<sup>256</sup> Hvilken veiledning tilsynspraksis gir kommer samtidig an en rekke momenter som nevnt i pkt. 2.1, bl.a. hvor gjennomtenkt,

---

<sup>255</sup> Se pkt. 2.1 og 2.2.3, jf. 1.1.

<sup>256</sup> Se nærmere om finanstilsynspraksis som rettskilde i pkt. 2.1.

overbevisende og konsistent rettsoppfatningen er, slik den kommer til uttrykk gjennom praksisen.<sup>257</sup>

Et gjennomgående trekk ved tilsynspraksis er at den gir begrenset med veiledning for å forstå «unødige kostnader» på et grunnleggende, konseptuelt, nivå. Den inneholder ingen nærmere analyser av ordlyden eller beste interesse-standarden, slik jeg har foretatt ovenfor.<sup>258</sup>

Praksisen er istedenfor fragmentarisk, ved at den bare inneholder uttalelser om unødigheitsvurderingen for et par typesituasjoner. Et annet gjennomgående trekk er at begrunnelsen bak retningslinjene som oppstilles for unødigheitsvurderingen ofte er kortfattede. Mangelen på grundige bakenforliggende analyser gjør praksisen mindre tilgjengelig. Det vanskeliggjør også generalisering fra og evaluering av kvaliteten på tolkningsbidrag utledet fra praksisen.

Selv om praksisen har disse trekkene, kan den fremdeles bidra med klargjørende retningslinjer for unødigheitsvurderingen. Det er imidlertid særlig viktig å systematisere og evaluere praksisen, når retningslinjene er fragmentariske og begrunnelsene bak dem kortfattede, for å sikre at praksisen er av tilstrekkelig kvalitet.

Den nærmere analysen av praksisen tar utgangspunkt i at tilsynets innretning på unødigheitsvurdering synes å variere avhengig av kostnadstypen som er oppe til vurdering. Nedenfor har jeg derfor systematisert praksisen etter de ulike kostnadstypene, slik disse ble fastlagt i kapittel 3. Jeg ser først på uttalelser om vurderingen av forvaltningsgodtgjørelsen (pkt. 5.1.2), deretter på de variable forvaltningskostnadene (pkt. 5.1.3) og så tegnings- og innløsningskostnader (pkt. 5.1.4). Til slutt kommer det en oppsummering av observasjonene fra analysen (pkt. 5.1.5).

### **5.1.2 Et krav om at forvaltningsgodtgjørelsen må ha en saklig begrunnelse?**

De første uttalelsene om forbudet mot unødige kostnader ble avgitt i forbindelse med et likelydende brev om *Forvaltningsselskapenes betaling for distribusjon gjennom*

---

<sup>257</sup> Ibid.

<sup>258</sup> Sml. pkt. 4.1 og 4.2 ovenfor.

*verdipapirforetak*, datert 14. mai 2020.<sup>259</sup> I brevet redegjør Finanstilsynet for sitt syn på hvilke krav forbudet mot unødige kostnader stiller til forvaltningsselskapene, når et element som er innberegnet i forvaltningsgodtgjørelsen, blir redusert eller faller helt bort. Bakgrunnen var den kraftige reduksjonen i forvaltningsselskapenes distribusjonskostnader, som oppstod i kjølvannet av MiFID-gjennomføringen i norsk rett, etter at aktørene i markedet endret sine distribusjonsmodeller for verdipapirfond.<sup>260</sup>

I brevet legger tilsynet til grunn at forbudet mot unødige kostnader må tolkes i lys av beste interesse-standarden.<sup>261</sup> I forlengelsen blir det uttalt at standarden vil «som hovedregel innebære at de aktuelle fondene belastes med lavere forvaltningsgodtgjørelse», dersom forvaltningsselskapet opplever en «reduksjon eller et bortfall av kostnader knyttet til distribusjon».<sup>262</sup> Dette blir senere i uttalelsen presisert til en «tilsvarende reduksjon i forvaltningsgodtgjørelsen» som reduksjonen av distribusjonskostnader.<sup>263</sup> Begrunnelsen er at «[d]en forvaltningsgodtgjørelse som belastes verdipapirfondet skal dekke forvaltningsselskapets *nødvendige kostnader* ved verdipapirfondsforvaltningen (dvs. kostnader til forvaltning, administrasjon og markedsføring av fondet)» (min kursiv).<sup>264</sup> Tilsynet åpner for unntak fra hovedregelen, men bare dersom forvaltningsselskapet kan påvise «en dokumentert og *saklig* begrunnelse for en slik beslutning» (min kursiv).<sup>265</sup>

Gjennom disse uttalelsene legger tilsynet til grunn at vurderingen av om forvaltningsgodtgjørelsen utgjør en «unødig» kostnad, kan presiseres til et spørsmål om godtgjørelsen har en «saklig» begrunnelse, som kan dokumenteres.<sup>266</sup> Problemet med denne presiseringen, er at et slikt saklighetskrav i liten grad klargjør innholdet av unødigheitsvurderingen, utover det som allerede kan utledes fra ordlyden «unødige kostnader». Snarere tvert imot fremstår det som mindre presist og retningsgivende, enn den naturlige språklige forståelsen av ordlyden. Denne tilsier som nevnt ovenfor, at det skal

---

<sup>259</sup> Se

<https://www.finanstilsynet.no/contentassets/b0290d0fd7cc4e10ba1c469fd8ec368b/forvaltningsselskapenes-betaling-for-distribusjon-gjennom-verdipapirforetak.pdf> (sist besøkt. 21. juni 2023).

<sup>260</sup> Se brevet s. 1–2.

<sup>261</sup> Se brevet s. 2.

<sup>262</sup> Se brevet s. 2.

<sup>263</sup> Ibid.

<sup>264</sup> Ibid.

<sup>265</sup> Ibid.

<sup>266</sup> Siden dokumentasjonskravet ikke gjelder hva som ligger i «unødige kostnader», men handler om beviskravet for hva som er saklig, faller det på siden av oppgaven å gå nærmere inn på innholdet av dokumentasjonskravet.

foretas en vurdering av om det er *uakseptabelt* å belaste andelseierne for den aktuelle kostnaden, hvor kostnadens nødvendighet vil stå sentralt.<sup>267</sup>

Saklighetskriteriet leder riktignok også tankene i retning av at unødighetsvurderingen handler om begrunnelsen for å belaste godtgjørelsen, og i hvilken grad denne begrunnelsen fremstår som akseptabel (saklig), til forskjell fra det uakseptable (usaklige). Det blir imidlertid kommunisert på en mindre klar måte, og ligger også språklig lengre borte fra ordlyden, enn *uakseptable kostnader*. Hensiktsmessigheten av å formulere vurderingstemaet til et spørsmål om kostnaden har en saklig begrunnelse, kan altså diskuteres. Når det er sagt, skal ikke valget mellom formuleringen jeg utledet fra ordlyden ovenfor i pkt. 4.1 og den tilsynet har lagt til grunn i sin praksis, overdrives. Selv om formuleringen av vurderingstemaet er viktig, sett i lys av dets avgrensende og retningsgivende funksjon, synes formuleringene å legge opp til den samme vurderingen.

Det sentrale for klargjøringen av unødighetsvurderingen blir hva som er de nærmere rammene for og innholdet i saklighetsvurderingen som tilsynet legger opp til. Her gir det tidligere nevnte brevet liten veiledning. Det blir riktignok antydning at kostnadselementene som inngår i forvaltningsgodtgjørelsen, ikke må være større enn nødvendig. En nærmere begrunnelse for denne retningslinjen, blir derimot ikke gitt i brevet. Innholdet av det antydede nødvendighetskravet og om andre forhold enn kostnadens nødvendighet kan være av betydning i vurderinger, blir heller ikke utdypet. Rekkevidden til saklighetskriteriet berøres heller ikke, altså om kun gjelder for forvaltningsgodtgjørelsen eller de andre kostnadstypene også.

Det likelydende brevet om *Forvaltningsselskapenes betaling for distribusjon gjennom verdipapirforetak* etterlater altså mange ubesvarte spørsmål knyttet til rammene for og innholdet i vurderingen «saklig» legger opp til som vurderingstema. Disse er det behov for å avklare, dersom «saklig» skal være et egnet vurderingstema for unødighetsvurderingen, og tilsynspraksisen skal gi bidrag til klargjøring av vurderingen. Klargjøringsbehovet gjør det interessant å undersøke om tilsynet har videreutviklet tilnærmingen i den praksisen som er kommet til etter brevet.

---

<sup>267</sup> Sml. pkt. 4.1 om akseptabel begrunnelse.

Uttalelsene fra brevet er fulgt opp i en nyere empirisk rapport om *Utviklingen i prisene for verdipapirfond*, datert 16. mai 2022.<sup>268</sup> Etter å ha gjengitt de sentrale delene av uttalelsen, herunder det omtalte saklighetskravet, legger tilsynet til at:

«Når forvaltningsselskapets kostnader til markedsføring og salg reduseres eller faller bort, vil denne delen av forvaltningsgodtgjørelsen ikke lenger være knyttet til en tjeneste i kundens interesse. Forvaltningsselskapet kan ikke bruke besparelsen eller bortfallet av kostnadene til å ta seg mer betalt for den delen av forvaltningsgodtgjørelsen som skal dekke andre kostnadselementer, eller uten videre øke sine marginer.

Verdipapirfondlovens bestemmelser om god forretningsskikk tilsier at forvaltningsselskapet rekalkulerer forvaltningshonoraret og sikrer at bortfallet av distribusjonskostnader kommer andelseierne til gode i form av redusert forvaltningsgodtgjørelse.»<sup>269</sup>

Her antyder Finanstilsynet at det er grenser for hvilken godtgjørelse forvaltningsselskaper kan belaste andelseiere. Dette var også antydning i det likelydende brevet om *Forvaltningsselskapenes betaling for distribusjon gjennom verdipapirforetak*,<sup>270</sup> men blir tydeliggjort her. Finanstilsynet er tydelig på at forvaltningsselskapene ikke kan rettfærdiggjøre å la forvaltningsgodtgjørelsen bli uendret, ved å ta seg mer betalt for andre deler av forvaltningen, uten en nærmere saklig begrunnelse. Selskapene kan heller ikke «uten videre» la godtgjørelsen bli stående uendret, for å «øke sine marginer». Ved bortfall av kostnadene har selskapene istedenfor en plikt til å rekalkulere og redusere forvaltningsgodtgjørelsen, for å sikre at andelseiernes interesser blir ivaretatt på beste måte. Begrunnelsen er at når distribusjonskostnadene reduseres eller faller helt bort, vil ikke lengre den delen av forvaltningsgodtgjørelsen som skal dekke disse tjenestene, være «knyttet til en tjeneste i [andelseiernes] interesse».

En tydeliggjøring av at forbudet kan oppstille grenser for hvilken godtgjørelse forvaltningsselskaper kan belaste andelseiere, er åpenbart interessant, sett i lys av de særskilte

---

<sup>268</sup> Se <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/487a121fa4704b119e9aa44d3bfcbb6/rapport-om-utviklingen-i-prisene-for-verdipapirfond.pdf> (sist besøkt 21. juni 2023). Uttalelsen er avsagt i forbindelse med redegjørelsen for relevant regelverk.

<sup>269</sup> Se rapporten s. 10.

<sup>270</sup> Sml. brevet s. 2.

utfordringene som er forbundet med å vurderingen av forvaltningsgodtgjørelsen, og den tilhørende diskusjonen om hvordan man bør forholde seg til utfordringene som rettsanvender ovenfor. Tilsynet synes å være av den oppfatningen, at forbudet utgjør et slikt regulatorisk sikkerhetsnett mot uakseptabelt høye forvaltningsgodtgjørelsen, som jeg antydet at det kunne være behov for.

Når det gjelder klargjøring av unødighetsvurderingen, gir derimot uttalelsene i rapporten begrenset med bidrag. Det blir stilt krav om at bortfalte kostnader må komme andelseierne til gode ved at godtgjørelsen rekalkuleres og reduseres, men det blir ikke gitt svar på viktige spørsmål som:

- (i) Hvilke vurderinger ligger til grunn for uttalelsen om at forvaltningsselskaper ikke uten videre kan ta seg mer betalt for andre deler av forvaltningen, for eksempel ved å øke sine marginer?
- (ii) Er forholdet til andelseiernes interesse i at forvaltningsselskaper har frihet til å ta seg rimelig betalt for forvaltningen som helhet, fordi det er nødvendig for å sikre at forvaltningsselskapene har tilstrekkelig med insentiver for å drive fondsvirksomhet, slik at andelseiere igjen har tilgang på det aktuelle fondet og andre fond, gjennom et velfungerende fondsmarked, vurdert?<sup>271</sup>
- (iii) Når må det rekalkuleres, og hvor mye må godtgjørelsen reduseres, for at den skal ha en saklig begrunnelse?

Argumentasjonen bak standpunktet om at forvaltningsselskaper må rekalkulere og redusere forvaltningsgodtgjørelsen ved reduserte distribusjonskostnader, fremstår heller ikke som helt overbevisende. Selv om en tjeneste blir dyrere, kan det for eksempel fremdeles være i kundens interesse å betale for den. Prisen på tjenesten kan fremdeles stå i et akseptabelt forhold til tjenestens verdi for kunden, til tross for at marginene til tjenesteyteren har økt. Om tjenesten ikke lengre skal være i kundens interesse, må poenget istedenfor heller være at endringer i markedsstrukturene medfører at det ikke lengre er et rimelig forhold mellom prisen på tjenesten og dens verdi for kunden. En nærmere vurdering av om tilsynets konkrete oppfatning av grensene forbudet setter for belastning av distribusjonskostnader er velbegrunnet, kan slik sett være interessant, men det vil føre for langt å gå nærmere inn på det i denne oppgaven. I tillegg blir ikke saklighetskravets innhold og rekkevidden utviklet nærmere, langs de linjene jeg etterlyste ovenfor, etter analysen av uttalelsene i det likelydende

---

<sup>271</sup> Se pkt. 4.2 om beste interesse-standarden.



brevet om *Forvaltningsselskapenes betaling for distribusjon gjennom verdipapirforetak*.

Uttalelsene i rapporten er avgrenset til den aktuelle typesituasjonen, altså bortfall av distribusjonskostnader. Det er forståelig,<sup>272</sup> men innebærer at mange av uklarhetene etter det ovenfornevnte brevet, ikke blir avklart.

Grensene for forvaltningsgodtgjørelsen er også omtalt i en rapport utarbeidet etter tilsyn hos Odin Forvaltning AS, datert 21. desember 2021.<sup>273</sup> Her blir det lagt til grunn at forvaltningsgodtgjørelsen som et «minimum» må rekalkuleres når «kostnadselementer [som inngår i forvaltningsgodtgjørelsen] faller bort eller reduseres».<sup>274</sup> Det innebærer en presisering av at rekalkuleringskravet ikke bare gjelder ved reduksjon av distribusjonskostnader, men forvaltningskostnader generelt. Uttalelsen understreker også at rekalkuleringen som et minimum, må skje når kostnadselementer faller bort eller blir redusert. I tillegg antyder den også at andre omstendigheter kan gjøre rekalkulering påkrevd, for å unngå at andelseiere påføres unødige kostnader, jf. «minimum».

Uttalelsen inneholder imidlertid ikke nærmere vurderingsmomenter for rekalkuleringen, herunder for vurderingen av hvor stor reduksjonen av godtgjørelsen skal være. Kravet om rekalkulering blir heller ikke begrunnet nærmere her. Det blir for eksempel ikke vist til hvordan dette kravet forholder seg til andelseiernes interesser i at forvaltningsselskapers interesser blir ivaretatt, slik jeg etterlyste ovenfor. Det blir heller ikke sagt noe mer om hvilke andre grunner, som eventuelt kan utløse et krav om rekalkulering. Rapporten inneholder heller ikke mer generelle uttalelser om innholdet og rekkevidden av saklighetsvurderingen, slik jeg etterlyste. Også tilsynspraksisen som er kommet til etter det likelydendebrevet om *Forvaltningsselskapenes betaling for distribusjon gjennom verdipapirforetak*, etterlater altså en rekke spørsmål, som det er behov for å klargjøre.

### **5.1.3 Ingen krav til de variable forvaltningskostnadene?**

Mens Finanstilsynet har antydnet at forvaltningsgodtgjørelsen må ha en saklig og dokumenterbar begrunnelse, har tilsynet ikke ennå uttalt seg om hvilke krav som gjelder ved

---

<sup>272</sup> Sett i lys av at begrensede ressurser hos tilsynet og rollen som tilsyns- og håndhevingsmyndighet, kan en ikke nødvendigvis forvente at tilsynet utarbeider prinsipielle og generelle rettssetninger.

<sup>273</sup> Tilsynsrapport – Odin Forvaltning AS. Tilgjengelig på <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/dbdf729ed0ab4d939100f246631870c9/tilsynsrapport---odin-forvaltning-as.pdf> (sist besøkt 21. juni 2023).

<sup>274</sup> Se *Odin-rapporten* s. 3.

vurderingen av de variable forvaltningskostandene. Tilsynets tilnærming til vurderingen av forvaltningsgodtgjørelsen, kan ha en viss overføringsverdi. Det kan vurderes om belastningen av disse kostnadene har en saklig og dokumenterbar begrunnelse, men når tilsynet har begrenset sine uttalelser om kravet til spesifikke typesituasjoner forbundet med forvaltningsgodtgjørelsen, og dermed ikke har utviklet saklighetskravet mer generelt, gir tilsynspraksis lite veiledning for vurderingen variable forvaltningskostnader. Det etterlater et tydelig behov for klargjøring av unødighetsvurderingen, også for denne kostnadstypen.

#### 5.1.4 Hva med tegnings- og innløsningskostnader?

Sammenlignet med behandlingen av forvaltningsgodtgjørelsen og de variable forvaltningskostnadene, har Finanstilsynet kommet med langt tydeligere og klargjørende retningslinjer for unødighetsvurderingen av tegnings- og innløsningskostnader. Disse kan utledes fra rapporten som ble utarbeidet etter tilsyn hos forvaltningsselskapet *Norse Forvaltning AS*, datert 7. desember 2020.

I rapporten presenterer tilsynet sin vurdering av om forvaltningsselskapets retningslinjer og praksis ved belastning av innløsningsgebyrer, er i samsvar med forbudet mot unødige kostnader.<sup>275</sup> Istedenfor å ta utgangspunkt i saklighetskravet, blir det tatt utgangspunkt i et krav om at et innløsningsgebyr må være «kostnadsbasert».<sup>276</sup> Kravet innebærer at gebyret bare skal være beregnet «på grunnlag av spesifikke omkostninger knyttet til innløsninger». Som slike omkostninger regnes «dekning av fondets transaksjonskostnader» og «forvaltningsselskapets spesifikke og konkrete [variable] kostnader i forbindelse med innløsninger».<sup>277</sup> I tillegg blir det presisert at en «sjablongmessig» fastsettelse av gebyret er akseptabelt, gitt at forvaltningsselskapet jevnlig påser at det er et rimelig forhold mellom gebyret og de faktiske kostnadene.<sup>278</sup>

Selv om Finanstilsynet fokuserer på innløsningsgebyret i rapporten, er det nærliggende å anta at tilsynet vil stille samme krav til tegningsgebyrer. Det skyldes at kostnadstypene har samme

---

<sup>275</sup> Se Tilsynsrapport – Norse Forvaltning AS. Tilgjengelig på <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/ecbd204cf6f044e8aa3db6287c910cd2/tilsynsrapport---norse-forvaltning-as.pdf> (sist besøkt 21. juni 2023).

<sup>276</sup> Se *Norse-rapporten* s. 1–2.

<sup>277</sup> Ibid.

<sup>278</sup> Se *Norse-rapporten* s. 5.

funksjon, foruten at tegningen er knyttet til inntreden i fondet og innløsning til uttreden.<sup>279</sup> Funksjonen til tegningskostnadene er også bare å dekke de spesifikke kostnadene forbundet med tegningen.<sup>280</sup> Dette blir også antydnet i rapporten.<sup>281</sup>

### **5.1.5 Oppsummering**

Analysen av finanstilsynspraksis viser at den gir visse bidrag til klargjøringen av unødighetsvurderingen. Den gir særlig veiledning om vurderingen av om tegnings- og innløsningskostnader er «unødige» eller ikke. Veiledningen for vurderingen av forvaltningsgodtgjørelsen og variable forvaltningskostnader, er derimot begrenset. Det blir oppstilt et krav om at forvaltningsgodtgjørelsen må ha en saklig og dokumenterbar begrunnelse, vurdert i lys av andelseiernes interesser. Det nærmere innholdet av denne saklighetsvurderingen, blir ikke imidlertid utviklet generelt. Forholdet til forvaltningsselskapers interesser og samfunnets kapitalmarkedsinteresser blir ikke kommentert. Det blir heller ikke oppstilt vurderingsmomenter for saklighetsvurderingen. Riktignok blir saklighetskravet utviklet noe for typesituasjonen med bortfall av kostnadselementer som er innberegnet i forvaltningsgodtgjørelsen. Uttalelsene er imidlertid knyttet tett opp mot typesituasjonen, samtidig som de også er uklare på flere punkt. Dermed blir det vanskelig å utlede generelle retningslinjer for unødighetsvurderingen, fra dem. Rekkevidden av saklighetskravet, nærmere bestemt om det også utgjør vurderingstemaet for vurderingen av variable forvaltningskostnader, og hva som eventuelt er vurderingstemaet istedenfor, blir heller ikke kommentert. Finanstilsynspraksis etterlater med dette et tydelig behov for en videre klargjøring av unødighetsvurderingen. Spørsmålet nedenfor er om ESMA-praksisen om forbudet mot «undue cost» fra det EØS-rettslige UCITS-regelverket, kan gi veiledning.

## **5.2 ESMA-praksis**

### **5.2.1 Generelt**

---

<sup>279</sup> Se pkt. 3.3.3.

<sup>280</sup> Ibid.

<sup>281</sup> Se *Norse-rapporten*, særlig s. 1 og 2.

ESMA har vært en viktig drivkraft bak det økte fokuset på viktigheten av at investorer i verdipapirfond, nærmere bestemt UCITS, ikke blir påført «undue costs».<sup>282</sup> Det har som nevnt ikke bare resultert i en tilsynsbrifing om tolkningen og håndhevingen av forbudet, men også nylig et forslag om å flytte forbudet mot «undue costs» opp i UCITS-direktivet og presisere innholdet av det.<sup>283</sup> Rollen til ESMA som koordinator for nasjonal tilsynspraksis om tolkningen og håndhevingen av forbudet mot unødige kostnader innenfor EØS, kombinert med sterk faglig kompetanse, gjør det interessant å undersøke denne praksisen nærmere.<sup>284</sup>

Et viktig trekk ved denne praksisen er at den bidrar med en langt grundigere, dypere og helhetlig forståelse av forbudet mot unødige kostnader, enn finanstilltalspraksis.<sup>285</sup> ESMA-praksisen bærer preg av at ESMA har etablert en nokså utpenslet forståelse av forbudet på et konseptuelt nivå, som så har dannet grunnlag for å utarbeidelsen av retningslinjer nærmere for unødigheitsvurderingen. Denne kvaliteten ved praksisen gjør at vekten av tolkningsbidrag utledet fra praksisen øker tilsvarende. Selv om praksisen er mer konsistent og mindre fragmentarisk, er det likevel behov for å klargjøre og evaluere praksisen kritisk. Det skyldes at innholdet og rekkevidden til en del av retningslinjene er uklare, samt at også begrunnelsen bak disse retningslinjene ofte er kortfattet.

Startpunktet for analysen nedenfor, er tilsynsbrifingen. Denne har dannet grunnlaget for det etterfølgende arbeidet med forbudet på EØS-nivå, ikke bare den nasjonale tilsynsaksjonen og den sluttrapporten, men også endringsforslaget.<sup>286</sup> ESMA legger også til grunn at tilsynsbrifingen vil gi viktige retningslinjer for unødigheitsvurderingen, også etter endringsforslaget eventuelt blir vedtatt.<sup>287</sup> Det har sammenheng med at brifingen oppstiller mer spesifikke retningslinjer for deler av vurderingen.<sup>288</sup> Forslaget er ikke vedtatt ennå. Om de nye presiseringene som følger av forslaget, bare er kodifiseringer av gjeldende rett eller om de også justerer rettsstilstanden, må derfor vurderes nærmere. I tillegg kan det også skje endringer av forslaget, før det blir vedtatt. Etter mitt syn er det derfor mer hensiktsmessig å

---

<sup>282</sup> Se pkt. 1.1 og 2.2.3.

<sup>283</sup> Se pkt. 1.2.2 om UCITS-regimet, dets ulike nivå og forbudets plassering.

<sup>284</sup> Se nærmere om ESMA-praksis som rettskilde i pkt. 2.2.3.

<sup>285</sup> Sml. pkt. 4.3.

<sup>286</sup> Se endringsforslaget s. 7 avsnitt 13.: «ESMA's proposal is to take as a basis the supervisory expectations enshrined in the supervisory briefing.»

<sup>287</sup> Se endringsforslaget s. 11 avsnitt 24.

<sup>288</sup> Ibid.

koble endringsforslaget på den basen som allerede er utviklet av ESMA, fremfor å bruke forslaget som utgangspunktet for analysen.

Nedenfor ser jeg derfor først på hvilke klargjørende retningslinjer for unødighetsvurderingen som kan utledes fra tilsynsbrifingen (pkt. 5.2.2). Deretter ser jeg nærmere på endringsforslaget, og hvordan det forholder seg til uttalelsene i tilsynsbrifingen (pkt 5.2.3). Jeg redegjør så til slutt for praksisens overføringsverdi til tolkningen av forbudet mot unødige kostnader i norsk rett (pkt. 5.2.4).

## **5.2.2 Klargjørende retningslinjer utledet fra tilsynsbrifingen**

### **5.2.2.1 Konseptet «undue costs»**

ESMA starter klargjøringen av «undue»-vurderingen med å legge til grunn at «[t]he notion of undue cost should be primarily assessed against what should be considered the best interest of the fund or its unit holders.»<sup>289</sup> Uttalelsen tilsier at «undue»-vurderingen, må klargjøres i lys av best interest-standarden, slik den er uttrykt i Kommisjonsdirektivets art. 22, jf. UCITS-direktivet art. 14 nr. 2, jf. 1. Retningslinjen må ses i sammenheng med at ordlyden «undue costs» er vag.<sup>290</sup> ESMA uttaler seg riktignok ikke direkte om ordlyden i brifingen, men uttalelsen bygger oppunder dette, ved at ESMA går direkte på best interest-standarden, fremfor å foreta en ordlydstolkning. Det støttes også av at foranledningen til tilsynsbrifingen nettopp var at det ble avdekket at sprikende oppfatninger om forståelsen av «undue costs» innenfor EØS.<sup>291</sup> Vagheten er da også bakgrunnen for det nevnte endringsforslaget.<sup>292</sup>

Den vage ordlyden medfører at det blir et stort behov for en kontekstuell og formålsoverordnet tolkning, ved klargjøringen av «undue costs».<sup>293</sup> Siden forbudet er ment å presisere best interest-standarden og ivareta disse interessene, blir nødvendigvis standarden sentral ved

---

<sup>289</sup> Se tilsynsbrifingen s. 6 avsnitt 18.

<sup>290</sup> Se analysen av språkversjonene i pkt. 4.1.

<sup>291</sup> Se tilsynsbrifingen s. 4 til 5 avsnitt 6 til 8. Se også vedlegg II til endringsforslaget på s. 20 flg., hvor det gis en oppsummering av svarene fra spørreundersøkelsen.

<sup>292</sup> Se endringsforslaget s. 6 avsnitt 6 til 9.

<sup>293</sup> ESMA kunne med fordel redegjort for sin naturlige forståelse av ordlyden. Det ville tydeliggjort rammene og innretningen på vurderingen, til tross for at ordlyden er vag.

klargjøringen av «undue costs».<sup>294</sup> Den oppstiller både rammer og retningslinjer for vurderingen.<sup>295</sup>

ESMA utdyper ikke innholdet av best interest-standarden i tilsynsbrifingen. Det er en svakhet ved grunnlaget for brifingen: Standarden blir ikke analysert grundig, til tross for at den blir oppstilt som den sentrale retningslinjen for fastleggingen av forbudets innhold, samtidig som den er vag. Jeg tolker som nevnt, beste interesse-standarden i vpf. § 2-25 (1) slik at det må foretas en interesseavveining, hvor andelseiernes interesser i en høyest mulig avkastning må avveies mot forvaltningsselskapers og samfunnets kapitalmarkedsinteresser.<sup>296</sup> Dette anser jeg også som en dekkende tolkning av den tilsvarende «best interest»-standarden i UCITS-regimet.

Denne forståelsen synes å være kompatibel med uttalelsen om forbudet «primarily» må fastlegges i lys av hva som er i UCITS-fondets eller andelseiernes interesser, noe som åpner for at også andre interesser kan være relevante for vurderingen. Som vi skal se nedenfor, er også de nærmere retningslinjene ESMA oppstiller for «undue»-vurderingen er kompatible med denne forståelsen.

ESMA presiserer heller ikke forholdet mellom hva som er i «the best interest of the fund» og «its unit holders». Bruken av «or»,<sup>297</sup> kan isolert tilsi at disse interessene kan være motstridende, men det er mer nærliggende å forstå ESMA slik at andelseiernes interesser er aktuelle alene for kostnadene som blir belastet dem direkte. For de øvrige kostnadene som blir belastet dem indirekte gjennom fondet, er interessene til fondet og andelseierne sammenfallende. Sagt med andre ord synes også ESMA å legge til grunn at disse interesse er to sider av samme sak. Her viser jeg til klargjøringen min av forholdet mellom fondets og andelseiernes interesser ovenfor i pkt. 4.2.2.

Konseptet «undue costs» går altså ut på at det ikke skal belastes kostnader i strid med interessene til UCITS-fond og dets andelseiere. ESMA vurderer det slik at forbudet mot denne bakgrunnen, gir grunnlag for å stille krav om at «the costs charged to the fund or its

---

<sup>294</sup> Se pkt. 1.2.2 og pkt. 4.2 om koblingen. Se også redegjørelsen til ESMA for koblingen i tilsynsbrifingen på s. 4 avsnitt 3.

<sup>295</sup> Se pkt. 4.2.1 om disse funksjonene til forbudets hjemmelsgrunnlag.

<sup>296</sup> Se pkt. 4.2.

<sup>297</sup> Se sitatet på s. 71.

unit holders are consistent with the investment objective of the fund», heretter omtalt som *konsistenskravet*.<sup>298</sup> Videre at «[the costs] do not prevent the fund to achieve [its] objective», heretter omtalt som *hindringskravet*.<sup>299</sup>

For å sikre etterlevelse av disse kravene og forbudet generelt, stiller ESMA krav om at nasjonale tilsynsmyndigheter skal sikre at «the pricing process adopted by the management company allows a clear identification and quantification of all costs charged to the fund, whether those are paid to the management company or to third parties [...] and/or directly paid by the investors [...], in order to avoid hidden costs».<sup>300</sup>

Dette kravet gjelder altså ikke innholdet av «undue»-vurderingen, men de interne prosessene forvaltningsselskaper må ha på plass for å redusere risikoen for at de påfører unødige kostnader, dokumentere prisfastsettelsesprosessen, slik at tilsynet har et faktisk vurderingsgrunnlag. Siden kravet ikke gjelder innholdet av selve «undue»-vurderingen, vil det ikke bli undersøkt nærmere i oppgaven. Det som derimot vil bli undersøkt, er hvilke retningslinjer som kan utledes fra konsistenskravet og hindringskravet for «undue»-vurderingen. Her vil «elements» som forvaltningsselskaper blir pålagt å adressere i den strukturerte prisfastsettelsesprosessen bli trukket inn,<sup>301</sup> der hvor disse kan gi bidra til å presisere innholdet av vurderingen. veiledning for vurderingen av hva som utgjør «undue costs».

ESMA omtaler konsistenskravet og hindringskravet som «indicators» på at kostnader er «undue».<sup>302</sup> Termen «indicator» tilsier at det dreier seg om argumenter for at kostnaden er «undue», uten at det kan settes et generelt likhetstegn mellom at argumentet gjør seg gjeldende og at det er belastet «undue costs».<sup>303</sup> ESMA's «indicators» kan kalles «retningslinjer» eller «vurderingsmomenter». Jeg bruker «retningslinjer» i det følgende, fordi veiledningen ESMA-praksis gir på dette nivået i seg selv er nokså generell og vag, samtidig som den på flere punkter trenger ytterligere presisering. Ordet «vurderingsmoment» bruker jeg bare om ESMA's «elements», siden disse igjen presiserer innholdet av retningslinjene om

---

<sup>298</sup> Se tilsynsbrifingen s. 6 avsnitt 18.

<sup>299</sup> Ibid.

<sup>300</sup> Dette er fulgt opp av Finanstilsynet, se *Norse-rapporten* s. 1 til 2 og *Odin-rapporten* s. 3.

<sup>301</sup> Se opplistingen av elementer i tilsynsbrifingen avsnitt 19 bokstav a) til j).

<sup>302</sup> Se tilsynsbrifingen s. 5 avsnitt 14.

<sup>303</sup> Se tilsynsbrifingen s. 5 avsnitt 14, jf. s. 4 avsnitt 1 i denne retningen.

konsistens og ivaretagelse av fondets investeringsmål (ikke hindre oppfyllelsen).

### 5.2.2.2 Kravet om konsistens mellom kostnadens funksjon og investeringsmålet

Formuleringen av konsistenskravet tilsier at det skal foretas en vurdering av om belastningen av den aktuelle kostnaden, vil være konsistent med investeringsmålet til fondet og andelseierne i det. Ordet «konsistens» tilsier at det ikke skal være motstrid, men en logisk indre sammenheng mellom kostnaden og investeringsmålet. Kostnader er isolert ikke konsistente med investeringsmålet, siden de som nevnt reduserer avkastningen. Når det likevel er akseptabelt å belaste andelseiere kostnader, skyldes det at det er nødvendig å pådra kostnader, for å forvalte fondet i samsvar med investeringsmålet. Denne bakgrunnen tilsier at konsistenskravet må forstås slik at det er sammenhengen mellom aktiviteten kostnaden er knyttet til (kostnadens funksjon) og investeringsmålet, som skal vurderes. ESMA synes å legge til grunn det samme, når «whether the costs are *linked to a service* provided in the investor's best interest (min kursiv), blir trukket frem som en del av «undue»-vurderingen.<sup>304</sup>

Kravet om konsistens er vidt og skjønnsmessig, men jeg oppfatter det slik at kravet legger opp til en vurdering i to ledd, som henger tett sammen. Det første leddet er en vurdering av om kostnaden har en funksjon som kan bidra til oppfyllelsen av investeringsmålet (egnethet). Hvis aktiviteten som kostnaden er pådratt for å utøve, ikke kan bidra til å oppfylle investeringsmålet, mangler det en logisk indre sammenheng mellom kostnadens funksjon og investeringsmålet. Det andre leddet er en vurdering av om kostnaden er større enn det som er nødvendig for å oppfylle investeringsmålet (nødvendighet). Selv om kostnaden har en egnet funksjon, kan kostnaden likevel være av en slik størrelse, at det fremstår som uakseptabelt å belaste andelseierne fullt ut for den. Det vil være tilfellet, dersom kostnaden er større enn det som er nødvendig for å forvalte fondet i samsvar med investeringsmålet.

ESMA synes selv å presisere konsistenskravet langs disse linjene gjennom noen av vurderingsmomentene som blir oppstilt i tilsynsbrifingen. Det blir lagt til grunn at (i) «higher costs would normally be charged to funds with more complex investment strategies/type of assets» og (ii) «there should be a balance between the complexity of the activities performed and the costs borne by investors).»<sup>305</sup> I tillegg blir det fremhevet at «[i]t should [...] be

---

<sup>304</sup> Se tilsynsbrifingen s. 6 bokstav a).

<sup>305</sup> Se tilsynsbrifingen s. 7 bokstav c).



assessed whether the costs are necessary for the fund to operate in line with its investment objective, or strictly functional to the ordinary activity of the fund or to fulfil regulatory requirements.»<sup>306</sup>

Selv om ikke egnethet blir uttrykkelig fremhevet av ESMA, er en slik vurdering klart nok kompatibel med disse presiseringene av konsistenskravet. Vurderingen av kostnadens egnethet skal nettopp sikre at det blir en balanse mellom kompleksiteten i forvaltningen og kostnadene andelseierne blir belastet. Fremhevingen av at det skal foretas en nødvendighetsvurdering, tilsier også at egnethet er relevant, ut fra en mer til det mindre-betraktning. Hvis kostnaden er unødvendig, kan det blant annet være fordi kostnaden ikke har en egnet funksjon. At en vurdering av kostnadenes egnethet inngår som et ledd i konsistensvurderingen, fremstår derfor ikke som tvilsomt, etter min oppfatning.

Konsistenskravet kan altså presiseres til et krav om at kostnaden må ha en egnet funksjon og ikke være større enn det som er nødvendig, for å forvalte fondet i samsvar med investeringsmålet. Når det blir vist til investeringsmålet, er det viktig å huske på at målet skal oppfylles innenfor rammene av investeringsmandatet for øvrig.<sup>307</sup> Det må tas med i konsistensvurderingen for at det skal bli meningsfylt å vurdere kostnadens egnethet og nødvendighet.<sup>308</sup>

ESMA trekker som det fremgår av sitatet ovenfor, et skille mellom kostnader knyttet til oppfyllelsen av fondets investeringsmål og funksjonelle kostnader som bare har til formål å dekke annen aktivitet i fondet og regulatoriske kostnader, ved oppstillingen av kostnadens nødvendighet som vurderingsmoment, fremstår derimot som uklart. Også funksjonelle og regulatoriske kostnader bidrar til å redusere avkastningen til fondet, og bør derfor heller ikke belastes i større grad enn det som er nødvendig, etter min oppfatning. Begrunnelsen for skillet er derfor antakeligvis ikke at det gjelder ulike krav for kostnadstypene, selv om uttalelsen er noe uklar på dette punktet. Istedenfor oppfatter jeg det slik at formålet er å strukturere prisfastsettelsesprosessen, slik at det blir enklere å føre tilsyn med prisfastsettelsen.<sup>309</sup> For klargjøringen av unødvighetsvurderingen, er det sentrale uansett at

---

<sup>306</sup> Se tilsynsbrifingen s. 6 bokstav a).

<sup>307</sup> Se pkt. 1.2.1 om rammene investorinformasjonen setter for fondsforvaltningen.

<sup>308</sup> Dette er også tilfellet for hindringsvurderingen, jf. nedenfor i pkt. 5.2.2.3.

<sup>309</sup> Se tilsynsbrifingen s. 6 avsnitt 19 i denne retningen: «*In order to allow NCAs to appropriately supervise that investors are not charged with undue costs, NCAs are expected to require that management companies develop and periodically review a structured pricing process addressing the following elements: [bokstav a) til j)]*» (min kursiv).

også ESMA trekker frem kostnadens nødvendighet som en sentral del av konsistensvurderingen.

Selv om det avgjørende for hva som er en *egnet kostnad* til slutt blir en konkret vurdering av den enkelte kostnadsbelastningen, kan det likevel være retningsgivende å se hen til innarbeidede sondringer som baserer seg på grunntrekk ved verdipapirfond av betydning for hvilke kostnader det er behov for å pådra andelseiere i et fond.<sup>310</sup> Et grunntrekk er sondringer basert på *investeringsstrategien* til fondet, for eksempel den grunnleggende sondringen mellom diskresjonære (aktive) og indekxnære (passive) fond. Et annet grunntrekk er sondringer basert på *aktivaklasser* fondet kan investere i, hvor sondringen mellom aksjefond, kombinasjonsfond, rentefond og andre verdipapirfond er sentral. Et tredje grunntrekk er sondringer basert på *investeringsuniverset*, hvor sentrale sondringer går mellom globale og nasjonale fond, og ulike bransjefond som teknologi og råvarer. Samlet setter disse grunntrekkene viktige premisser for kostnadssiden av fondsforvaltningen, noe som igjen påvirker hva som utgjør er egnede kostnader.

Når det gjelder vurderingen av kostnadenes nødvendighet er det særlig tre momenter som vil være relevante i vurderingen, etter min oppfatning.

Det første momentet er om tjenesten som kostnaden er knyttet til, er utøvd i et større omfang enn det som var nødvendig, for å forvalte fondet i samsvar med investeringsmandatet. Selv om den *typen* aktivitet som utøves er egnet, kan det være at aktiviteten er utøvd i et slikt omfang, at kostnaden blir unødvendig stor. For å kartlegge omfanget, blir det sentralt å fastlegge investeringsmandatet til det konkrete fondet, og i forlengelsen foreta vurderinger av hvordan forvaltningen bør legges opp for å oppnå høyest mulig avkastning for fondet, innenfor rammene som følger av investeringsmandatet. Her må det altså ikke bare tas hensyn til hvilken type aktiviteter som trengs for å oppfylle mandatet (egnethet) og å sikre at disse utføres til forsvarlige priser. Det er også viktig å vurdere aktivitetsomfanget opp mot hva som er nødvendig.

Behovet for å vurdere aktivitetsomfanget, kan gjøre seg gjeldende for mange deler av fondsforvaltningen, men jeg begrenser meg til å fremheve betydningen av

---

<sup>310</sup> Se pkt. 1.3.2 om sondringer mellom ulike typer verdipapirfond.

transaksjonsintensiteten, altså hvor mange og ofte fondet gjør endringer i porteføljen ved å kjøpe og selge finansielle instrumenter, har ved kartleggingen av kostnadens omfang. Det påløper en rekke kostnader for fond, hver gang det gjennomføres transaksjoner.<sup>311</sup> Selv om kostnadene ved den enkelte transaksjonen ikke nødvendigvis er store beløp, kan de totale transaksjonskostnadene i løpet av en periode likevel nå et nivå, som fører til merkbare reduksjoner av avkastningen til fondet.

Hva som er en akseptabel transaksjonsintensitet, vil variere med fondstypen og det konkrete investeringsmandatet. Det er investeringsmandatet som legger premissene for hvilken aktivitet som er nødvendig, for å oppfylle forvaltningsoppdraget. Når det er sagt, vil det sjeldent være et klart svar på hvor grensene for en akseptabel transaksjonsintensitet skal trekkes. Det vil sjeldent la seg gjøre å tallfeste krav til akseptabel transaksjonsintensiteten i lys av investeringsmandatet til fondet, blant annet fordi hvilken intensitet som gir best avkastning, blir påvirket av skiftende markedsforhold. Vurderingen av om transaksjonsintensiteten har et akseptabelt omfang, vil nok derfor bli et spørsmål om intensiteten fremstår som forsvarlig, ut fra en samlet vurdering.

Det andre momentet i vurderingen av om kostnaden er nødvendig, er i hvilken grad forvaltningsselskapet har oppnådd en best mulig pris på forvaltningsaktiviteten som utøves.<sup>312</sup> Selv om de ulike tjenestene som inngår i forvaltningen er egnede og utøves i et akseptabelt omfang, kan kostnadene forbundet med denne aktiviteten likevel være unødvendige, dersom aktiviteten kunne vært levert av forvaltningsselskapet til en lavere kostnad for fondet.

Et krav om slik kostnadsstyring er angitt eksplisitt for forvaltningsselskapet ved utførelse av investeringsbeslutninger og ordre, se vpff. §§ 2-28 (1) og (2) og 2-29 (1) og (2), men må antas å gjelde generelt for alle avtaler som inngås på vegne av fondet. Finanstilsynet har antydning av et slikt generelt krav ved tolkningen av kravet om god forretningsskikk for AIF-forvaltere i AIF-

---

<sup>311</sup> Se pkt. 3.3.2.

<sup>312</sup> Hvordan ordet «pris» brukes her, må ikke forveksles med omtalen av forvaltningsgodtgjørelsen som «prisen» på fondsforvaltningstjenesten. Her blir «pris» brukt om kostnadene knyttet til de spesifikke tjenestene som inngår i oppfyllelsen av fondsforvaltningsoppdraget. Se vpfl. § 2-9, jf. vpff. §§ 2-3 til 2-5 om forvaltningsselskapers adgang til å utkontraktere forvaltningsoppgaver.

loven § 3-2.<sup>313</sup> Det er vanskelig å komme på gode grunner for at det skal stilles mindre krav til kostnadsstyringen, ved forvaltningen av verdipapirfond.

Finanstilsynet har da også antydnet da at det gjelder et slikt krav ved forvaltningen av verdipapirfond.<sup>314</sup> At «the concept of “undue cost” as a transversal one and equally applicable to both UCITS and AIFs» av nasjonale tilsynsmyndigheter i EØS og ESMA,<sup>315</sup> tilsier også at det samme kravet gjelder, med mindre særtrekk ved investeringsstrukturen tilsier noe annet. Det kan jeg altså ikke se at den gjør.

Verdipapirfondforskriften §§ 2-28 og 2-29 gir imidlertid bare begrenset klargjøring av det nærmere innholdet av vurderingen om forvaltningsselskaper har drevet aktiv kostnadsstyring, fordi ikke er oppstilt nærmere krav for de øvrige avtalene forvaltningsselskapet inngår på vegne av fondet. Det synes imidlertid å være sentralt å vurdere hvordan prisen på tjenestene som inngår i forvaltningen, plasserer seg i forhold til markedsprisen. Om tjenesten blir levert til en høyere pris enn det som er vanlig ellers i markedet, gir det en tydelig indikasjon på at kostnaden er unødvendig høy. ESMA synes også å legge til grunn en slik forståelse, når «wheter the costs are proportionate compared to market standards and to the type of service provided» blir trukket frem som et sentralt element i prisfastsettelsesprosessen med formål om å avdekke «outliers».<sup>316</sup>

Når det er sagt, kan det være grunn til å utvise en viss forsiktighet ved sammenligningen med markedsprisen. Det skyldes at hvilken pris forvaltningsselskaper kan levere de ulike tjenestene til, blir påvirket av størrelsen og organiseringen av forvaltningsselskapet. Forvaltningsselskaper med stor forvaltningskapital vil ha en sterkere forhandlingsposisjon i markedet, slik at disse selskapene ofte kan oppnå bedre vilkår ved innkjøp av eksterne tjenester til oppfyllingen av forvaltningsoppdraget. Det er også slik at forvaltningsselskaper som inngår i større finanskonsern, vil kunne dra nytte av synergi-effekter fra den større

---

<sup>313</sup> Se tilsynsrapport, *Njord Alternative Investments AS*, datert 11. april 2022. Tilgjengelig på [Tilsynsrapport \(finansstilsynet.no\)](https://www.finanstilsynet.no), s. 5: «Kravene til god forretningsskikk innebærer blant annet at forvalter må sørge for best mulig resultat for fond og investorer i forbindelse med forhandlinger og inngåelser av avtaler og investeringsbeslutninger på vegne av fondet.»

<sup>314</sup> Se det likelydende brevet om *Forvaltningsselskapenes betaling for distribusjon gjennom verdipapirforetak s. 3*: «Som nevnt, plikter forvaltningsselskapet etter kravene til god forretningsskikk å handle i andelseiernes beste interesse ved at det ikke påfører andelseierne unødige kostnader. Plikten gjelder også for avtaler forvaltningsselskapet inngår og som direkte eller indirekte berører andelseierne.»

<sup>315</sup> Se tilsynsbrifingen s. 5 avsnitt 8.

<sup>316</sup> Se tilsynsbrifingen avsnitt 19 s. 7 bokstav b).

organisasjonen i konsernet, slik at de kan levere sine tjenester til en lavere kostnad, enn «selvstendige» forvaltningsselskaper.

Dersom kravet til prisen på tjenestene blir praktisert for strengt, risikerer man å redusere den langsiktige konkurransen i fondsmarkedet, ved at mindre aktører med mindre forhandlingsstyrke og velutviklede kontaktnett får utfordringer med å etablere seg i markedet. Selv om en streng praktisering av priskravet, kan bidra til å presse prisene på kort sikt, vil den langsiktige effekten kunne være negativ for andelseierne og fondsmarkedet. Nye aktører i markedet er viktig for å utfordre de etablerte aktørenes tilbud av fond, slik at andelseiere til enhver tid har et best mulig fondstilbud, både når det gjelder pris og andre forhold av betydning. Den langsiktige effekten av en slik etableringshindring, vil bli redusert konkurranse i markedet, både på pris og andre forhold. Det vil igjen være negativt for allmennhetens og samfunnets interesse i et attraktivt og ellers velfungerende fondsmarked. Det kan derfor være fordelaktig å velge en noe tilbakeholden tilnærming til prøvingen av om prisen på de ulike tjenestene står i et akseptabelt forhold til markedsprisen, slik at forbudet begrenser seg til å ramme «outliers» på dette punktet, slik ESMA synes å legge til grunn i tilsynsbrifingen.

Det tredje momentet for vurderingen om kostnaden er nødvendig, er om andelseierne allerede har blitt belastet for kostnader for utøvelsen av den aktuelle forvaltningsaktiviteten. Dersom andelseierne blir belastet flere ganger for samme aktivitet, blir dette tilleggskostnader uten tilknytning til en aktivitet som bidrar til å realisere investeringsmålet. Viktigheten av å unngå dobbeltbelastning av kostnader blir trukket frem av ESMA i tilsynsbrifingen, hvor det fremgår at forvaltningsselskaper plikter å sikre at det er «no duplication of costs», for eksempel at «the same type of fee is not included in two different cost categories».<sup>317</sup> Det er også lagt til grunn av Finanstilsynet i *Norse-rapporten*, hvor det ble avdekket at forvaltningsselskapet hadde inkludert en rekke faste forvaltningskostnader i innløsningsgebyret, til tross for at vpfl. § 4-6 (1) som nevnt i kap. 3, stiller krav om at slike kostnader bare skal innberegnes i forvaltningsgodtgjørelsen.<sup>318</sup>

Ved siden av egnethets- og nødvendighetsvurderingen, kan ESMA oppfattes slik at det også gjelder et krav om forholdsmessighet, når det blir satt fokus på balansen mellom

---

<sup>317</sup> Se tilsynsbrifingen s. 7 avsnitt 19 bokstav f).

<sup>318</sup> Se *Norse-rapporten* s. 5.

investeringsstrategiens kompleksitet og kostnadene. Hva som eventuelt er det nærmere innholdet av en slik vurdering, blir imidlertid ikke utviklet av ESMA. Som vi skal se nedenfor, må denne forholdsmessighetsprøvingen i så fall ses i sammenheng med prøvingen som skal skje etter hindringskravet, for å sikre koherens.<sup>319</sup>

Språklig har termen «forholdsmessighet» en vid betydning. Den viser til vurderinger om forholdet mellom størrelser, hvor spørsmålet er om avveiningen av størrelsene, fremstår som akseptabel (forholdsmessig/proporsjonal).<sup>320</sup> For å foreta en slik avveining kan det blant annet være relevant å se på forholdet mellom mål og middel, fordeler og ulemper, balanse og rimelighet.<sup>321</sup> For å strukturere dette vide og skjønnsmessige vurderingskriteriet, har det over tid utviklet seg en tredelt vurdering, på en del rettsområder.<sup>322</sup> Tredelingen går ut på å skille mellom vurderinger av (i) egnethet, (ii) nødvendighet og (iii) forholdsmessighet, også kalt proporsjonalitet, i snever forstand.<sup>323</sup> Når jeg bruker «forholdsmessighet» i denne oppgaven, er det i den siste snevre betydningen som en distinksjon til retningslinjene om egnethet og nødvendighet.

Analysen har vist at utviklingen av konsistenskravet i tilsynsbrifingen, bidrar til å klargjøre det nærmere innholdet av «undue»-vurderingen. Det dreier seg om en toleddet konkret og skjønnsmessig vurdering av om kostnaden har en egnet funksjon og ikke er større enn nødvendig for å forvalte fondet i samsvar med fondets investeringsmål og investeringsmandatet for øvrig, hvor en rekke momenter er relevante. I tillegg kan det være aktuelt med en forholdsmessighetsvurdering.

Når det er sagt, etterlater tilsynsbrifingen likevel et behov for en nærmere klargjøring av konsistenskravet. Selv om identifiseringen av egnethet, nødvendighet og potensielt forholdsmessighet som sentrale retningslinjer innebærer en presisering, er også disse retningslinjene vage. ESMA oppstiller riktignok noen vurderingsmomenter, som jeg har søkt å systematisere under de ulike retningslinjene, men det kan også tenkes at andre momenter kan være relevante å trekke inn i vurderingen. I tillegg blir det ikke begrunnet hvorfor

---

<sup>319</sup> Se pkt. 4.4.2.3.

<sup>320</sup> Se [forholdsmessighet - ordbøkene.no \(ordbokene.no\)](https://forholdsmessighet-ordbokene.no) i denne retningen (besøkt 26. mai 2023). Lignende også Harbo (2021) s. 316–317. Han skriver om forholdsmessighetsvurderinger innenfor forvaltnings- og statsforfatningsretten, med et blikk for den internasjonale dimensjonen, både til EU/EØS-retten, EMK og annen folkerett.

<sup>321</sup> Se Harbo (2021) s. 317.

<sup>322</sup> Ibid.

<sup>323</sup> Ibid.

konsistenskravet inngår som en del av «undue»-vurderingen. Jeg har antydnet en begrunnelse, men den kan med fordel undersøkes nærmere i lys av interesseavveiningen som ble trukket opp i pkt. 4.2.

Mot denne bakgrunnen er det behov for en nærmere klargjøring, dersom konsistenskravet skal kunne anvendes på en treffsikker og forutberegnelig måte som en del av vurderingen av hva som utgjør «unødige kostnader» etter vpf. § 2-25 (1) nr. 4 i norsk rett.<sup>324</sup>

### **5.2.2.3 Kravet om at kostnaden ikke må forhindre oppfyllelsen av investeringsmålet av andre grunner**

ESMA utleder som nevnt, ikke bare et konsistenskrav fra «best interest»-standarden. Det blir også lagt til grunn et krav om at kostnadene ikke må være av en slik karakter at de forhindrer oppfyllelsen av investeringsmålet. Hva hindringskravet bidrar med til vurderingen ved siden av konsistenskravet, kan umiddelbart fremstå som uklart. For dersom den aktuelle kostnaden er av en slik størrelse at den forhindrer oppfyllelsen av investeringsmålet, vil den nødvendigvis også være inkonsistent med det samme målet. Når hindringskravet likevel kan ha en selvstendig betydning ved siden av konsistenskravet, skyldes det at hindringskravet legger opp til en vurdering som fanger opp andre elementer. At brudd på hindringskravet også vil innebære at brudd på konsistenskravet, blir dermed ikke mer enn en konsekvens av vurderingen under hindringskravet; et slags navn på resultatet.

Det som gir hindringskravet selvstendig betydning, er at kravet kan ramme kostnader, til tross for at de er egnede og nødvendige, og i samsvar med konsistenskravet. Formuleringen av hindringskravet tilsier at det oppstiller en øvre grense for hvilke kostnader det er akseptabelt å belaste andelseiere i verdipapirfond. Om kostnaden er av en slik størrelse at den forhindrer oppfyllelsen av investeringsmålet, er den uakseptabel, til tross for om den skulle ha en egnet funksjon og ikke være høyere enn nødvendig. Det må være et akseptabelt forhold mellom størrelsen på kostnaden og investeringsmålet (forholdsmessighet).

Hindringskravet antyder at det skal foretas vurderinger av hvilke hindringer kostnadene oppstiller for oppfyllelsen av investeringsmålet til andelseierne, og at grensen for det akseptable går der hvor forvaltningsselskapet ikke kan forventes å overvinne disse

---

<sup>324</sup> Se nærmere om ESMA-praksisen overføringsverdi til norsk rett i pkt. 5.2.4 nedenfor.

hindringene. Hvor grensen går mer konkret, er vanskelig å fastslå, men terskelen fremstår hvert fall som høy.

Den høye terskelen tilsier at kravet antakeligvis vil ha liten praktisk betydning ved siden av konsistenskravet for de fleste kostnadstypene. Det er vanskelig å tenke seg at nødvendige forvaltningskostnader og tegnings- og innløsningskostnader, når et så høyt nivå at disse kostnadene forhindrer oppfyllelsen av investeringsmålet. Dette vil forutsette helt ekstraordinære markedsforhold, eller at forvaltningsselskaper begår grove brudd på sine lojalitetsforpliktelser. Derimot kan det tenkes at forvaltningsgodtgjørelsen unntaksvis kan være av en slik størrelse, at den forhindrer fondet fra å realisere investeringsmålet. Hindringskravet synes med andre ord å være utformet med sikte på å kontrollere størrelsen på forvaltningsgodtgjørelsen til fondet.

ESMA har søkt å presisere rammene for og innholdet av vurderingen etter hindringskravet, ved å trekke frem «whether the costs borne by the fund [...] are sustainable taking also into account the expected net return of the fund, based also on its risk profile and investment strategy», som relevante vurderingsmomenter.<sup>325</sup> Hvordan disse momentene skal gjøre det mulig å fastslå om kostnader forhindrer oppfyllelse av investeringsmålet er imidlertid ikke opplagt, selv om ESMA kan gi inntrykk av det, når sammenhengen ikke blir utdypet nærmere. Det blir vist til økonomiske konsepter om forventet avkastning og sammenhengen mellom avkastning og risiko, som kan være kompliserte å forstå i seg selv. Likevel blir det ikke gitt noen nærmere forklaring av hvordan disse konseptene kan bidra til å trekke opp grensen for hva som er akseptable kostnader. Forholdet til investeringsstrategien og dens betydning, blir heller ikke utdypet.

Konseptet «forventet avkastning» er et mål på den avkastningen forvaltningsselskapet forventer at fondet vil oppnå i løpet av en bestemt periode.<sup>326</sup> Forventet nettoavkastning, blir den forventede avkastningen, fratrukket kostnadene som påløper. Selv om måltallet forventet nettoavkastning tilsynelatende fremstår som enkelt og forståelig, er beregning av forventet avkastning komplisert. Avkastningen blir påvirket av et bredt spekter av faktorer, som samtidig er i kontinuerlig endring. Dermed blir det også vanskelig å beregne avkastningen for fremtiden. Kompleksiteten medfører at slike beregninger bare blir mer eller mindre treffende

---

<sup>325</sup> Se tilsynsbrifingen s. 7 bokstav d).

<sup>326</sup> Se <https://www.investopedia.com/terms/e/expectedreturn.asp> (sist besøkt 15. juni 2023).



estimerer om utviklingen til fondet. Som jeg kommer tilbake til nedenfor, kan måltallet være av interesse, men usikkerheten forbundet med beregningsmåten tilsier at måltallet bør brukes med forsiktighet i «undue»-vurderingen.

Konseptet «risiko» er av interesse,<sup>327</sup> fordi det påvirker den forventede og faktiske avkastningen til fondet. Forholdet mellom avkastning og risiko er ikke like selvforklarende, men det er likevel forståelig på et overflatenivå, uten spesialkunnskaper. Enkelt sagt er det ikke mulig å oppnå avkastning utover såkalt «risikofri rente»,<sup>328</sup> uten å påta seg investeringsrisiko.<sup>329</sup> Det skyldes at meravkastningen utover risikofri rente er kompensasjon fra markedet for at investoren påtar seg risiko, på vegne av andre.<sup>330</sup> Sammenhengen mellom avkastning og risiko innebærer at forventet avkastning vanligvis øker, dersom risikoen øker.<sup>331</sup> Siden risiko er et mål på sannsynligheten for mulige utfall av betydning for avkastningen, virker imidlertid dette også motsatt vei, ved at risikoen for tap øker tilsvarende.<sup>332</sup> Det som gir høyest langsiktig avkastning, er derfor høyest mulig forventet avkastning til lavest mulig risiko, såkalt «risikojustert avkastning».<sup>333</sup> Måltallet «Sharpeforholdet» er et vanlig måltall for den risikojusterte avkastningen, og egner seg blant annet godt til å evaluere fondsforvaltere av diskresjonære fond.<sup>334</sup> I likhet med forventet avkastning, medfører den kompliserte virkeligheten og de kontinuerlige endringene i finansmarkedet, at beregning av risiko er en krevende øvelse. Også disse beregningene blir derfor mer eller mindre treffende estimerer på utviklingen til fondsporteføljen. Ved bruken av slike beregninger i rettslig sammenheng, er det derfor viktig med en god forståelse av funksjonen og svakheten til måltallet.

Slik jeg forstår ESMA, er tanken at beregninger av forventet nettoavkastning, hvor graden av risiko inngår, kan brukes til å tallfeste andelseiernes investeringsmål, slik at kostnadene kan holdes opp mot et konkret tall. Det er nødvendig ettersom de fleste verdipapirfond ikke har et tallfestet avkastningsmål, men istedenfor har som mål å oppnå høyest mulig avkastning i samsvar med investeringsmandatet. Hvis kostandene overstiger den forventede avkastningen,

---

<sup>327</sup> Se Larsen/Mjøhlhus (2012) s. 317–329 om risiko. Se også Bøhren m.fl. (2017) s. 47 flg.

<sup>328</sup> Se Larsen/Mjøhlhus (2012) s. 317 om «risikofri rente». Det blir definert som renten på kortvarige statsobligasjoner, samt bankinnskudd på inntil 2 millioner kroner.

<sup>329</sup> Se Bøhren m.fl. (2017) s. 49–52. Se også Kjørven (2017) s. 41, med videre henvisninger.

<sup>330</sup> Ibid.

<sup>331</sup> Se Bøhren m.fl. (2017) s. 52.

<sup>332</sup> Ibid.

<sup>333</sup> Slik også Larsen/Mjøhlhus (2012) s. 144–145.

<sup>334</sup> Ibid.

vil disse åpenbart forhindre oppfyllelsen av investeringsmålet og dermed være «undue». I tillegg kan det tenkes at dersom kostnadene «spiser opp» en for stor andel av den forventede bruttoavkastningen, så vil det også innebære at kostnadene anses for å forhindre oppfyllelsen av investeringsmålet. Kostnadene er da på et slikt nivå, at de ikke fremstår som *barekraftige for fondet over tid*, sett i lys av at den forventede avkastningen.

Henvisningen til investeringsstrategien viser antakeligvis til at den forventede nettoavkastningen blir påvirket av strategien til fondet. Dersom det er tale om et diskresjonært fond, vil målet vanligvis være å skape meravkastning sammenlignet med en referanseindeks. Med en slik målsetning, kan det hevdes at et høyere kostnadsnivå enn for indeksfond er akseptabelt, fordi det aktive fondet har som mål at det vil å oppnå høyere avkastning enn referanseindeksen og dermed også indeksfond, som følger denne indeksen. Det kan også være slik at noen investeringsområder blir ansett for å ha en høyere forventet avkastning enn andre områder, noe som i så fall kan tilsi at kostnadene også kan være høyere, i henhold til hindringskravet.

En utfordring med hindringskravet er at kravet er uklart om rammene for og innholdet i vurderingen om størrelsen på kostnadene er i samsvar med eller forhindrer oppfyllelsen av investeringsmålet. Riktignok er kravet søkt presisert av ESMA, men det fremstår fremdeles som vagt og vanskelig å anvende i praksis. Det må ses i sammenheng med at den rettslige vurderingen blir koblet på økonomiske konsepter, uten en nærmere forklaring av hvordan disse får betydning og skal anvendes som momenter i vurderingen. Selv om tverrfaglig kompetanse hos nasjonale tilsynsmyndigheter gir muligheter for å utvikle en bedre forståelse av vurderingen, skaper denne typen grunnleggende uklarhet utfordringen for tilsynet med og håndhevingen av forbudet.<sup>335</sup> Og for domstolene kan det bli utfordrende å anvende disse kriteriene, sett i lys av at den finansfaglige kompetansen er varierende. I tillegg gjør uklarhetene at det er vanskelig å få til en harmonisert praktisering av forbudet på dette punktet.

En annen utfordring med hindringskravet er at vurderinger av forventet avkastning, herunder også når det justeres for risiko, som nevnt er usikre. Når hindringskravet synes å legge opp til

---

<sup>335</sup> Til illustrasjon viste sluttrapporten etter den nasjonale tilsynsaksjonen at det var vanskelig å føre effektivt tilsyn med forbudet, fordi forbudet fremdeles opplevdes som uklart, til tross for forsøket på å klargjøre det i tilsynsbrifingen, se fotnote 26 i pkt. 1.1.

at høyere forventet avkastning gir rett til å belaste høyere kostnader, kan det stilles spørsmål ved om det er hensiktsmessig å ha et slikt krav, som i så stor grad legger opp til vurderinger av om kostnaden er «undue» basert på usikre økonomiske beregninger. Det gjelder særlig når forvaltningsselskapene med en slik rettsstilling, vil ha insentiver for å velge beregningsmåter som gir fondet en høyest mulig forventet avkastning, slik at de kan belaste høyere kostnader. Om hindringskravet skal sikre reell investorbeskyttelse må det derfor som et minimum stilles krav til beregningsmåten, samt føres en form for etterhåndskontroll med hvor treffsikkert avkastningsestimatet viste seg å være. Om misforholdet er for stort, må kostnader tilbakebetales. Det vil virke disiplinerende på forvaltningsselskapene ved beregningen av forventet avkastning og fastsettelsen av kostnader i lys av denne.

En tredje utfordring er at kravet har et snevert fokus på hva som utgjør et akseptabelt forhold mellom kostnader og levert forvaltning, gitt at man først skal foreta en forholdsmessighetsprøving. Hvilken avkastning forvaltningsselskapet leverer bør selvsagt stå sentralt som et ledd i vurderingen av forvaltningens verdi for kunden, sett i lys av at andelseiere har én interesse av å betale for fondsforvaltning: Å oppnå høyest mulig avkastning på kapitalinnskuddet i løpet av investeringsperioden.

Det fremstår imidlertid som relevant å anlegge et bredere perspektiv av hensyn til både andelseiernes interesser, forvaltningsselskapets interesser og samfunnets kapitalmarkeds interesse, når man vurderer forholdsmessigheten. For eksempel fremstår forvaltningsselskapets nedlagte innsats som relevant, særlig den som knytter seg til forhold med verdi for investoren utover selve avkastningen på fondskapitalen. Et annet eksempel er den risikjusterte avkastningen til fondet, som over tid vil gi fondet bedre avkastning, selv om det ikke nødvendigvis viser seg på kort sikt. Et tredje eksempel er i hvilken grad stordriftsfordeler kommer andelseiere til gode, uavhengig av avkastningen.

Disse utfordringene forbundet med hindringskravet, får betydning for «undue»-vurderingen på flere måter. For det første medfører utfordringene at hindringskravet bør klargjøres av ESMA, dersom det skal gi et reelt bidrag til klargjøringen av «undue»-vurderingen. Her viser jeg til argumentene overfor om at kravets uklarhet gjør det vanskelig å anvende i praksis, noe som også kan føre til at denne delen av «undue»-prøvingen kan bli begrenset, samt at uklarheten kan lede til ulik praktisering innenfor EØS. For det andre er det behov for å plassere hindringskravet inn i en bredere forholdsmessighetsnorm, dersom det først skal åpnes

for en forholdsmessighetsprøving. En klargjøring av sammenhengen mellom den svakt antydende forholdsmessighetsprøvingen under konsistenskravet og den hindringskravet legger opp til, vil være et naturlig startpunkt. Hindringskravet løfter frem et aspekt som kan ha noe for seg, men det er som nevnt, også andre aspekter som bør få betydning.

## **5.2.3 Særskilt om forslaget om presisering av forbudet mot «undue costs» i UCITS-direktivet**

### **5.2.3.1 Generelt**

Det nylig publiserte endringsforslaget fra ESMA, går ut på at forbudet mot «undue costs» i Kommisjonsdirektivet 2010/43/EU blir flyttet opp og tatt inn i UCITS-direktivet art. 14 nr. 3, samtidig som det blir inntatt presiseringer av forbudet i nr. 4 til 7.<sup>336</sup> I tillegg kommer nye regler om tilsyns- og håndhevingssiden,<sup>337</sup> men det faller utenfor oppgaven å gå nærmere inn på disse. Spørsmålet nedenfor er hvordan dette endringsforslaget forholder seg til tilsynsbrifingen, som har dannet grunnlag for arbeidet med forbudet mot «undue costs» innenfor EØS, så langt. Det sentrale blir å undersøke om forslaget og det tilhørende forarbeidet inneholder materiale som kan klargjøre konsistenskravet og hindringskravet, samt om det eventuelt også oppstiller nye supplerende retningslinjer for vurderingen av hva som utgjør «undue costs».

### **5.2.3.2 Prøving av om kostnaden er kvalifisert («eligibility test»)**

Etter forslaget blir det første steget i «undue»-vurderingen en såkalt «eligibility test» av kostnadene.<sup>338</sup> Dette kan oversettes til en prøving av om kostnaden er kvalifisert etter nærmere beste kriterier.<sup>339</sup> Denne delen av endringsforslaget er foreslått inntatt i UCITS-direktivet art. 14 nr. 4 og 5, og lyder som følger:

«4. Member States shall require management companies to assess the eligibility of costs by way of referring to the categories of costs set out under Annex VI Part 1.I of the Commission Delegated Regulation (EU) 2017/653, taking into account the investment policy of the UCITS.

---

<sup>336</sup> Se endringsforslaget s. 9 og 12.

<sup>337</sup> Se endringsforslaget s. 12 til 13.

<sup>338</sup> Se endringsforslaget s. 8.

<sup>339</sup> Se Cambridge-ordboken, hvor «eligibility» blir definert som «the fact of having the necessary qualities or satisfying the necessary conditions». Tilgjengelig på [ELIGIBILITY | English meaning - Cambridge Dictionary](#) (sist besøkt 9. juni 2023).

5. ESMA shall develop draft regulatory technical standards to:

- i. specify the circumstances in which costs should be considered as undue/not eligible, also taking into account the investment policy of the UCITS, for the purpose of implementing paragraph 4; and
- ii. specify under which conditions NCAs may authorise on a case-by-case basis additional cost categories which are not included under Annex VI Part 1.I of the Commission Delegated Regulation (EU) 2017/653.»

Det følger av forslaget at prøvingen av om kostnaden er kvalifisert («eligible»), skal ta utgangspunkt i kostnadsstrukturen for UCITS, slik den nå er regulert i Kommisjonsforordningen om PRIIPS, vedlegg VI, del 1.I, innenfor EU. PRIIPs-regimet er ennå ikke gjort til en del av EØS-retten og gjennomført i norsk rett, men det er bare et spørsmål om tid, før det skal og blir gjennomført.<sup>340</sup> Enn så lenge gjelder den norske kostnadsstrukturen, slik denne er fastsatt i verdipapirfondloven.<sup>341</sup> Betydningen av denne midlertidige forskjellen mellom EU/EØS-retten, kommer jeg tilbake til nedenfor i pkt. 5.2.4.

Prøvingen av om kostnaden er kvalifisert, er ikke avgrenset til en prøving av om kostnaden er omfattet av PRIIPs-strukturen, eller eventuelle tilleggskategorier som tilsynsmyndighetene har godkjent i medhold av art. 14 nr. 5 ii. Hvis kostanden faller utenfor disse rammene er den «undue/not eligible». At kostnaden faller innenfor disse rammene, gir derimot ikke mer enn en viss presumsjon for at kostnaden er «due/eligible». Som det følger forutsetningsvis av art. 14 nr. 5 i., skal det foretas en nærmere prøving av om kostnaden er «undue/not eligible». Her skal det ses hen til de konkrete karakteristikaene ved fondet, i lys av konkrete vurderingsmomenter ESMA skal utarbeide etter art. 14 nr. 5 i. Det skal sikre at eligibility-testen blir «meaningful».<sup>342</sup>

I den siste uttalelsen ligger det at «eligibility»-testen først sikrer reell investorbekyttelse mot unødige kostnader, dersom det blir stilt krav til at kostnadene må være akseptable for det

---

<sup>340</sup> Se nærmere om bakgrunnen på <https://www.finanstilsynet.no/en/news-archive/news/2022/priips-and-key-information-on-mutual-funds/> (sist besøkt 23. mai 2023). Grunnen er kort sagt at beslutningen om å innta PRIIPs-regimet i EØS-avtalen, ennå ikke er rettskraftig.

<sup>341</sup> Se kap. 3.

<sup>342</sup> Ibid.

konkrete fondet. Kostnadsstrukturen i PRIIPs-regimet er nemlig så vid,<sup>343</sup> slik tilfellet også er for den norske,<sup>344</sup> at kostnader kan falle innenfor strukturen, uten at de nødvendigvis er knyttet til tjenester med en egnet funksjon eller omfang, for det aktuelle fondet. Strukturene oppstiller lister over lovlige kostnader for verdipapirfond generelt, og må derfor nødvendigvis åpne for et bredt spekter av kostnader. Dersom kvalifikasjonskontrollen ble begrenset til om kostnaden lå innenfor det som generelt er relevante kostnader for UCITS, ville den derfor bidra til transparens om kostnader, men i liten grad sikre beskyttelse mot unødige kostnader. Dermed ville den også bare oppfylt ett av sine to formål.<sup>345</sup>

### 5.2.3.3 Prøving av kostnadens størrelse («quantum»-testen)

Det andre foreslåtte steget i «undue»-vurderingen, er en prøving av om kostnaden er av en slik størrelse, at den er «undue», til tross for at den er kvalifisert etter «eligibility»-testen i art. 14 nr. 4 og 5. I forarbeidene til endringsforslaget formulerer ESMA det slik at «[t]he assessment regarding whether a cost is due/undue should also consider *the amount of the cost* as there can be cases where a cost meets the eligibility test, but it is “undue” in terms of its *quantum.*»<sup>346</sup>

Denne prøvingen blir det lagt til rette for ved at kravet om at forvaltningsselskaper skal utvikle og regelmessig gjennomgå en strukturert prisfastsettelsesprosess som ble utviklet i tilsynsbrifingen, er foreslått tatt inn i art. 14 nr. 6, med noen presiseringer. Etter art. 14 nr. 6 skal forvaltningsselskaper sikre at denne prisfastsettelsesprosessen «(i) clearly demonstrates that all charged costs are due and (ii) allocates clear responsibilities to the management body of such management companies for determining and reviewing the costs charged to investors.» I forlengelsen presiserer art. 14. nr. 7 hva prøvingen av kostnadens størrelse skal gå ut på:

«7. Member States shall require management companies to ensure, as part of their pricing process, the following:

---

<sup>343</sup> Se listen over kostnader i vedlegg VI, del 1, I.

<sup>344</sup> Se pkt. 3.2.

<sup>345</sup> Se endringsforslaget s. 8 avsnitt 20: «ESMA is of the view that, as a first step, the Commission should clarify the eligibility of costs in light of the list of costs included in the PRIIPs Regulation. This will not only have the benefit of providing clarity on the topic [of undue costs] but will also ensure that all costs charged to the fund and its investors will be appropriately disclosed.»

<sup>346</sup> Se endringsforslaget s. 10.

- (i) due diligence is performed and, upon request, made available to investors to ensure that all charged costs are equal to or better than market standards, taking into account the nature and type of the relevant service or activity;
- (ii) in case of related-party transactions, conflicts of interest are appropriately identified, prevented, managed and monitored to avoid investor detriment, taking into account in particular the risk of the related party charging costs higher than market standards;
- (iii) costs do not exceed the figures disclosed to investors in the pre-contractual documentation;

Den viktigste retningslinjen for «undue»-vurderingen fremgår av pkt. (i). Her blir det lagt til grunn at andelseiere ikke skal påføres høyere kostnader enn det som er markedsstandarden for den aktuelle typen forvaltning, og tjenestene som inngår i denne forvaltningen. En særlig risiko for at dette kravet ikke blir etterlevd, oppstår i relasjon til såkalte «related-party transactions».<sup>347</sup> Derfor blir det antakeligvis stilt særskilte krav til prosessen med prising av disse tjenestene i pkt. (ii), for å sikre at denne risikoen blir identifisert og håndtert på en adekvat måte av forvaltningsselskapet, slik at andelseiere ikke blir påført «undue» kostnader. Kravet sier derimot ikke noe om den nærmere prøvingen av om kostnaden er unødig høy. I pkt. (iii) fremhever ESMA det som allerede følger av beste interesse-standarder i UCITS-direktivet art. 14 nr. 1 bokstav (e),<sup>348</sup> nemlig at forvaltningsselskaper er forpliktet til å holde seg innenfor de kostnads grensene som blir oppstilte i den prekontraktuelle investorinformasjonen.<sup>349</sup> Denne presiseringen er derfor strengt tatt ikke nødvendig. Punktet gir heller ikke veiledning for vurderingen av om kostnader som ligger innenfor disse grensene, likevel er «undue».<sup>350</sup> Det er bare pkt. (i) som gir veiledning om denne delen av vurderingen.

---

<sup>347</sup> Se fotnote 226.

<sup>348</sup> Artikkel 14 nr. 1 bokstav (e) lyder: «Those principles shall ensure that a management company [...] complies with all regulatory requirements applicable to the conduct of its business activities so as to promote the best interests of its investors and the integrity of the market.»

<sup>349</sup> Se pkt. 1.2.1 om dette for norsk rett.

<sup>350</sup> Se pkt. 1.2.1 om at en viktig funksjon ved forbudet nettopp er å oppstille kostnads grenser som ligger fast, uavhengig av de ytre kostnadsrelaterte rammene som forvaltningsselskapet selv fastsetter gjennom investorinformasjonen.

### 5.2.3.4 Forholdet til konsistenskravet og hindringskravet utviklet i tilsynsbrifingen

Gjennom endringsforslaget etablerer ESMA en innretning på vurderingen av om kostnader er «undue/due». Det skal foretas en vurdering i to steg. Det første steget er å foreta en konkret vurdering av om kostnaden er kvalifisert («eligibility»-testen), i lys av listen over lovlige kostnadstyper oppstilt i PRIIPS-regimet, eventuelle tillatte tilleggskategorier fastsatt av tilsynsmyndighetene i medhold av art. 14 nr. 5 ii, og karakteristika ved det konkrete fondet. Det andre steget er å vurdere om kostnaden har en akseptabel størrelse («quantum»-testen), sett i lys av blant annet prisen for den aktuelle typen forvaltning, og de spesifikke tjenestene som inngår i denne forvaltningen, i markedet.

Selv om innretningen er ny, er det ikke dermed sagt at endringsforslaget i stor grad avviker fra retningslinjene som ble oppstilt for «undue»-vurderingen i tilsynsbrifingen, samt den forståelsen av «undue costs» som lå til grunn for formuleringen av retningslinjene. Det har heller ikke vært målet med endringsforslaget. Målet med forslaget har vært å klargjøre «undue costs» ytterligere, samt gi tilsynsmyndighetene et sterkere rettslig grunnlag for tilsyns- og håndhevsarbeidet med å forhindre «undue costs».<sup>351</sup> Det har også vært et mål å sikre at nasjonale tilsynsmyndigheter kan bygge videre på praksisen som allerede er etablert om forbudet basert tilsynsbrifingen.<sup>352</sup> Etter min oppfatning passer retningslinjene som ble utviklet i tilsynsbrifingen inn i den nye foreslåtte innretningen på «undue»-vurderingen.<sup>353</sup>

Den såkalte «eligibility»-testen går som nevnt, lengre enn å vurdere om den aktuelle kostnaden faller innenfor kostnadsstrukturen i PRIIPS-regimet. Det skal også foretas en nærmere vurdering av om kostnaden er «due/eligible», ut fra karakteristikaene til det aktuelle fondet. Dette omfatter en prøving av om kostnaden har en funksjon, som kan bidra til oppfyllelsen av investeringsmålet til fondet (egnethet).

Når det gjelder prøvingen av nødvendighet, som også ble ansett som en del av vurderingen under konsistenskravet, blir den først aktuell i det neste steget av vurderingen, nemlig prøvingen av kostnadens størrelse («quantum»-vurderingen). I forslaget er forholdet til

---

<sup>351</sup> Se endringsforslaget s. 6 avsnitt 10: «Against this background, the present opinion (Section 4 below) pursues the policy objective of clarifying the notion of due/undue costs for UCITS [...] and providing NCAs with a stronger legal basis to take supervisory and enforcement actions.»

<sup>352</sup> Se endringsforslaget s. 7 avsnitt 13.

<sup>353</sup> ESMA fremhever selv at tilsynsbrifingen gir viktige retningslinjer for prøvingen av kostnadens størrelse, se endringsforslaget s. 11 avsnitt 24.



markedsprisene for den aktuelle typen forvaltningen og spesifikke tjenester som inngår i denne, trukket frem som en sentral retningslinje. Dette er forhold som inngår naturlig i en slik nødvendighetsvurdering. Også de forholdsmessighetsbetraktningene som hindringskravet legger opp til, faller naturlig innenfor prøvingen av størrelsen på kostnaden. Dette blir som vi så ovenfor, en supplerende retningslinje ved prøvingen av forvaltningsgodtgjørelsen, ved siden av nødvendighetsvurderingen.

De foreslåtte presiseringene av forbudet mot «undue costs», ligger etter mitt syn innenfor den rammen ordlyden «undue costs» og «best interest»-standarden trekker opp for tolkningen av forbudet. Forslaget gir også uttrykk for hvordan ESMA mener at «undue»-vurderingen skal foretas. Sett i lys av at ESMA også er ekspertorganet på området, er det derfor lite sannsynlig at Kommisjonen vil gjøre store materielle endringer i forslaget. Samlet fremstår det derfor som velbegrunnet å legge til grunn den foreslåtte innretningen ved anvendelsen av forbudet, også før forslaget eventuelt blir vedtatt.<sup>354</sup> Det innebærer ikke et brudd med retningslinjene fra tilsynsbrifingen. Disse plasserer seg som vi har sett, naturlig inn i den strukturen forslaget oppstiller for vurderingen.

#### **5.2.4 Kort om praksisens overføringsverdi til norsk rett, i lys av EØS-rettslige særtrekk**

Den EØS-rettslige dimensjonen tilsier at ESMA-praksisen om forbudet mot «undue costs», bør integreres ved anvendelsen av forbudet mot unødige kostnader i norsk rett. Forbudet er som nevnt, en gjennomføring av det identiske forbudet mot «undue costs» i Kommisjonsdirektiv 2010/43/EU art. 22 nr. 4, i samsvar med Norges forpliktelser etter EØS-avtalen.<sup>355</sup> Selv om ESMA-praksis ikke er formelt bindende, tilsier harmoniseringshensynet at retningslinjene fra ESMA blir integrert i fortolkningen og anvendelsen av forbudet mot unødige kostnader i norsk rett. Gjennom praksisen bidrar ESMA til å klargjøre innholdet av «unødige kostnader» på et generelt, grunnleggende konseptuelt nivå, slik finanstilsynspraksis har etterlatt et aktuelt behov for.<sup>356</sup> Det blir utviklet generelle retningslinjer, som igjen blir presiserte gjennom oppstillingen av mer konkrete vurderingsmomenter. Unødvighetsvurderingen det blir lagt opp til gjennom disse uttalelsene, fremstår også som

---

<sup>354</sup> Om det likevel skulle bli gjort justeringer av forslaget av materiell betydning, må det selvsagt også få betydning for anvendelsen av forbudet, i form av tilsvarende justeringer.

<sup>355</sup> Se pkt. 1.2.2.

<sup>356</sup> Sml. pkt. 4.3.

velbegrunnet, vurdert opp mot de sentrale rettskildene om forbudet. Mot denne bakgrunnen er det ikke behov for å utvikle en særegen norsk tilnærming til forbudet, men snarere viktig å gjøre bruk av det materialet ESMA bidrar med, ved å integrere det i tolkningen og håndhevingen av forbudet i norsk rett.

I forlengelsen er det et EØS-rettslig spørsmål som fortjener en tilleggs kommentar. En del av «eligibility»-testen som ESMA foreslår, går ut på å vurdere om kostnaden faller innenfor listen over relevante kostnader for UCITS i PRIIPS-regimet. Som jeg nevnte i pkt. 5.2.3.2, er PRIIPS-regimet ennå ikke gjort til en del av EØS-avtalen med virkning. Det gjelder derfor foreløpig heller ikke som norsk rett. Frem til PRIIPS-regimet er gjennomført i norsk rett, må «eligibility»-testen derfor skje basert på den gjeldende norske kostnadsstrukturen, slik den ble fremstilt i kap. 3.

Selv om den formelle struktureringen/kategoriseringen er noe ulik, vil vurderingen altså likevel kunne følge det samme mønsteret. Ulikheten vil antakeligvis heller ikke føre til ulike vurderingen av om kostnader er unødige. Både den norske kostnadsstrukturen og PRIIPS-strukturen er nemlig svært vide, slik at de i liten grad setter grenser for hvilke kostnader som kan belastes andelseiere i UCITS-fond. Det har sammenheng med at formålet med strukturene heller ikke er å oppstille slike grenser, men å sikre transparens om hvilke kostnader som vil bli belastet og ha en kostnadsstruktur som begrenser interessekonflikter. Det er derfor også først og fremst om kostnaden kvalifiserer, *for det aktuelle fondet*, som vil utgjøre en skranke mot «undue costs» i «eligibility»-testen.

## **6 Avsluttende merknader**

### **6.1 Behov for videre klargjøring**

Forbudet mot «unødige kostnader» utøver en viktig investor- og andelseierbeskyttende funksjon som en del av det regulatoriske fondsregimet, men de siste årene har det blitt stadig tydeligere at det er behov for en nærmere klargjøring av hva som utgjør «unødige kostnader», dersom forbudet skal gi effektiv beskyttelse. *Hovedproblemstillingen* for denne oppgaven ble derfor å analysere hva som er rammene for og innholdet i vurderingen av hva som utgjør

«unødige kostnader» etter verdipapirfondforskriften § 2-25 (1) nr. 4.

Analysen av «unødige kostnader» som vurderingstema i kapittel 4 viser at vilkåret legger opp til en bred skjønnsmessig vurdering av om det fremstår som akseptabelt eller uakseptabelt å belaste andelseiere i verdipapirfond den aktuelle kostnaden. Ordlyden antyder at en prøving av kostnadenes nødvendighet, er et sentralt moment i unødighetsvurderingen, men gir ellers liten veiledning om det nærmere innholdet av vurderingen.

En kontekstuell og formålsorientert tolkning i lys av beste interesse-standardens bidrar imidlertid med viktige klargjørende retningslinjer om innholdet av vurderingen. Standarden trekker opp andelseiernes interesser i høyest mulig avkastning som et sentralt hensyn ved vurderingen av om kostnaden er akseptabel, men det blir samtidig identifisert et behov for å foreta en bredere vurdering, hvor også forvaltningsselskapets interesser i å få dekket sine forvaltningsutgifter og belaste en rimelig godtgjørelse, samt samfunnets kapitalmarkedsinteresse i et velfungerende fondsmarked blir hensyntatt. Sagt på en annen måte viser analysen at unødighetsvurderingen grunnleggende sett handler om å en interesseavveining, hvor disse interessene må søkes å avveies mot hverandre på den måten som har de beste grunnene for seg.

Gjennomføringen av denne interesseavveiningen kan by på utfordringer. For det første krever kreves det ikke bare juridisk, men også solid bransjekunnskap og samfunnsøkonomisk innsikt, for å kunne avveie interessene på en best mulig måte. For det andre blir vurderingen ytterligere komplisert av at spenningsforholdet mellom interessene og innholdet av avveiningen blir påvirket av den aktuelle kostnadstypen. For det tredje oppstiller ikke beste interesse-standardens, forarbeidene, rettspraksis eller rettslitteraturen nærmere retningslinjer for avveiningen, for eksempel i form av vurderingsmomenter. Det skaper et behov for å utlede og legge vekt på klargjørende retningslinjer om vurderingen fra tilsynspraksisen på fondsområdet.

Analysen av tilsynspraksis i kapittel 5 viser at finanstilltalspraksis preges av fragmentariske, kortfattede og ikke nødvendigvis bare velbegrunnede uttalelser om tolkningen av «unødige kostnader». Riktignok kan det utledes enkelte retningslinjer særlig for vurderingen av tegnings- og innløsningskostnader. Samlet sett gir praksisen likevel i liten grad grunnlag for å utlede klargjørende retningslinjer som kan vektlegges i unødighetsvurderingen.

Gjennom sitt arbeid med det EØS-rettslige forbudet mot «undue costs» i UCITS-regelverket, har imidlertid ESMA lagt til rette for at det kan utledes generelle klargjørende retningslinjer for tolkningen av den norske gjennomføringsbestemmelsen, altså forbudet mot «unødige kostnader» i vpf. § 2-25 (1) nr. 4, slik kapittel 5 viser. Det blir lagt opp til en toleddet vurdering av om kostnaden er kvalifisert («eligibility») og har en akseptabel størrelse («quantum»). Det første steget er kvalifikasjonsvurderingen, hvor vurderingen går ut på å prøve om kostnaden er knyttet til en tjeneste, som kan bidra til oppfyllelsen av andelseiernes investeringsmål (egnet), sett i lys av investeringsmandatet til det konkrete fondet. Det andre steget er vurderingen av størrelsen, hvor det sentrale er å vurdere om er større enn det som er nødvendig for å oppfylle investeringsmålet (nødvendighet). I tillegg kan en prøving av kostnadens forholdsmessighet, hvor det blir undersøkt om det er et akseptabelt forhold mellom størrelsen kostnaden og den forventede risikjusterte avkastningen til fondet. Sett i lys av de overordnede retningslinjene som ble utledet fra tilsynsbrifingen gjør konsistenskravet seg gjeldende både i kvalifikasjons- og størrelsesvurderingen, mens hindringskravet bare er aktuelt i størrelsesvurderingen. Disse sidene av lovendringsforslaget fra ESMA synes altså ikke å innebære et brudd med tilsynsbrifingen.

Samlet har denne analysen av rettskildematerialet gitt et bidrag til klargjøringen av rammene for og innholdet i vurderingen av hva som utgjør «unødige kostnader» etter vpf. § 2-25 (1) nr. 4, i samsvar med siktemålet for oppgaven. Klarere forståelse av hva som utgjør «unødige kostnader» vil kunne styrke investorbeskyttelsen til andelseiere i verdipapirfond, samt stimulere til økt sparing i verdipapirfond til fordel for både forvaltningsselskaper og samfunnet for øvrig.

I forlengelsen av denne analysen er det likevel viktig å understreke at oppgaven bare gir et *bidrag* til klargjøringen av hva som utgjør «unødige kostnader»: Det foreligger etter min oppfatning fremdeles et aktuelt behov for videre klargjøring av unødvighetsvurderingen, blant annet som følge av det pågående og omfattende regelverksarbeidet på området. Jeg har løpende pekt på spesifikke klargjøringsbehov i forlengelsen av analysene i kapittel 4 til 5, men ønsker særlig å fremheve ytterligere en problemstilling avslutningsvis.

Problemstillingen gjelder viktigheten av å skille mellom de ulike kostnadstypene som ble presentert i kapittel 3, basert på kostnadstypens plassering og funksjon i den obligatoriske kostnadsstrukturen fastsatt i verdipapirfondloven, ved vurderingen av om andelseiere er belastet «unødige kostnader». En slik typetilfelleorientert tilnærming er viktig for å sikre at hensynene og interessene som gjør seg gjeldende i unødvighetsvurderingen, blir avvendt mot hverandre på en velbegrunnet måte. Det vil igjen bidra til at forbudet mot unødige kostnader utøver sin regulatoriske funksjon mest mulig effektivt i praksis.

## **6.2 Særlig om forholdsmessighetsprøvingen av forvaltningsgodtgjørelsen**

Den forutgående analysen i kapittel 3 til 5, tilsier at behovet for og viktigheten av en slik kostnadstypeorientert klargjøring er størst ved vurderingen av hva som utgjør en «unødig» stor forvaltningsgodtgjørelse. På den ene siden er forvaltningsgodtgjørelsen den største kostnaden andelseiere i verdipapirfond blir belastet av forvaltningsselskaper, noe som innebærer at godtgjørelsen også er den kostnaden som reduserer den langsiktige avkastningen til andelseiere mest. På den andre siden er godtgjørelsen samtidig den viktigste kostnaden for forvaltningsselskaper å belaste andelseiere, siden den ikke bare skal dekke alle de faste utgiftene til forvaltningsforvaltningen, men også utgjør selve den profittskapende godtgjørelsen for utførelsen av forvaltningsoppdraget.

Forvaltningsgodtgjørelsen skiller seg fra de andre kostnadstypene ved at den aktualiserer et spenningsforhold mellom de berettigede interessene til andelseiere om å oppnå høyest mulig avkastning på fondsinvesteringen og forvaltningsselskapets interesser om å profitere mest mulig på forvaltningsoppdraget. For å sikre at disse avveies mot hverandre på en velbegrunnet måte, slik at et velfungerende fondsmarked blir opprettholdt i samsvar med samfunnets kapitalmarkedsinteresse, blir det derfor viktig at forbudet mot «unødige kostnader» tolkes og anvendes slik at det sikrer et rimelig godtgjørelsesnivå fra *både* et andelseier- og forvalterperspektiv.

Selv om både finanstilsynspraksis og ESMA-praksis antyder at forbudet oppstiller enkelte grenser for hvilken forvaltningsgodtgjørelse det er akseptabelt at forvaltningsselskaper belaster andelseiere i verdipapirfond, er det vanskelig å utlede nærmere retningslinjer for

vurderingen fra praksisen. Mens saklighetskriteriet som Finanstilsynet oppstiller ikke blir utviklet utover en spesifikk typesituasjon, antyder ESMA at det generelt skal foretas en forholdsmessighetsprøving av forvaltningsgodtgjørelsen. Selv om det også blir presisert at en vurdering av forholdet mellom størrelsen på godtgjørelsen og den forventede risikojusterte avkastningen til fondet blir sentral i vurderingen, etterlater tilsynspraksis fremdeles mange uavklarte spørsmål om prøvingen av godtgjørelsen.

Det er behov for en nærmere analyse av hvilket rom forbudet mot «unødige kostnader» åpner for en forholdsmessighetsprøving av forvaltningsgodtgjørelsen. En tolkning av «unødige kostnader» som åpner for forholdsmessighetsprøving kan sies å ligge i randsonen av ordlydens naturlig språklige forståelse. Det kan være problematisk, når brudd på forbudet gir grunnlag for offentligrettslige inngrep overfor forvaltningsselskapet, slik at legalitetsprinsippets rettsikkerhetsfunksjon hvert fall aktualiseres til en viss grad. I tillegg vil en slik regulering innebære en regulatorisk intervensjon i fondsmarkedet, som bør ha gode grunner for seg og ikke gå lengre enn nødvendig, sett i lys av de regulatoriske kostnadene forbundet med en slik intervensjon. Spørsmålet er ikke kommentert i finanstilsynspraksis og ESMA-praksis.

Forutsatt at det er grunnlag for en forholdsmessighetsprøving av størrelsen på forvaltningsgodtgjørelsen, slik tilsynsmyndighetene synes å legge til grunn, oppstår det også et behov for en nærmere klargjøring av innholdet i forholdsmessighetsprøvingen. Som jeg påpekte ovenfor i pkt. 5.2.2.3, synes det å være behov for å en bredere forholdsmessighetsprøving enn det ESMA har antydnet i sin praksis, men en mulig innvending kan være at det blir for ressurskrevende og lite effektivt med en slik skjønsmessig retningslinje. Uansett er det behov for en nærmere klargjøring av innholdet i en slik forholdsmessighetsprøving.

For den som skulle ta fatt på en slik klargjøringsprosess, kan en nærmere undersøkelse av den langvarige og mer velutviklede diskursen om overdrevne forvaltningsgodtgjørelser («excessive fees») i amerikansk rett være en informativ og inspirerende kilde. Oppgaven avsluttes derfor med et utsyn til reguleringen av «excessive fees» i amerikansk rett nedenfor (pkt. 6.3).

## 6.3 Utsyn til amerikansk rett

Mens forbudet mot unødige kostnader har fått liten oppmerksomhet i norsk og europeisk sammenheng,<sup>357</sup> har en lignende regulering av såkalte «excessive fees» i Investment Company Act (ICA) of 1940 sec. 36 (b), fått stor oppmerksomhet i amerikansk rett.<sup>358</sup> Reguleringen av «excessive fees» gjelder hvilken forvaltningsgodtgjørelse «investment advisers» har adgang til å kan belaste «investment companies».

Et «investment company» er kjennetegnet av at selskapet som tilbyr («offers») sine andeler til allmennheten, er eid av en bred investorkrets og at virksomheten hovedsakelig er å drive med kjøp og salg av verdipapirer.<sup>359</sup> ICA skiller mellom en rekke ulike kategorier av investment companies.<sup>360</sup> Kategorien *open-end diversified company* har tydelige likhetstrekk med norske verdipapirfond, herunder UCITS.<sup>361</sup> Det er vanlig å omtale slike investment companies som «mutual funds».<sup>362</sup> Forvaltningen av mutual funds kan organiseres på ulike måter,<sup>363</sup> men det er vanlig at fondet er forvaltet av en «investment adviser» som treffer alle disposisjoner over fondet mot et forvaltningshonorar og dekning av forvaltningskostnadene.<sup>364</sup> Selv om terminologien er en annen, følger det av organiseringen at investeringsrådgiveren utøver funksjonen et forvaltningsselskap har etter norsk rett.

Gjennom ICA er det, som i norsk rett, etablert et omfattende regulatorisk regime for *mutual funds* med formål om å sikre investorbeskyttelse og et velfungerende fonds- og

---

<sup>357</sup> Se pkt. 1.1.

<sup>358</sup> Se Curtis/Morley (2015) s. 10 flg. for en oversikt over den eksisterende litteraturen. Se også den empiriske studien til Curtis/Morley (2014), som viser at det ble tatt ut hele 91 «excessive fees»-stevninger bare i perioden 2000 til 2009.

<sup>359</sup> Se ICA sec. 3 (a) og (c) 1.

<sup>360</sup> Se ICA sec. 4 og 5.

<sup>361</sup> Se ICA sec. 5 (1), jf. (b) sml. vpfl. § 1-2 (1) nr. 4. Det faller utenfor oppgavens rammer å vurdere nærmere i hvilken grad *mutual funds* faller innenfor fondsbegrepet i verdipapirfondloven. Se om dette i Truyen (2006) s. 290–292.

<sup>362</sup> Se for eksempel Johnson (2009) s. 146 og 150–151 og Curtis/Morley (2015) s. 4–6. Se også Morley (2014) s. 1234–1236, hvor forholdet til andre kategorier av fond, blir klargjort.

<sup>363</sup> Det vanligste er å organisere mutual funds som aksjeselskaper («corporations»), men også særegne organisasjonsformer på delstatsnivå kan og blir anvendt i praksis, se Hazen (2016) s. 266.

<sup>364</sup> Se Hazen (2016) s. 280–281 og Morley (2014) A. Basic summary. Se også Yeung/Freeman (2010) s. 484 note 4. Reguleringen av fondsvirksomheten til investment advisers blir supplert av The Investment Advisers Act of 1940 («Advisers Act»), samt supplerende regulering i ICA.

kapitalmarked.<sup>365</sup> *Mutual funds* må være registrert hos og er underlagt tilsyn av den amerikanske verdipapir- og børskommissjonen (Securities and Exchange Commission) (SEC).<sup>366</sup> Ved brudd på regelverket kan forvalteren bli ilagt et bredt spekter av sanksjoner.<sup>367</sup> I tillegg kan andelseiere i *mutual funds* gjøre gjeldende krav mot forvalteren ved noen former for regelbrudd, blant annet brudd på ICA sec. 36 (b).<sup>368</sup>

Det følger av ICA sec. 36 (b) at:

«[T]he investment adviser of a registered investment company shall be deemed to have a *fiduciary duty* with respect to *the receipt of compensation for services*, or of payments of a material nature, paid by such registered investment company, or by the security holders thereof, to such investment adviser or any affiliated person of such investment adviser (min kursiv).»

Bestemmelsen pålegger forvaltere en «fiduciary duty» overfor mutual funds ved fastsettingen av forvaltningsgodtgjørelsen, som fondet skal betale. Termen «fiduciary» viser enkelt sagt til et rettslig konsept i angloamerikansk rett, hvor personer som handler på vegne av andre har en særlig omsorgs- og lojalitetsplikt overfor motparten.<sup>369</sup> ICA sec. 36 (b) kan ses som et utslag av den generelle omsorgs- og lojalitetsplikten forvaltere har i amerikansk rett.<sup>370</sup>

I motsetning til norsk rett, hvor innholdet av forvaltningsselskapers omsorgs- og lojalitetsplikt overfor sine andelseiere (beste interesse-standarden) er søkt presisert gjennom forbudet mot unødige kostnader, er ikke den lignende *fiduciary*-plikten presisert nærmere i ICA sec. 36 (b). Den oppstiller for eksempel ikke «excessive fees» som et vilkår for pliktbrudd. Når diskursen om ICA sec. 36 (b) ofte blir omtalt under merkelappen «excessive fees»,<sup>371</sup> er det altså bare terminologi som ikke har betydning for tolkningen av bestemmelsen. I det følgende omtaler bestemmelsen som forbudet mot «excessive fees».<sup>372</sup>

---

<sup>365</sup> Se ICA sec. 1 om formålet og bakgrunnen for vedtagelsen av loven. Se Hazen (2016) s. 275–299 for en oversikt over det regulatoriske regimet.

<sup>366</sup> Se ICA sec. 8, jf. 7.

<sup>367</sup> Se Mydske (2006) pkt. 11 for en oversikt.

<sup>368</sup> Se ICA sec. 36 (b): «An action may be brought under this subsection [...] by a security holder of such registered investment company on behalf of such company, against such investment adviser.»

<sup>369</sup> Se Laby (2017) s. 3–4. Se også Laby (2020) for en bredere fremstilling av «fiduciary»-konseptet i amerikansk rett.

<sup>370</sup> Se Laby (2017). Se også tolkningsuttalet fra SEC (2019). Den er tilgjengelig på <https://www.sec.gov/rules/interp/2019/ia-5248.pdf> (sist besøkt 2. juni 2023).

<sup>371</sup> Se for eksempel Curtis/Morley (2014) s. 2.

<sup>372</sup> Se Curtis/Morley (2014) s. 8 i samme retning.



For å ta stilling til «excessive fees»-søksmål, har amerikanske domstoler måtte presisere innholdet av omsorgs- og lojalitetsplikten i sin praksis. Den sentrale dommen har lenge vært *Gartenberg v Merrill Lynch Asset Management Inc* (1982).<sup>373</sup> Spørsmålet i saken var om forvaltningsgodtgjørelsen som forvaltningsselskapet hadde belastet fondet, hvor *Gartenberg* var andelseier, var «so disproportionately large as to constitute a breach of fiduciary duty in violation of Sec. 36(b).»<sup>374</sup> Anke-domstolen («Court of Appeals») i andre distrikt («Second Circuit») formulerte vurderingstemaet etter ICA sec. 36 (b) slik:

«[...] the test is essentially whether the fee schedule represents a charge within the range of what would have been negotiated at arm's-length in the light of all of the surrounding circumstances [...]

To be guilty of a violation of Sec. 36(b), [...] the adviser-manager must charge a fee that is so disproportionately large that it bears no reasonable relationship to the services rendered and could not have been the product of arm's-length bargaining.»<sup>375</sup>

Dette vurderingstemaet har blitt lagt til grunn i etterfølgende «excessive fees»-saker over tid, og blir gjerne omtalt som «Gartenberg-standarden». I *Jones V. Harris Associates* oppstod det imidlertid skarp dissens om standarden fremdeles ga uttrykk for gjeldende rett mellom to dommere med sterk finansfaglig kompetanse i anke-domstolen («Court of Appeals») i det syvende distriktet («Seventh Circuit»).

Dommer *Easterbrook* gikk inn for å fravike standarden, fordi den kort sagt la for lite vekt på fondsmarkedets egen evne til å sikre et forholdsmessig godtgjørelsesnivå.<sup>376</sup> Dommer *Posner* var sterkt kritisk til en slik fravikelse, fordi den kunne redusere investorbeskyttelsen basert på en «economic analysis that is ripe for reexamination.»<sup>377</sup> Saken ble avgjort av amerikansk

---

<sup>373</sup> 694 F.2d 923 (2d Cir. 1982). Tilgjengelig på <https://law.resource.org/pub/us/case/reporter/F2/694/694.F2d.923.11.14.82-7074.82-7142.html> (Sist besøkt 2. juni 2023).

<sup>374</sup> Se avsnitt 1.

<sup>375</sup> Se avsnitt 14 og 15.

<sup>376</sup> Se seksjon 632: «So just as plaintiffs are skeptical of *Gartenberg* because it relies too heavily on markets, we are skeptical about *Gartenberg* because it relies too little on markets.»

<sup>377</sup> Se [Jones v. Harris, 537 F.3d 728 | Casetext Search + Citor](#) (sist besøkt 2. juni 2023). Dissensen ble avsagt ved avgjørelsen av om anke-domstolen skulle tillate en ny behandling av saken i plenum, som følge av dens viktighet og brudd med eksisterende praksis, såkalt «rehearing en banc».

høyesterett («Supreme Court of Justice») i *Jones V. Harris Associates L.P* (U.S. 2010), hvor domstolen stadfestet *Gartenberg* som et hensiktsmessig vurderingstema i «excessive fees»-saker.<sup>378</sup>

Samlet bidrar *Gartenberg* og *Jones* til å utpensle rammene for og innholdet i vurderingen av om forvaltningsgodtgjørelsen er av en slik størrelse at det vil innebære en belastning av «excessive fees». Det blir ikke bare oppstilt et vurderingstema, men også oppstilt en rekke vurderingsmomenter, slik som «the adviser-manager's cost in providing the service», (ii) «the nature and quality of the service», (iii) «the extent to which the adviser-manager realizes economies of scale as the fund grows larger» og (iv) «the volume of orders which must be processed by the manager». Det må også legges vekt på om det har (v) forekommet dobbeltbelastning av kostnader, (vi) størrelsen på tilknyttede fordeler for investeringsrådgiveren («fall-out benefits») og (vii) profitten fra fondsvirksomheten.<sup>379</sup>

Selv om *Gartenberg*-standarden nylig er stadfestet som gjeldende rett, er den fremdeles gjenstand for diskusjoner i rettslitteraturen. En viktig del av kritikken handler om at bestemmelsen ikke gir reell investorbeskyttelse, sett i lys av at ingen «excessive fees»-krav har fått medhold siden bestemmelsen ble vedtatt, til tross for at over hundre søksmål i perioden, samtidig som det er svært kostbart å forsvare seg mot et denne typen krav, også når kravet er dårlig begrunnet.<sup>380</sup> I tillegg kommer en rekke andre aspekter, både av materiell og prosessuell karakter.<sup>381</sup> Samlet inneholder denne diskursen derfor mye materiale av interesse for den som vil ta opp hansken, og bidra til klargjøringen av hvilke grenser forbudet mot «unødige kostnader» oppstiller for størrelsen på forvaltningsgodtgjørelsen i norsk rett.

---

<sup>378</sup> Se <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/559/335/> (sist besøkt 2. juni).

<sup>379</sup> Se avsnitt 25 til 30.

<sup>380</sup> Se Curtis (2019) s. 17 flg.

<sup>381</sup> Se blant annet Curtis/Morley (2015).



# Kildeliste

## Litteratur

- Aarli, Ragna, Synne Sæther Mæhle, *Juridisk metode i et nøtteskall*, Gyldendal, 2018.
- Alshaleel, Mohammed K, “Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities Directive V: Increased Protection for Investors”, *European Company Law 2016*, s. 14–22.
- Amunga, Prisca Ingrid, *Factors Affecting Performance of Mutual Funds in Kenya*, 2015. Tilgjengelig på <http://erepository.uonbi.ac.ke/handle/11295/93140>.
- Andenas, Mads og Federico, Della Negra, «Between contract law and financial regulation: Towards the Europeanisation of general contract», *European Business Law Review 2017*, s. 499–521.
- Askeland, Bjarte, «Om rettsdogmatikk metode og sammenligning», i *Undring og erkjennelse: Festskrift til Jan Fridthjof Bernt 70 år*, Karl Harald Søvig, Sigrid Eskeland Schütz og Ørnulf Rasmussen (red.), Fagbokforlaget, 2013, s. 15–25.
- BAHR, *Verdipapirfond – Skatt for fond og andelseiere*, 8. oktober 2019. Tilgjengelig på [https://issuu.com/bahr1/docs/verdipapirfond - skatt for fond og andelseiere](https://issuu.com/bahr1/docs/verdipapirfond_-_skatt_for_fond_og_andelseiere).
- Balchunas, Eric, *The Bogle Effect: How John Bogle and Vanguard Turned Wall Street Inside Out and Saved Investors Trillions*, BenBella Books, 2020.
- Barlund, Ingrid Margrethe Halvorsen, «ESA som tilsynsmyndighet av finansielle teneste i den indre marknad», *Lov og rett 2020*, s. 261–275.
- Ben-Rephael, Azi og Ryan D. Israelsen, «Are some clients more equal than others? An analysis of asset management companies’ execution costs», 2017. Tilgjengelig på [Are Some Clients More Equal than Others? An Analysis of Asset Management Companies’ Execution Costs by Azi Ben-Rephael, Ryan D. Israelsen :: SSRN](#).
- Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, 4. utgave, Cappelen Damm, 2014.
- Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, 5. utgave, Cappelen Damm, 2021.

- Bergo, Knut, «Tolkning av lovkravene i Grl. §§ 96 og 113 – noen kommentarer til Tomas Midttun Tobiassen», *Lov og rett 2023*, s. 119–130.
- Brown, Stewart L., «Mutual fund advisory fees: An objective fiduciary standard», *University of Pennsylvania Journal of Business Law 2019*, s. 477–532.
- Bøhren, Øyvind, Dag Michalsen, Øyvind Norli, *Finans: Teori og praksis*, Fagbokforlaget, 2017.
- Cherednychenko, Olha O., «Two Sides of the Same Coin: EU financial Regulation and Private law», *European Business Organization Law Review 2021*, s. 147–172.
- Curtis, Quinn og John, Morley, «An Empirical Study of Mutual Fund Excessive Fee Litigation: Do the Merits Matter?», *Journal of Law, Economics and Organization 2014*, s. 275–305.
- Curtis, Quinn og John, Morley, «The Flawed Mechanics of Mutual Fund Fee Litigation», *Yale Journal on Regulation 2015*, s. 1–44.
- Curtis, Quinn, «The Past and present Mutual Fund Fee Litigation Under 36(b)», 2019. Tilgjengelig på [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3344494](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3344494).
- De Visscher, Christian, Olivier, Maiscoq og Frédéric, Varone, «The lamfalussy Reform in the EU Securities Markets: Fiduciary Relationships, Policy Effectiveness and Balance of Power», *Journal of Public Policy 2008*, s. 19–47.
- Eriksen C., Christoffer, «Forvaltningspraksis som rettskildefaktor», i *Juridisk metode og tenkemåte*, Alf Petter Høgberg og Jørn Øyrehagen (red.), Universitetsforlaget, 2019, s. 293–333.
- Finanstilsynet, *Om verdipapirfond*, sist endret 2022. Tilgjengelig på [Verdipapirfond - Finanstilsynet.no](https://www.finanstilsynet.no) (sist besøkt 21. juni 2023).
- Fisch, Jill E., «Rethinking the Regulation of Securities Intermediaries», *University of Pennsylvania Law Review 2010*, s. 1961–2041.
- Fisch, Jill E. og Tes Wilkinson-Ryan, «Why do Retail Investors Make Costly Mistakes? An Experiment on Mutual Fund Choice», *University of Pennsylvania Law Review 2014*, s. 605–647.
- Franklin, Christian, «Om innholdet i og rekkevidden av det EØS-rettslige prinsippet om direktivkonform fortolkning», *Jussens Venner 2012*, s. 269–317.
- Fredriksen, Halvard Haukeland og Germund Mathisen, «EU-rett som norsk rettskilde», i *Juridisk metode og tenkemåte*, Alf Petter Høgberg og Jørn Øyrehagen Sunde (red.), Universitetsforlaget, 2019, s. 386–419.

- Fredriksen Haukeland, Halvard og Gjermund Mathisen, *EØS-rett*, 4. utgave, Fagbokforlaget, 2022.
- Færstad, Jan-Ove, «Privatrettslig forbrukervern ved investeringer i finansielle instrumenter», *Tidsskrift for Rettsvitenskap* 2021, s. 165–260.
- Giertsen, Johan, *Avtaler*, 4. utgave, Universitetsforlaget, 2021.
- Graver, Hans Petter, «Vanlig juridisk metode? Om rettsdogmatikken som juridisk sjanger», *Tidsskrift for rettsvitenskap* 2008, s. 149–178.
- Hande, Karnov Lovkommentar: Verdipapirfondloven, § 4-6 kommentar nr. 2, ajourført 26. januar 2023. Tilgjengelig på [Verdipapirfondloven - Lovdata Pro](#) (sist besøkt 15. mai 2023).
- Hagenau, Thue, *Pengeinstitutternes rådgivningsansvar ved verdipapirhandel*, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2010.
- Hauge, Hilde, *Ugyldighet ved formuerettslige disposisjoner*, Universitetsforlaget, 2009.
- Hauge, Hilde, «Samspillet mellom privatrett og offentlig rett på avtalerettens område», i *Aftaleloven 100 år: Baggrund, status, utfordringer, fremtid*, Mads Bryde Amdersen, Johan Bärlund, Boel Flodgren og Johan Giertsen (red), DJØF Forlag, 2015, s. 131–152.
- Harbo, Tor-Inge, «Forholdsmessighet», *Jussens Venner* 2021, s. 315–368.
- Hazen, Thomas Lee, *Securities Regulation in a nutshell*, West Academic Publishing, 2016.
- Hopsnes, Roald, Raymond Solberg, «Legalitetsprinsippet», *Jussens Venner* 2005, s. 77–155.
- Hjelmeng, Erling, *Revisors erstatningsansvar: En analyse av ansvarsnormen*, Fagbokforlaget, 2007.
- Horn, Thomas, *Fullstendig isolasjon ved risiko for bevisforspillelse: Rettspolitiske vurderinger*, Fagbokforlaget, 2017.
- Hveem, Dag Jørgen, *Bankers rådgivningsansvar overfor forbrukere*, Det juridiske fakultet ved Universitetet i Bergen, levert 13. november 2020.
- Hvistendahl, Morten, «Indeksnær forvaltning», *Praktisk økonomi og finans* 2010, s. 60–65.
- Johnson, Emily D., «The Fiduciary duty in the Mutual Fund Excessive Fee Cases: Ripe for Reexamination», *Duke Law Journal* 2009, s. 145–181.
- Kjørven, Marte Eidsand, «Det privatrettslige forbrukervernet på finansområdet», *Forhandlingene ved det 40. nordiske juristmøtet i Oslo 2014*, Del 1 s. 243–258.
- Kjørven, Marte Eidsand, *Ytelse av investeringstjenester til forbruker: Verdipapirrettslige, kontraktsrettslige og erstatningsrettslige krav til atferd*, Universitetsforlaget, 2017.
- Kolflaath, Eivind, *Språk og argumentasjon: Med eksempler fra juss*, Fagbokforlaget, 2004.

- Kremer, Claude og Isabelle Lebbe, *Collective Investment Schemes in Luxembourg: Law and Practice*, Oxford University Press, 2014.
- Kvalheim, Cecilie og Alexander S. Lund, «Private equity fond og verdipapirfond – noen sammenlignende betraktninger», *Praktisk økonomi og finans 2006*, s. 35–44.
- Laby, Arthur B., «The Fiduciary Structure of Investment Management Regulation», 2017. Tilgjengelig på [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2993429](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2993429).
- Laby, Arthur B., «Advisors as Fiduciaries», 2020. Tilgjengelig på [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3568119](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3568119).
- Langevoort, Donald C., “Private litigation to enforce fiduciary duties in mutual funds: Derivative suits, disinterested directors and the ideology of investor sovereignty”, *Washington University Law Quarterly 2005*, s. 1017–1044.
- Larsen, Jens Henrik og Jon Olav Mjølhus, *Formuesforvaltning*, Cappelen Damm Akademisk, 2012.
- Lilleholt, Kåre, *Kontraktsrett og obligasjonsrett*, Cappelen Damm Akademisk, 2017.
- Marneffe, Wim og Lode Vereeck, «The meaning of regulatory costs», *European Journal of Law and Economics 2011*, s. 341–356.
- Moloney, Niamh, *How to Protect Investors. Lessons from the EC and the UK*, Cambridge University Press, 2010.
- Moloney, Niamh, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3. utgave, Oxford University Press, 2014.
- Moloney, Niamh, *The Age of ESMA. Governing EU Financial Markets*, Hart Publishing, 2018.
- Moloney, Niamh, «EU Financial Market Governance and the Retail Investor: Reflections at an Inflection Point», *Yearbook of European Law 2018*, 254–304.
- Monsen, Erik, *Innføring i juridisk metode og oppgaveteknikk*, Cappelen Damm Akademisk, 2012.
- Morley, John, «The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation», *Yale Law Journal 2014*, s. 1228–1287.
- Mydske, Tore, Myklebust, «Amerikansk verdipapirfondlovgivning sett med norske øyne», *Tidsskrift for forretningsjus 2006*, s. 71–107.
- Myklebust, Trude, *Innføring i finansmarkedsrett*, Fagbokforlaget, 2011.
- Mæhle, Synne Sæther, «Gjelder det andre regler for rettslig argumentasjon i rettsdogmatikken enn for domstolene?», *Jussens Venner 2004*, s. 329–342.
- Mæhle, Synne Sæther, *Fra lov til rett*, Gyldendal, 2022.

- Pozen, Robert, Theresa Hamacher og Don T. Phillips, *The Fund Industry: How Your Money is Managed*, John Wiley & Sons, 2015.
- Rosén, Karl, *Verdipapirfondloven: Med kommentarer*, Gyldendal, 2015.
- Sæbø, Rune, «Generalklausulene i formuerettslovgivningen i et rettskildeperspektiv», *Jussens Venner* 1996, s. 313–325.
- Smith, Adam *An Inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, utgitt av W. Strahan/T. Cadell, 1776.
- SEC, Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, 12. juli 2019. Tilgjengelig på [Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers \(sec.gov\)](#) (sist besøkt 21. juni 2023).
- Tobiassen, Tomas Midttun, *Når myndighetene griper inn: En studie av legalitetsprinsippet i Høyesteretts praksis*, Fagbokforlaget, 2019.
- Tobiassen, Tomas Midttun, «Nye tider for legalitetsprinsippet i Høyesterett», *Lov og Rett* 2022, s. 65–66.
- Truyen, Filip, «Kollektive investeringsformer – forholdet mellom verdipapirfond, investeringselskaper og aksjespareklubber», *Tidsskrift for rettsvitenskap* 2006, s. 268–338.
- Yeung, Amy og Kristen J. Freeman, «Gartenberg, Jones, and the meaning of Fiduciary: A legislative investigation of section 36(b)», *Delaware Journal of Corporate Law* 2010.
- Wallinga, Marnix, *EU Investor Protection Regulation and Liability for Investment Losses: A Comparative Analysis of the Interplay Between MiFID and MiFID II and Private Law*, Springer, 2020.
- Woxholt, Geir, *Foreningsrett: Med samevirkeloven*, 3. utgave, Gyldendal, 2008.
- Woxholt, Geir, *Avtalerett*, 11. utgave, Gyldendal, 2021.
- Ørnulf, Øyen, «Forholdet mellom partsevne og rettsevne – særlig om forholdet mellom partsevne etter tvisteloven § 2-1 (2) og rettsevne», *Tidsskrift for Rettsvitenskap* 2015, s. 91–111.

## Norske lover og forskrifter

### Lover



Lov 31. mai 1918 nr. 4 om avslutning av avtaler, om fuldmagt og om ugyldige viljeserklæringer (avtaleloven).

Lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet med finansforetak mv. (finanstilsynsloven).

Lov 16. juni 1961 nr. 15 om rettshøve mellom grannar (grannelova).

Lov 12. juni 1981 nr. 52 om aksjefond m.v. (aksjefondloven).

Lov 11. juni 1993 nr. 66 om pristiltak (pristiltaksloven).

Lov 26. mars 1999 nr. 14 om skatt av formue og inntekt (skatteloven).

Lov 5. mars 2004 nr. 12 om konkurranse mellom foretak og kontroll med foretakssammenslutninger (konkurranseloven).

Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelsoven).

Lov 19. juni 2009 nr. 97 om dyrevelferd (dyrevelferdsloven).

Lov 25. november 2011 nr. 44 om verdipapirfond (verdipapirfondloven).

Lov 20. juni 2014 nr. 28 om forvaltning av alternative investeringsfond (AIF-loven).

Lov 18. desember 2020 nr. 146 om finansavtaler (finansavtaleloven).

### Forskrifter

Forskrift 21. desember 2011 nr. 1467 til verdipapirfondloven (verdipapirfondforskriften).

## **Norske forarbeider**

NOU 1979: 32 Formuerettslig lempningsregel.

Ot.prp. nr. 68 (1980–1981) Om lov om aksjefond m.v.

Ot.prp. nr. 5 (1982–1983) Om lov om endringer i avtaleloven 31 mai 1918 nr. 4, m.m. (generell formuerettslig lempingsregel).

Ot.prp. nr. 41 (1992–1993) Om A. Lov om konkurranse i ervervsvirksomhet (konkurranseloven) B. Lov om pristiltak.

Ot.prp. nr. 15 (1993–1994) Om lov om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om aksjefond m.v. og visse andre lover.

Ot.prp. nr. 68 (2002–2003) Om lov om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv.

Ot.prp. nr. 6 (2003–2004) A) Om lov om konkurranse mellom foretak og kontroll med foretakssammenslutninger (Konkurranseloven) B) Om lov om gjennomføring og kontroll av EØS-avtalens konkurranseregler mv. (EØS-konkurranseloven).

Ot.prp. nr. 15 (2008–2009) Om lov om dyrevelferd.

Forslag til ny verdipapirfondlov: Arbeidsgrupperapport avgitt 15. juni 2010. Tilgjengelig på [FORSLAG TIL NY VERDIPAPIRFONDLOV \(regjeringen.no\)](#).

Prop. 149 L (2010–2011) om verdipapirfond (verdipapirfondloven).

Forskrifter til verdipapirfondloven: Arbeidsgrupperapport avgitt 26. januar 2011. Tilgjengelig på [Rapport \(regjeringen.no\)](#).

NOU 2017: 1 Markeder for finansielle instrumenter: Gjennomføring av MiFID II og MiFIR.

## **Norske rettsavgjørelser**

## Høyesterett

Rt. 2000 s. 1811 (Finanger I)

Rt. 2012 s. 355 (Lognvik)

Rt. 2013 s. 388 (Røeggen)

Rt. 2014 s. 1281 (Z-huset)

HR-2018-1907-A (Blom fiskeoppdrett)

HR-2019-1726-A (SIPE V)

HR-2020-475-A

HR-2020-1967-A

HR-2021-2275-A (Pelagia)

HR-2022-2404-A (Ramme Gård)

## Underrettspraksis

TOSLO-2016-105341-2

## **Finanstilsynspraksis**

Høringsforslag: Nasjonalt forbud mot returprovisjon: Forslag om å forby vederlag til eller fra andre enn kunden ved formidling av spareprodukter, Finanstilsynet, 27. juni 2022.

Tilgjengelig på [Finanstilsynet foreslår forbud mot returprovisjon ved formidling av spareprodukter - Finanstilsynet.no](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

Rapport: Utviklingen i prisene for verdipapirfond: 31. desember 2014 til 30. september 2021, Finanstilsynet, 16. mai 2022. Tilgjengelig på [Rapport om utviklingen i prisene for verdipapirfond - Finanstilsynet.no](#) (sist besøkt 19. mai 2023).

Brev: Forvaltningsselskapenes betaling for distribusjon gjennom verdipapirforetak, Finanstilsynet, 14. april 2020. Tilgjengelig på <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/brev/2020/forvaltningsselskapenes-betaling-for-distribusjon-gjennom-verdipapirforetak/> (sist besøkt 19. mai 2023).

Tilsynsrapport: Tilsynsrapport – Norse Forvaltning AS, Finanstilsynet, 7. desember 2020.

Tilgjengelig på

<https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/tilsynsrapporter/2020/tilsynsrapport---norse-forvaltning-as/> (sist besøkt 19. mai 2023).

Tilsynsrapport: Tilsynsrapport – Odin Forvaltning AS, Finanstilsynet, 14. januar 2022.

Tilgjengelig på

<https://www.finanstilsynet.no/contentassets/dbdf729ed0ab4d939100f246631870c9/tilsynsrapport---odin-forvaltning-as.pdf> (sist besøkt 19. mai 2023).

Tilsynsrapport: Tilsynsrapport – Njord Alternative Investments AS, Finanstilsynet, 27. april 2022. Tilgjengelig på

<https://www.finanstilsynet.no/contentassets/754779a4e8b54eb59dc9f54a814e98ae/tilsynsrapport-njord-alternative-investments-as.pdf> (sist besøkt 21. juni 2023).

News: PRIIPS and key information on mutual funds, Finanstilsynet, 11. november 2022.

Tilgjengelig på [PRIIPS and key information on mutual funds - Finanstilsynet.no](https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/priips-and-key-information-on-mutual-funds) (sist besøkt 21. juni 2023).

## **Bransjenormer**

Verdipapirfondenes forenings bransjestandard for informasjon og klassifisering av aksjefond og kombinasjonsfond, VFF, 15. februar 1999. Tilgjengelig på <https://vff.no/bransjestandarder> (sist besøkt 1. mai 2022).

Bakgrunnsnotat: Bransjestandard for informasjon og klassifisering av aksje- og kombinasjonsfond, VFF, 29. april 2004, Tilgjengelig på <https://vff.no/bransjestandarder> (sist besøkt 1. juni 2023).

Bransjeanbefaling for medlemmene av Verdipapirfondenes forening: anbefaling – asymmetrisk resultatavhengig forvaltningsgodtgjørelse, VFF, 1. mars 2017. Tilgjengelig på <https://vff.no/bransjeanbefalinger> (sist besøkt 1. mai 2022).

Bransjeanbefaling for medlemmene av Verdipapirfondenes forening: Individualisert

kostnadsrapportering til andelseiere i verdipapirfond, VFF, 04. mars 2019. Tilgjengelig på <https://vff.no/bransjeanbefalinger> (sist besøkt 1. mai 2022).

Bransjeanbefaling for medlemmene av Verdipapirfondenes forening: Anbefalte vedtekter for verdipapirfond, VFF, 1. februar 2023. Tilgjengelig på <https://vff.no/storage/Bransjenormer/Bransjeanbefalinger/Vedtekter-verdipapirfond/Bransjeanbefaling-anbefalte-vedtekter-for-verdipapirfond-oppdater-februar-2023.pdf> (sist besøkt 22. juni 2023).

## **EU/EØS-rettsakter**

### **Traktater**

EØS-avtalen – Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde, 2. mai 1992 (i kraft fra 1. januar 1994)

Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU), 25. mars 1957 (i kraft fra 1. januar 1958).

Treaty on European Union (TEU), 7. Februar 1992 (i kraft fra 1. november 1993).

### **Direktiver**

Council Directive 85/611/EEC of 20. December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS).

Directive 2001/107/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) with a view to regulating management companies and simplified prospectuses.

Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002

amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), with regard to investments of UCITS.

Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS).

Commission Directive 2010/43/EU of 1 July 2010 implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements, conflicts of interest, conduct of business, risk management and content of the agreement between a depositary and a management company.

## **Forordninger**

Commission Regulation (EU) No 583/2010 of 1 July 2010 implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as regards key investor information and conditions to be met when providing key investor information or the prospectus in a durable medium other than paper or by means of a website.

Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC.

Commission Delegated Regulation (EU) No 231/2013 of 19 December 2012 supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage, transparency and supervision.

Commission Delegated Regulation (EU) 2017/653 of 8 March 2017 supplementing Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs) by laying down regulatory technical standards with regard to the presentation, content, review

and revision of key information documents and the conditions for fulfilling the requirement to provide such documents.

## **Forarbeider til EØS-rettsakter**

Segré, Claudio m.fl., The development of a European capital market. Report of a Group of Experts appointed by the EEC Commission, november 1966. Tilgjengelig på <http://aei.pitt.edu/31823/> (sist besøkt 21. juni 2023).

European Commission, Green Paper on The Enhancement of the EU Framework for Investment Funds, 12. juli 2005, COM(2005) 314 final.

European Commission, Communication From The Commission To The European Parliament, The Council, The European Economic and Social Committee and The Committee of The Regions: A Capital Markets Union for people and business-new action plan, 24. august 2020, COM(2020) 590 final.

## **Rettsavgjørelser fra EFTA-domstolen**

Dom. 4. april 2013, *Karlsson*, Sak E-4/01.

Dom 5. april 2013, *Straffesak mot A*, Sak E-1/07.

Dom 23. januar 2014, *LBI*, Sak E-28/13.

## **ESMA-praksis**

Guidelines: On performance fees in UCITS and certain types of AIFs, 5. november 2020. Tilgjengelig på [esma34-39-992\\_guidelines\\_on\\_performance\\_fees\\_en.pdf \(europa.eu\)](https://www.esma.europa.eu/press-material/press-conferences-and-events/consultation-2020/esma34-39-992-guidelines-on-performance-fees-en) (sist besøkt 21. juni 2023).

Final report: Guidelines on performance fees in UCITS and certain types of AIFs, 3. april 2020. Tilgjengelig på [esma\\_34-39-968\\_final\\_report\\_guidelines\\_on\\_performance\\_fees.pdf \(europa.eu\)](https://www.esma.europa.eu/press-material/press-conferences-and-events/consultation-2020/esma-34-39-968-final-report-guidelines-on-performance-fees) (sist besøkt 21. juni 2023).

Supervisory briefing: On the supervision of costs in UCITS and AIF's, 4. juni 2020. Tilgjengelig på [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39-1042\\_supervisory\\_briefing\\_on\\_the\\_supervision\\_of\\_costs.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39-1042_supervisory_briefing_on_the_supervision_of_costs.pdf) (sist besøkt 21. juni 2023).

ESMA identifies costs and performance and data quality as new Union Strategic Supervisory Priorities, 13. november 2020. Tilgjengelig på [ESMA identifies costs and performance and data quality as new Union Strategic Supervisory Priorities \(europa.eu\)](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

ESMA launches a Common Supervisory Action with NCAs on the supervision of costs and fees of UCITS, 6. januar 2021. Tilgjengelig på [ESMA launches a Common Supervisory Action with NCAs on the supervision of costs and fees of UCITS \(europa.eu\)](#) (sist besøkt 21. juni 2021).

Final Report: On the 2021 CSA on costs and fees, 31. mai 2022. Tilgjengelig på [Final report - On the 2021 CSA on costs and fees \(europa.eu\)](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

ESMA Market Report: Costs and Performance of EU Retail Investment Products 2023, 30. januar 2023. Tilgjengelig på [esma50-165-2357-esma statistical report on costs and performance of eu retail investment products.pdf \(europa.eu\)](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

Opinion: On undue costs of UCITS and AIFs, 17. mai 2023. Tilgjengelig på [ESMA34-45-1747 Opinion to the EC on undue costs of UCITS and AIFs \(europa.eu\)](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

Question and Answers: Application of the UCITS Directive, 14. Juni 2023. Tilgjengelig på [ESMA34-43-392 Q&As on UCITS Directive \(europa.eu\)](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

## **Utenlandske lover og forarbeider**

Lag (2004: 46) om värdepappersfonder [Sverige].



SOU 2002:56 Investeringsfonder forslag till ny lag [Sverige].

Investment Company Act 1940 [USA].

Investment Advisers Act 1940 [USA].

## Amerikanske rettsavgjørelser

Dom 3. desember 1982, *Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management Inc*, Sak 694 F.2d 923. Tilgjengelig på [694 F.2d 923 \(resource.org\)](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

Dom 8. august 2008, *Jones v. Harris Associates L. P*, Sak 537 F.3d 728. Tilgjengelig på [Jones v. Harris, 537 F.3d 728 | Casetext Search + Citator](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

Dom 30. mars 2010, *Jones v. Harris Associates L. P*, Sak 559 U.S. 335. Tilgjengelig på [Jones v. Harris Associates L. P. :: 559 U.S. 335 \(2010\) :: Justia US Supreme Court Center](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

Dom 27. september 2019, *Chill v. Calamos Advisors LLC*, sak 1:2015cv01014. Tilgjengelig på [Chill et al v. Calamos Advisors LLC et al 1:2015cv01014 | US District Court for the Southern District of New York | Justia](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

## Rapporter, tallmateriale og empiriske undersøkelser

*Det norske sparemarkedet: Konkurransen og effektiviteten I markedet for verdipapirfond og andre spareprodukter: En utredning gjort av Kredittilsynet på oppdrag fra Finansdepartementet, Kredittilsynet, 2008.* Tilgjengelig på <https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fin/rapporter/utredning---konkurransen-og-effektiviteten-i-markedet-for-verdipapirfond-og-andre-spareprodukter.pdf> (sist besøkt 21. juni 2023).

*Ny undersøkelse: Rekordhøy andel nordmann som har penger plassert i aksjefond, VFF, 29.*

juni 2022. Tilgjengelig på [Ny undersøkelse: Rekordhøy andel nordmenn som har penger plassert i aksjefond - Verdipapirfondenes forening \(vff.no\)](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

*Nøkkeltall 2022 mars*, VFF. Tilgjengelig på <https://vff.no/siste-m%C3%A5ned> under «Hovedtall» og «Nøkkeltall» (sist besøkt 21. juni 2023).

*Statistikk for forvaltningsselskap og AIF-forvaltarar*, Finanstilsynet, 2022. Tilgjengelig på [Statistikk for forvaltningsselskap og AIF-forvaltarar - Finanstilsynet.no](#) (sist besøkt 21. desember 2023).

## **Avisartikler o.l.**

Forbrukerrådet, «En bransjeomveltning som vil øke pensjonene», 4. februar 2019. Tilgjengelig på [– En bransjeomveltning som vil øke pensjonene – Forbrukerrådet \(forbrukerradet.no\)](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

Bjerknes, Christian, «KLP kutter prisen på indeksfond etter prisstunt fra Sbanken», *Dagens Næringsliv*, 13. september 2019. Tilgjengelig på [KLP kutter prisen på indeksfond etter prisstunt fra Sbanken | DN](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

Solgård, Jonas, «Storebrand kjøper det norske fintek-selskapet Kron for 400 mill. kroner», *Dagens Næringsliv*, 5. september 2022. Tilgjengelig på [Storebrand kjøper det norske fintek-selskapet Kron for 400 mill. kroner | DN](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

## **Nettressurser**

*Expected Return: Formula, How it Works, Limitations, Example*, James Chen, Michael J. Boyle og Yarilet Perez, 10. februar 2023. Tilgjengelig på [Expected Return: Formula, How It Works, Limitations, Example \(investopedia.com\)](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

*How Fees and Expenses Affect Your Investment Portfolio*, SEC. Tilgjengelig på [Investor Bulletin: How Fees and Expenses Affect Your Investment Portfolio \(sec.gov\)](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

*Forvaltningsgebyr*, Finansportalen. Tilgjengelig på [Forvaltningsgebyr – Finansportalen](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

*Svingprising i KLP-fondene*. Tilgjengelig på [Svingprising i KLP-fondene - KLP.no](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

*Ordbøkene: Bokmålsordboka og Nynorskordboka*. Tilgjengelig på [unødige - ordbøkene.no \(ordbokene.no\)](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

*NAOB: Det Norske Akademis Ordbok*. Tilgjengelig på [unødig - Det Norske Akademis ordbok \(naob.no\)](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

*Den Danske Ordbog: Moderne Dansk Sprog*. Tilgjengelig på [Den Danske Ordbog — ordnet.dk](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

*Svenska Akademiens Ordböcker*. Tilgjengelig på [svenska.se – Akademiens ordböcker](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

*Google Translate*. Tilgjengelig på [google translate norsk engelsk - Google-søk](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

*Cambridge Dictionary*. Tilgjengelig på [UNDUE | English meaning - Cambridge Dictionary](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

*Oxford Learner's Dictionaries*. Tilgjengelig på [Oxford Learner's Dictionaries | Find definitions, translations, and grammar explanations at Oxford Learner's Dictionaries \(oxfordlearnersdictionaries.com\)](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

*Linguee: English-French Dictionary*. Tilgjengelig på [indus - English translation – Linguee](#) (sist besøkt 21. juni 2023).

*Om VFF*. Tilgjengelig på <https://vff.no/om-vff-vedtekter> (sist besøkt 21. juni 2023).

VFF, *Den lille fondshåndboken*. Tilgjengelig på [Verdipapirfondenes forening \(vff.no\)](https://vff.no) (sist besøkt 21. juni 2023).

*Capital markets union*, EU-kommisjonen. Tilgjengelig på [Capital markets union \(europa.eu\)](https://europa.eu) (sist besøkt 21. juni 2023).