

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

Inngis elektronisk

Oslo 15. mai 2017

Deres ref: 16/550 FMA EBJ

Høring – Markeder for finansielle instrumenter. Gjennomføring av MiFID II og MiFIR

Det vises til høringsbrev fra Finansdepartementet datert 14. februar 2017 og vedlagt høringsnotat vedrørende gjennomføring av MiFID II og MiFIR.

Som vi tidligere har gitt uttrykk for, er det etter vår oppfatning en god arbeidsmåte at regelverksutviklingen skjer i et nært samspill mellom myndighetene, bransjen, forbrukerorganisasjoner og andre viktige interessenter. På denne måten beredes grunnlaget for en felles virkelighetsforståelse, noe vi mener er viktig for å få til en god regelutviklingsprosess.

Lovutvalget har utført et solid arbeid og har etter vår vurdering levert et meget godt forslag til en ny verdipapirhandellov. Vi har derfor ingen problemer med å slutte oss til samtlige av de forslag som arbeidsgruppen fremmer. Når det gjelder forslagene hvor det er dissens blant arbeidsgruppens medlemmer, støtter vi gjennomgående flertallets forslag, jf. nærmere drøftelse under. Vårt prinsipielle utgangspunkt er at EU-direktiver generelt bør implementeres med så få nasjonale tilpasninger som mulig, da nasjonale tilpasninger ofte medfører en konkurranseulempe for norske selskaper.

Implementeringen av MiFID II vil ventelig få betydning for fondsforvaltningsselskaperens muligheter til fortsatt å kunne la fondet dekke den delen av transaksjonskostnadene som er knyttet til analysetjenester. Vi vil derfor anmode departementet om å foreslå endringer i verdipapirfondloven § 4-6, jf. nærmere drøfting og begrunnelse under.

Verdipapirfondenes forening – næringspolitikk (VFFN) har følgende merknader til utvalgets høringsnotat:

Egenhandel [s.159 flg]

Vi støtter utvalget i at verdipapirhandellovens bestemmelser om egenhandel må oppheves og erstattes med nytt regelverk i tråd med MiFID II. Vi er enige i at det er vanskelig å se at det er forhold i det norske markedet som tilsier at det er behov for andre regler enn det som gjelder generelt for det europeiske markedet, og at det derfor neppe er adgang til å opprettholde gjeldende regelverk. I alle tilfelle vil vi anføre at dagens særnorske regelverk på dette området er uhensiktsmessig, og hemmer selskapenes individuelle tilpasninger. Selv om EU-tilpasninger på dette området vil medføre et noe lempeligere regelverk på enkelte områder, så vil det, som påpekt av utvalget, bli stilt strenge krav til foretakenes rutineverk, oppfølgingsrutiner og årvåkenhet. Et mer fleksibelt regelverk knyttet til kravene om god forretningsskikk og plikt til å håndtere interessekonflikter gir grunnlag for at foretak fastsetter interne rutiner som inneholder mer treffende restriksjoner på ansattes handelsvirksomhet for egen regning.

Vi støtter også utvalgets forslag om at forvaltningsselskap for verdipapirfond skal følge egenhandelsbestemmelser etter UCITS, som allerede er hjemlet i verdipapirfondloven § 2-11 første ledd nr. 2. Vi er enige i både at de utfyllende bestemmelsene i kommisjonsdirektiv 2010/43 artikkel 13 kan gjennomføres på forskriftsnivå samt at verdipapirfondloven § 2-11 femte ledd gir tilstrekkelig hjemmel til å fastsette nødvendige forskriftsbestemmelser i tråd med direktivet.

Vederlag fra andre enn kunden [s. 173 flg.]

Vi støtter utvalgsflertallets anbefaling om å innføre bestemmelser som tilsvarer kavene i MIFID II artikkel 24 nr. 7, 8 og 9, og at det ikke bør foreslås strengere nasjonale regler på nåværende tidspunkt. Det fremgår klart av direktivet at medlemslandene kun i ekstraordinære tilfeller kan innføre strengere krav enn de som følger av artikkel 24. Slike krav skal være objektivt begrunnet og stå i rimelig forhold til spesifikke risikoer knyttet til forbrukerbeskyttelse og markedets integritet, som er av særlig betydning sett hen til den nasjonale markedsstrukturen. Vi er følgelig ikke enige med mindretallet i at kravet om at vilkårene etter direktivet for å innføre strengere regler er oppfylt med en generell henvisning til forbrukerbeskyttelse. Vi er ikke kjent med forhold som tilsier at Norge skiller seg ut fra andre europeiske land i så henseende.

Konkurransmessige, markedsmessige og praktiske forhold tilsier også at terskelen for å innføre strengere nasjonale regler enn det som er rådende i EU bør være høy. Her er det av særlig stor betydning at Sverige og Danmark har nøydt seg med å gjennomføre direktivets artikkel 24, uten strengere nasjonale tilpasninger. Vi viser dessuten til at distributører av verdipapirfond bidrar til økt konkurranse i fondsmarkedet til nytte for sluttkundene. Dersom det skulle innføres et totalforbud mot returprovisjon vil distribusjon av fond gjennom eksterne distributører trolig bli begrenset til velstående kunder med evne og vilje til å betale separat for all rådgivning.

Vi er ikke enige med mindretallets forslag om å gi forskriftshjemmel til å innføre forbud mot returprovisjon hvis det viser seg at de nye MiFID II-reglene ikke er tilstrekkelig effektive. Prinsipielt mener vi at det er en uheldig lovgivningspraksis å innta forskriftshjemler når den ikke skal benyttes ifm. den pågående lovendringen, men enda viktigere er at vi mener at en slik forskriftshjemmel vil

være i strid med legalitetsprinsippet. En så viktig endring som å forby returprovisjon mener vi må gjennomføres i form av en lovendring.

Egnethetstest, hensiktsmessighetstest og rapportering til kunder [s. 180 flg]

MiFID II artikkel 25 nr. 4 angir hvilke finansielle instrumenter som er ikke-komplekse "by default", og som dermed er omfattet av unntaket fra kravet om hensiktsmessighetstest. Av pkt.(i) følger det at aksjer i innretning for kollektiv investering som ikke er et UCITS (alternative investeringsfond) ikke kan anses som ikke-komplekse "by default". Det følger imidlertid ikke av bestemmelsen at andeler i alternative investeringsfond dermed må anses komplekse. Oppstillingen i artikkel 25 nr. 4 (a) skal etter vår oppfatning ikke leses antitetisk. I kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 57 fremgår det eksplisitt at også andre finansielle instrumenter som ikke faller inn under oppstillingen i MiFID II artikkel 25 nr. 4 (a) kan bli ansett for å være ikke-komplekse, gitt at nærmere angitte vilkår er oppfylt.

Vi mener derfor at det ikke er en korrekt forståelse av direktivet når utvalget på side 181 og på side 266 hevder at andeler i alternative investeringsfond nødvendigvis er komplekse, selv om de ikke faller inn under definisjonen i MiFID II artikkel 25 nr. 4 (a). Det finnes mange UCITS-lignende nasjonale verdipapirfond (som er AIF-fond), som etter vårt syn oppfyller vilkårene i kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 57, og som dermed vil kunne bli definert som ikke-komplekse.

Vi bestrider ikke forslaget til § 10-16, men dersom lovutvalgets ovennevnte kommentar ikke blir korrigert av departementet, så vil denne kommentaren kunne lede til en feilaktig tolkning av bestemmelsen om at andeler i AIF-fond "by default" er å anse som komplekse.

Sanksjoner [s. 221 flg]

VFFN har tidligere (jfr. vårt hørings svar datert 01.12.15 vedrørende endringer i verdipapirfondloven) tatt til orde for at innføringen av administrative sanksjoner på finansområdet bør være gjenstand for en helhetlig vurdering. Vi er skeptiske til at et så viktig tema vurderes separat for hver nye lov, og vi etterlyser derfor en mer samordnet vurdering. Det norske finansmarkedet har et stort innslag av finanskonsern som driver mangefasettert virksomhet innenfor en rekke konsesjonsklasser. Det har derfor vært tradisjon i Norge for en likartet regulering av likeartede spørsmål innenfor finansområdet. Dette er til fordel for både reguleringsmyndigheter, tilsyn og markedsaktører. Vi mener at sanksjonering av overtredelser er et område hvor man bør, så langt nasjonal handlingsfrihet åpner for det, vurdere et fellesregime for alle finansforetak under tilsyn. I alle tilfeller bør en grunnleggende tilnærming være at bestemmelsene om overtredelsesgebyr i verdipapirhandelloven harmoniseres med sanksjonsbestemmelsene som er gjennomført i verdipapirfondloven, og som vil bli gjennomført i lov om hvitvasking, markedsmissbruk og PRIIPs.

Vi er av den oppfatning at det ikke bør innføres overtredelsesgebyr for overtredelse av andre bestemmelser enn det som følger av direktiver og forordninger.

Vi stiller oss positive til at skyldkravet for ileggelse av sanksjoner overfor fysiske personer er «forsett eller grov uaktsomhet».

Erstatningsregler [s. 215 flg]

Vi er enig med utvalget i at MIFID II artikkel 69 nr 2, som pålegger medlemslandene å ha erstatningsmekanismer, ikke medfører behov for ny lovgiving. Vi støtter utvalget i sin vurdering i at en utredning av spørsmålet om det bør utarbeides erstatningsregler knyttet til finansiell rådgivning, bør ha et bredere nedslagsfelt enn verdipapirhandelloven og foretakene som reguleres av denne. Dersom det senere viser seg å være behov for det, bør erstatningsregler for finansiell rådgivning utredes i en større sammenheng, hvor det ses på erstatning for rådgivning knyttet til et bredere spekter av finansielle spareprodukter.

Behov for endringer i verdipapirfondlov og lov AIF-lov med tilhørende forskrifter

Den nye verdipapirhandelloven vil direkte regulere forvaltningsselskap og forvaltere av alternative investeringsfond (AIF-forvaltere) som driver aktiv forvaltning. I tillegg vil fondsforvaltningsselskaper kunne bli indirekte berørt, blant annet av reglene om vederlag fra andre enn kunden.

Endring i verdipapirfondforskriften § 1-3 og AIF-forskriften § 1-4

Det følger av verdipapirfondforskriften § 1-3 (1) at forvaltningsselskap med tillatelse etter verdipapirfondloven § 2-1 annet og tredje ledd nr. 1, er underlagt enkelte bestemmelser i verdipapirhandelloven med forskrifter. Tilsvarende bestemmelse følger av AIF-forskriften § 1-4. Direktiv 2009/65/EC (UCITS IV) og Direktiv 2011/61/EC (AIF-direktivet) lister i henholdsvis artikkel 6 nr. 4 og artikkel 6 nr. 6 opp hvilke bestemmelser i direktiv 2004/39/EC (MiFID I) forvaltningsselskaper med slike tillatelser er underlagt. UCITS V og AIF- direktivet ble vedtatt før MiFID II, og gir derfor ingen føringer for hvilke bestemmelser i MiFID II som skal gjelde for forvaltningsselskap som driver aktiv forvaltning.

Av hensyn til forutsigbarhet for bransjen vil det være viktig på et så tidlig tidspunkt som mulig at departementet tar stilling til dette spørsmålet, og at verdipapirfondforskriften § 1-3 og AIF-forskriften § 1-4 oppdateres. Av særlig stor betydning for forvaltningsselskaper er avklaring av anvendelsen av regelverket for transaksjonsrapportering. Gjennom artikkel 26 i MiFIR innføres et svært omfattende regelverk for rapportering av transaksjoner i finansielle instrumenter gjennomført på handelsplass. Regelverket kommer etter vår forståelse av EU-retten, kun til å få anvendelse for verdipapirforetak og ikke for forvaltningsselskaper. Dette gjelder selv om forvaltningsselskaper yter aktiv forvaltning, investeringsrådgivning og/eller ordreformidling som tilleggstjenester. Dagens krav til transaksjonsrapportering i vphl. § 10-18 gjelder heller ikke for denne type forvaltningsselskaper, jf. verdipapirfondforskriften § 1-3 første ledd og aif-forskriften § 1-4.

Det fremgår av dagens verdipapirfondforskrift § 1-3 at bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 10-12 om beste resultat ved utførelse av ordre skal gjelde for forvaltningsselskap som driver aktiv forvaltning. Ut fra det vi kan se, er det ikke gjort noen tilsvarende henvisning fra UCITS-direktivets artikkel 6 nr. 4 til artikkel 21 i MIFID I som omhandler regler for beste resultat ved utførelse av ordre. AIF-forskriftens § 1-4 har ikke noen tilsvarende henvisning til verdipapirhandellovens § 10-12.

Forvaltningsselskap for verdipapirfond er som kjent underlagt regler for beste resultat etter UCITS-direktivet, som inntatt i verdipapirfondloven med forskrift. Disse bestemmelsene gjelder både for selskaper med og uten tillatelse til å drive aktiv forvaltning. Det er uheldig å ha to ulike lovbestemmelser som regulerer samme forhold. Når et forvaltningsselskap utfører ordre gjøres dette gjerne i form av block-ordre, på vegne av både fond og aktiv forvaltningskunder. Det er derfor lite hensiktsmessig å ha to ulike regelsett som regulerer dette. Vi mener på denne bakgrunnen at det er en feilimplementering at dagens verdipapirfondforskrift henviser til verdipapirhandellovens § 10-12, og vi ber om at denne feilen ikke videreføres når verdipapirfondlovens § 1-3 nå skal oppdateres.

Kostnader som kan dekkes av fondet

Det følger av verdipapirfondloven § 4-6 (1) at transaksjonskostnader ved verdipapirfondets plasseringer kan dekkes av fondet. Lovutvalget viser i avsnitt 6.7.3.3 (s. 174) til at det i det norske markedet er vanlig praksis at kostnadene knyttet til verdipapirforetakenes analysetjenester inkluderes i transaksjonskostnadene som kunden belastes for ved utførelse av ordre. I tråd med dette er analysekostnader ansett som en integrert del av kostnadene knyttet til transaksjoner som et forvaltningsselskap gjør på vegne av et verdipapirfond, og i henhold til verdipapirfondloven dermed blitt belastet fondet. Dette er en praksis som Finanstilsynet er godt kjent med og ikke har hatt noen innvendinger til.

De nye reglene i MiFID II om vederlag fra andre enn kunden (inducements) oppstiller vesentlige begrensninger i verdipapirforetaks adgang til å yte vederlag til og motta vederlag fra andre enn kunden – uavhengig av om det er tale om pengeytelser eller naturalytelser. Vederlag i form av analysetjenester er underlagt en særskilt og mer detaljert regulering i kommisjonsdirektivet. Kommisjonsdirektivet regulerer blant annet når analysetjenester regnes som vederlag fra andre enn kunden og følgelig vil være forbudt, og i hvilke tilfeller man må splitte vederlag for analysetjenester og andre tjenester. Vi oppfatter det slik at reglene om vederlag for analysetjenester kun gjelder der slike tjenester leveres til verdipapirforetak og til fondsforvaltningsselskaper/AIF-forvaltere når de driver med aktiv forvaltning eller investeringsrådgivning. EUs intensjon synes imidlertid å være at tilsvarende bestemmelser generelt skal innføres også for forvaltere av verdipapirfond og alternative investeringsfond, jf. side 134 pkt. 30 i «ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR» datert 19.12.2014.

Forvaltningsselskap for verdipapirfond og forvaltere av alternative investeringsfond vil uansett bli indirekte berørt av de nye reglene knyttet til analysetjenester. Det følger av kommisjonsdirektivets artikkel 24 (4), jf. kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 50, at verdipapirforetakene skal gi detaljerte opplysninger om kostnader og gebyrer og sammensettingen av disse. Vi antar at dette vil kunne få betydning for forvaltningsselskapenes muligheter til fortsatt å kunne la fondet dekke den

delen av transaksjonskostnadene som er knyttet til analysetjenester. Vi viser i den forbindelse til at lovutvalget på side 248 uttaler at «uten endringer i verdipapirfondloven, vil forvaltningsselskap som kjøper inn analysetjenester, måtte dekke slike utgifter av egne midler».

Hvilke kostnader som kan belastes verdipapirfond er ikke regulert i UCITS-direktivet, men overlatt til nasjonale myndigheter. Norge har blant Europas strengeste regulering av hvilke kostnader som kan dekkes av fondet, og norske forvaltningsselskapers adgang til å belaste fondet med andre kostnader enn forvaltningsgodtgjørelsen er svært begrenset. Utover forvaltningsgodtgjørelsen er det i hovedsak bare transaksjonskostnader som kan belastes. Vårt inntrykk er at i de fleste andre EØS-land er det relativt vid adgang til å belaste fondet ulike kostnader – så lenge andelseierne informeres om dette. Dette er for eksempel situasjonen i de to store fondsjurisdiksjonene i Europa – Irland og Luxembourg.

I Sverige åpner den svenske fondsloven for at analysetjenester kan dekkes av fondet, innenfor de begrensninger som følger av «inducementbestemmelsen» i UCITS-direktivet (implementert i verdipapirfondforskriftens § 2-32), dvs. at analysen må være egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten og ikke svekke forvaltningsselskapets overholdelse av plikten til å ivareta kundens interesse på beste måte. Finansinspeksjonen har i et likelydende brev datert 6/5-2014 angitt visse kriterier for at vilkårene skal anses å være oppfylt. Kort oppsummert innebærer disse at:

- analysen oppdateres fortløpende,
- nytten av analysen tilsvarer kostnaden,
- analysen angår fondets investeringsunivers,
- kostnaden for analysen er adskilt fra transaksjonskostnaden for utførelse av ordre, og
- kostnadene kostnadsføres i fondet fortløpende.

Våre medlemmer har i dag over 1000 milliarder kroner til forvaltning, hvorav vel 100 milliarder kommer fra utenlandske investorer. Dersom det er en politisk målsetting å opprettholde et fullverdig kapitalforvaltningsmiljø i Norge, og unngå at aktører flytter sin fondsforvaltningsvirksomhet eller registrerer sine verdipapirfond utenfor Norge, må norske myndigheter sørge for at de regulatoriske rammebetingelser tilsvarer resten av Europa. Flere av de norske forvaltningsselskapene har konserntilknytning til andre nordiske land, noe som gjør at terskelen for utflytting er lav. Vi har i senere tid sett en økt tendens til at norske forvaltningsvirksomheter flytter sin virksomhet til de øvrige nordiske land. Dette er en naturlig konsekvens av at UCITS direktivet nettopp legger til rette for grensekryssende virksomhet. Ett viktig moment ved valg av lokalisering for forvaltningsvirksomhet eller registrering av fond er kostnader. Vi er opptatt av at det norske forvaltningsmiljøet skal kunne konkurrere med utenlandske miljøer på likest mulige betingelser. Uten en endring i verdipapirfondlovens bestemmelser om hvilke kostnader som kan belastes fondet, vil incentivet til å registrere verdipapirfond utenfor Norge bli vesentlig forsterket.

Vi vil på denne bakgrunn anmode departementet om å foreslå endringer i verdipapirfondlovens § 4-6 slik at det etter implementeringen av MiFID II fortsatt vil være mulig for norske forvaltningsselskaper å belaste fondet med analysekostnader. Etter vår oppfatning vil de vilkår som

følger av verdipapirfondforskriften § 2-32 i tilstrekkelig grad sikre at de analyser som innhentes er relevant og nødvendig, jf. den svenske reguleringen.

Ikrafttredelse

Arbeidsgruppen kom sent i gang med forslag til implementering av MiFID II sammenlignet med våre naboland Sverige og Danmark. Årsaken til dette er at departementet ventet nesten ett år etter at MiFID-direktivet var vedtatt før arbeidsgruppen fikk sitt mandat. Selv om arbeidsgruppen har hatt god progresjon er det en risiko for at Norge ikke vil overholde fristen for implementering, primo 2018. Som kjent ble de tre siste direktivene som er viktige for bransjen (UCITS IV, UCITS V og AIFM-direktivet) samtlige implementert etter fristen. For bransjen medførte dette forretningsmessige og praktiske utfordringer. Vi vil derfor henstille på det sterkeste at myndighetene bestreber seg på å ta de nødvendige skrittene for å få gjennomført en lovbehandling i løpet av høstsesjonen 2017.

Med vennlig hilsen
Verdipapirfondenes forening – Næringspolitikk



Bernt S. Zakariassen
Adm. direktør