

Innføring av MIFID II i Norge:

# Skjerpede krav til investeringsrådgivning

Verdipapirlovutvalget foreslår i sin andre delutredning viktige endringer i reglene om investeringsrådgivning. Blant annet innføres det et skille mellom uavhengig og ikke-uavhengig rådgivning, med skjerpede krav til uavhengige rådgivere. I artikkelen ser vi nærmere på disse forslagene.



Advokat  
**Bjarne Rogdaberg**  
Partner i advokatfirmaet Schjødt



Advokatfullmektig  
**Birte Berg**  
Advokatfirmaet Schjødt

*Begge forfatterne jobber i avdelingen for M&A og Kapitalmarkeder og er tilknyttet firmaets gruppe for Financial Services. Birte Berg er sekretær for verdipapirlovutvalget.*



*Det innføres et skille mellom uavhengig og ikke-uavhengig investeringsrådgivning. Uavhengig rådgivning blir underlagt strengere regler enn ikke-uavhengig rådgivning samt forbud mot å beholde returprovisjoner.*

## Uavhengig og ikke-uavhengig investeringsrådgivning

MiFID II innfører et skille mellom uavhengig og ikke-uavhengig investeringsrådgivning, som praktisk sett innebærer at uavhengig rådgivning blir underlagt strengere regler enn ikke-uavhengig rådgivning, blant annet for produktutvalg og seleksjonsprosess, samt forbud mot å beholde returprovisjoner.

Før verdipapirforetaket yter investeringsrådgivning, skal det opplyses om rådene som gis, er uavhengige. Dersom foretaket opplyser at det ytes uavhengig rådgivning, utløses de strengere reglene. Disse omtales nærmere i punktene Krav til uavhengige rådgivere – produktutvalg og seleksjonsprosess og Uavhengig investeringsrådgivning og aktiv forvaltning – returprovisjoner må overføres til kunden, nedenfor.

Foretaket står altså fritt til å velge om det ønsker å fremstille seg som uavhengig, og dermed underlegges de strengere reglene, eller om det ønsker å være en ikke-uavhengig rådgiver. I forbindelse med denne strategiske beslutningen er det viktig å merke seg at en ikke-uavhengig rådgiver ikke kan gi inntrykk av å være uavhengig, selv om foretaket ikke har bindinger til sine produktleverandører. Både uavhengige og ikke-uavhengige rådgivere skal for øvrig opplyse kunden om rådgivningen er basert

på en bred eller mer begrenset analyse av finansielle instrumenter samt forholdet til produkttilbyder.

Et verdipapirforetak kan tilby begge typer investeringsrådgivning, også til samme kunde, men tjenestene må holdes adskilte. Ansatte kan ikke arbeide med både uavhengig og ikke-uavhengig rådgivning.

Uavhengig investeringsrådgivning vil nok først og fremst være aktuelt for frittstående foretak som verken leverer egne produkter eller inngår i et konsern eller en allianse sammen med fondsforvaltningsselskaper eller andre produktleverandører. For noen aktører kan det være et alternativ å tilby begge tjenestene, ved å sette opp en egen organisatorisk enhet som yter uavhengig investeringsrådgivning rettet mot kunder som har evne til og ønske om å betale for uavhengig rådgivning. Vi antar at det store flertallet av verdipapirforetakene kun vil tilby ikke-uavhengig investeringsrådgivning.

### Krav til uavhengige rådgivere – produktutvalg og seleksjonsprosess

Verdipapirforetak som yter uavhengig investeringsrådgivning, skal vurdere et tilstrekkelig utvalg av tilgjengelige finansielle instrumenter før det gis råd. Det kre-

ves ikke at foretaket vurderer alle tilgjengelige produkter, men utvalget må være tilstrekkelig diversifisert ut fra type og utsteder eller produkttilbyder. Utvalget kan ikke være begrenset til produkter og finansielle instrumenter som utstedes eller tilbys av foretaket selv eller enheter med nære forbindelser til foretaket, eller andre enheter som foretaket har så nære juridiske eller økonomiske forbindelser med at det kan innebære en risiko for at det uavhengige grunnlaget for investeringsrådgivningen svekkes, jf. utvalgets forslag til ny § 10–11 i verdipapirhandelloven (vphl.). Det er fastsatt utfyllende bestemmelser i kommisjonsforordning C(2016) 2398 art. 52–53, som altså vil gjelde som norsk forskrift.

Det skal fastsettes en seleksjonsprosess for å vurdere et tilstrekkelig utvalg av tilgjengelige finansielle instrumenter. Seleksjonsprosessen skal inneholde følgende elementer (vår oversettelse av forordningen):

- antall og utvalg av vurderte finansielle instrumenter anses å stå i forhold til omfanget av investeringsrådgivningstjenester som tilbys,
- antall og utvalg av vurderte finansielle instrumenter er tilstrekkelig representativt for de finansielle instrumentene som er tilgjengelige på markedet,

## Verdipapirlovutvalgets forslag

Verdipapirlovutvalgets forslag til norsk implementering av revidert verdipapirmarkedsdirektiv, MiFID II, ble fremlagt 20. januar 2017. Forslaget inneholder en rekke endringer i rammeverket for norske verdipapirforetak og verdipapirlovgivning for øvrig.

MiFID II er en samlebetegnelse på et sett av rettsakter fra EU som regulerer ulike sider ved verdipapirmarkedet, og består av ett direktiv (MiFID II, direktiv 2014/65/EU) og én forordning (MiFIR, forordning (EU) nr. 600/2014), samt i overkant av 40 utfyllende rettsakter fastsatt av EU-kommisjonen. MiFID II erstatter gjeldende direktiv (MiFID) som ble gjennomført i norsk rett i 2007.

Direktivet foreslås gjennomført ved endringer i verdipapirhandelloven, særlig kapittel 2, 9 og 10, samt en ny del 4 om regulerte markeder til erstatning for børsloven, en ny del 5 om datarapporte-

ringstjenester og en ny del 6 om varederivat og utslippkvoter. De utfyllende rettsaktene til MiFID II er i hovedsak gitt som forordninger, og vil gjelde som norske forskrifter «as is». I sum er det nye regelverket meget omfattende og detaljert.

For verdipapirforetakene vil MiFID II – foruten endringene i reglene for investeringsrådgivning som omhandles i denne artikkelen – blant annet medføre skjerpelser i reglene for beste resultat, nye regler for produkthåndtering for produsenter og distributører av finansielle instrumenter, plikt til å handle børsnoterte aksjer og visse derivater over handelsplass, samt etablering av gjennomlysningsregler for obligasjons- og derivatmarkedet etter mønster fra de som i dag gjelder i aksjemarkedet.

Verdipapirlovutvalget foreslår i tillegg liberalisering av enkelte norske verdipapirrettslige særregler, blant annet opphevelse av egenhandelsreglene, fjerning av

krav til sikkerhetsstillelse ved kredittgivning og marginsikkerhet ved verdipapirlån og derivathandel, samt fjerning av kravet til at investeringstjenester skal ytes fra fast forretningssted. I tillegg foreslås det at foretaket selv skal kunne gi dispensasjon fra forbudet mot at visse ansatte sitter i styret i børsnotert selskap eller forvaltningsselskap for verdipapirfond.

Flere av endringene får betydning også for forvaltningsselskaper for verdipapirfond og alternative investeringsfond, og det foreslås enkelte endringer i reglene for regulerte markeder.

Høringsfristen for forslaget er 15. mai 2017. Etter dette vil Finansdepartementet fremme en proposisjon til Stortinget. Implementeringsfristen for MiFID II er 3. januar 2018. Det er uavklart om Norge vil rekke denne fristen, men norske foretak bør legge opp til å være «MiFID II compliant» ved årsskiftet.

- (c) antall finansielle instrumenter utstedt av verdipapirforetaket selv eller av virksomheter som foretaket har nære forbindelser til, står i forhold til det totale antallet finansielle instrumenter som er vurdert, og
- (d) kriterier for å velge de ulike finansielle instrumentene skal omfatte alle relevante forhold slik som risiko, kostnader og kompleksitet, samt egenskapene ved verdipapirforetakets kunder, og skal sikre at utvalget av finansielle instrumenter som kan anbefales ikke er skjevt (biased).

Dersom seleksjonsprosessen som skissert over ikke lar seg gjennomføre, kan ikke foretaket tilby uavhengig investeringsrådgivning. Regelverket åpner for at det kan fokuseres på enkelte kategorier av finansielle instrumenter eller et spesifisert utvalg av finansielle instrumenter. Foretaket må i så fall kun markedsføre seg mot kunder som har en preferanse for denne nisjen og kundene må indikere at de kun er interessert i de produktene foretaket tilbyr. Dette er neppe et særlig praktisk unntak.

Så lenge seleksjonsprosessen følges, er det en viss adgang til å tilby produkter levert av foretaket selv eller leverandører som foretaket har nære forbindelser til, men foretaket må utvise varsomhet og være nøye med å håndtere de interessekonfliktene dette vil medføre. Hvis foretaket systematisk velger sine egne produkter eller produkter levert av f.eks. konsernet eller en samarbeidsallianse foretaket inngår i, vil ikke foretaket kunne ansees som uavhengig.

## Returprovisjoner

### Ikke generelt forbud mot returprovisjoner – men strengere

Utvalgets flertall foreslår at det gjennomføres regler for returprovisjoner i tråd med MiFID II, som blant annet innebærer strengere regler for uavhengig investeringsrådgivning og aktiv forvaltning enn for ikke-uavhengig investeringsrådgivning, jf. pkt. to påfølgende punkter nedenfor.

Utvalgets mindretall, bestående av Forbrukerombudets representant, vil gå lenger og foreslår et generelt forbud mot returprovisjoner for både uavhengig og ikke-uavhengig investeringsrådgivning. Et noe bredere mindretall, som består av representantene fra Finansdepartementet og Finanstilsynet, går inn for at det skal innføres en for-

skriftshjemmel til å forby returprovisjoner dersom det viser seg at de nye reglene ikke er tilstrekkelig effektive. Etter vårt syn vil et forbud mot returprovisjoner være så inngripende at det bør være gjenstand for en ordinær lovgivningsprosess.

### Hva er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten?

Flertallets forslag innebærer at verdipapirforetak i utgangspunktet skal kunne motta honorar eller annen form for godtgjørelse fra andre enn kunden i forbindelse med ytelse av andre investerings tjenester enn uavhengig rådgivning og aktiv forvaltning, forutsatt at vederlaget er «egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten» til kunden, og ikke vil svekke foretakets plikt til å opptre ærlig, redelig og profesjonelt i samsvar med kundens interesser, jf. forslag til ny vphl. § 10–12 første ledd. Denne lovbestemmelsen er i seg selv en videreføring av gjeldende krav, men kriteriene for hva som er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten, vil bli strammet inn på forskriftsnivå.

Det er gitt utfyllende bestemmelser for hva som er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten i kommisjonsdirektiv C(2016) 2031 art. 11. Gebyrer, provisjoner eller naturalytelser skal anses å være utformet for å forbedre kvaliteten på tjenesten til kunden, dersom alle følgende vilkår er oppfylt (vår oversettelse av forordningen):

- Vederlaget er begrunnet i en tilleggstjeneste eller en tjeneste på høyere nivå til kunden, som står i forhold til vederlagets størrelse. Dette kan for eksempel knytte seg til å gi kunden tilgang til et bredere utvalg av egnede produkter og tjenester fra tredjepartstilbydere som ikke har en nær relasjon til foretaket eller levering av hjelpemidler som gir merverdi.
- Vederlaget kan ikke gi en direkte fordel til verdipapirforetaket, dets aksjeeiere eller ansatte uten at dette gir kunden en åpenbar fordel.
- Et løpende vederlag fra tredjepart til verdipapirforetaket skal være begrunnet i en løpende ytelse til den berørte kunden.

Det er all grunn til å tro at praktiseringen av de nye reglene om returprovisjoner vil følges tett av Finanstilsynet. Verdipapirforetak som planlegger å motta og beholde returprovisjoner, bør starte prosessen med å identifisere hva foretaket kan tilby kundene av «ekstraservice» som kan begrunne mottak av returprovisjoner, og dokumentere de vurderingene som gjøres i den forbindelse. En del foretak må nok justere sin forret-

ningsmodell for å kunne motta og beholde returprovisjoner når MiFID II trer i kraft.

### Uavhengig investeringsrådgivning og aktiv forvaltning – returprovisjoner må overføres til kunden

Foretak som driver *uavhengig investeringsrådgivning* og *aktiv forvaltning*, skal ikke ha adgang til å *motta og beholde* pengeytelser fra andre enn kunden i tilknytning til nevnte tjenester, jf. forslag til ny vphl. § 10–12 fjerde ledd. I den grad foretaket mottar returprovisjoner i forbindelse med uavhengig investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning, må altså returprovisjonene videreføres til kunden. Det gjøres kun unntak fra forbudet for «mindre naturalytelser» som er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten til kunden og er av slik art og omfang at foretakets evne til å ivareta kundens interesser ikke svekkes.

Hva som kan anses som mindre naturalytelser, er nærmere definert i kommisjonsdirektiv C(2016) 2031 artikkel 11, som eksempelvis opplysninger eller dokumentasjon om finansielle instrumenter som er av generisk art, deltakelse på seminarer og representasjonsutgifter av en ubetydelig og rimelig verdi.

Det er åpnet for at lovgiver kan definere andre mindre naturalytelser som kan bedre kvaliteten på tjenesten og er av et slikt omfang og en slik art at det ikke er sannsynlig at de vil hindre verdipapirforetaket i å oppfylle sin plikt til å opptre i kundens beste interesse. Forslag til norske forskriftsbestemmelser om dette er ventet i løpet av våren 2017.

Det følger av kommisjonsdirektiv C(2016) 2031 artikkel 11 at returprovisjoner skal overføres i sin helhet til kunden så snart som mulig etter mottak, og intensjonen fra EU-kommisjonen er at det ikke skal være adgang til å gjøre fradrag for returprovisjoner i forvaltningsgodtgjørelsen.

Returprovisjoner og andre ytelser fra tredjeparter reiser for øvrig enkelte problemstillinger i tilknytning til mva. Dette vil bli nærmere omtalt i en artikkel fra advokatfirmaet Schjødt i en senere utgave av Revisjon og Regnskap.

### Særlig om analyser

Mottak av analyser skal som utgangspunkt anses som vederlag fra andre enn kunden, og foretak som mottar analyser, må vurdere om dette er i samsvar med reglene for slikt

vederlag. Ved ikke-uavhengig rådgivning blir spørsmålet om dette er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten til kunden, mens for uavhengige rådgivere blir spørsmålet om analysen tilfredsstillende kravene til mindre naturalytelser («analyse» som er bestilt og betalt av utsteder kan på visse vilkår ansees som mindre naturalytelser).

Det er imidlertid nærmere regulert hvordan verdipapirforetak kan betale for analyse, og dermed unngå at det anses som vederlag fra andre enn kunden. Det følger av kommisjonsdirektiv C(2016) 2031 art. 13 at analyse som mottas fra tredjeparter, ikke skal regnes som slikt vederlag forutsatt at analysen mottas som gjenytelse for direkte betaling fra verdipapirforetakets egne midler. Et annet alternativ er å betale for analysen gjennom en «research payment account» (RPA) som er finansiert av kundene gjennom et særskilt analysegebyr. RPA må oppfylle omfattende krav til blant annet informasjon til kundene, budsjett, vurdering av analysekvalitet mv. og vil neppe være et særlig praktisk alternativ for mindre aktører.

Verdipapirforetak som tilbyr både analyse og utførelse av ordre, skal identifisere separate omkostninger som bare reflekterer kostnaden ved å utføre ordre. Hver enkelt fordel eller tjeneste som ytes fra samme verdipapirforetak til verdipapirforetak etablert i EØS, skal være gjenstand for separat identifiserbar betaling, og tilgangen til eller betalingen for slike fordeler eller tjenester skal ikke påvirkes av betalingen for utførelse.

Analyse fra et selskap i konsernet må for øvrig følge de samme reglene, og foretakene bør være særlig oppmerksomme på interessekonflikter som kan oppstå i forbindelse med betaling for analyse innad i konsernet.

### Nye krav til egnethetsvurdering og egnethetsdokument

MIFID innførte krav til at verdipapirforetak skal vurdere egnethet og hensiktsmessighet av en investering ved ytelse av henholdsvis investeringsrådgivning/aktiv forvaltning og mottak og formidling av ordre/utførelse av ordre.

MIFID II oppstiller enkelte strengere standarder knyttet til vurderingen, jf. forslag til ny vphl. § 10–15.

Blant annet blir utførelsen av egnethetsvurderingen mer omfattende da det også kreves informasjon om evne til å tåle tap og risikotoleranse, og foretaket skal særlig

legge vekt på at de anbefalte tjenestene og finansielle instrumenter er i samsvar med dette. Når produkter er satt sammen av flere ulike produkter, skal egnetheten vurderes samlet for produktene.

Det er gitt utfyllende bestemmelser i kommisjonsforordning C(2016) 2398 art. 54–58. Blant annet skal foretaket ta rimelige skritt for å forsikre seg om at informasjonen innhentet fra kunden er pålitelig, og dersom investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning innebærer bytte av instrumenter i porteføljen, skal foretaket kunne dokumentere at fordelene rimeligvis overstiger kostnadene. Foretak som har opplyst at de skal gi kunden periodisk egnethetsvurdering, skal gjennomgå denne minst årlig, men frekvensen skal økes dersom kundens risikoprofil eller type finansielle instrumenter tilsier det.

Ikke-profesjonelle kunder skal ved investeringsrådgivning motta en erklæring om egnethet før transaksjonen foretas. Dokumentet skal spesifisere hvilket råd som er gitt og hvordan rådet relaterer seg til kundens preferanser, investeringsmål og andre karakteristika, jf. forslag til ny vphl. § 10–17 tredje og fjerde ledd. Dette er et krav som kan bli krevende å etterleve, for eksempel i forbindelse med at det ytes rådgivning på meglerbordet.

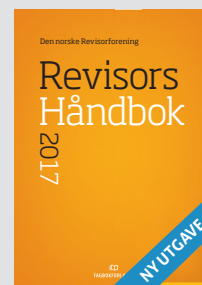
I enkelte situasjoner åpnes det for at rapporten kan leveres umiddelbart etter at transaksjonen er gjennomført, bl.a. når kommunikasjonsformen som er brukt for å inngå avtalen, hindrer førtidig levering, forutsatt at kunden aksepterer dette og får mulighet til å utsette transaksjonen.

### Nytt kompetansekrav for ansatte som yter investeringsrådgivning

Mens dagens regler kun stiller krav om relevante kvalifikasjoner for daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av verdipapirforetak, følger det av MiFID II at verdipapirforetak skal sikre at personer som yter investeringsrådgivning eller gir informasjon om finansielle instrumenter, har den kunnskapen og kompetansen som kreves for å sikre etterlevelse av foretakets forpliktelser til å utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk og øvrige krav til investorbeskyttelse, jf. forslag til ny vphl. § 10–14. Finanstilsynet skal utarbeide nærmere kriterier for kravene til kunnskap og kompetanse basert på retningslinjer fra det europeiske verdipapirtilsynet ESMA.

fagbokforlaget.no/nyhetsbrev  
Nyhetsbrev på e-post

## REVISORS HÅNDBOK 2017



1169,-

Revisorforeningen

En samling av lover, forskrifter, regler mm. som er viktig i regnskap og revisjon. Ajour per årsskiftet 2016/2017.

## EGENKAPITALTRANSAKSJONER



515,-

Britt Torunn Hove m.fl.

En oversikt over transaksjoner mellom et foretak og dets eiere. 6. utg. (2015) er lik 5. utg., men uten eBok.

## FINANCIAL STATEMENT ANALYSIS

Valuation – Credit Analysis – Performance Evaluation



799,-

Christian Petersen, Thomas Plenborg, Finn Kinserdal

A four-part themed approach: accounting data, financial analysis, decision-making, and assessment of accounting data.



FAGBOKFORLAGET

fagbokforlaget.no